

Н.В. Чирва,

кандидат економічних наук

П.К. Лузік,

кандидат економічних наук

ДЕРЖАВНІ ЦІННІ ПАПЕРИ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ*

Фінансовий ринок - невід'ємна частина фінансової системи більшості країн. Він охоплює грошовий ринок і ринок капіталів, ринки поточних і термінових операцій з цінними паперами, відображає внутрішній і зовнішній попит та пропозицію фінансових ресурсів. У промислово розвинутих країнах фінансовий ринок є особливим та необхідним середовищем для роботи компаній та фізичних осіб.

Ринок державних цінних паперів - важливий компонент фінансових ринків світу. Державні цінні папери вважаються найбільш ліквідним і найбільш надійним видом капіталовкладень, який приваблює корпорації та населення. У фінансовому світі цінні папери держави використовуються як еталон вільного від ризику доходу, як вічна альтернатива іншим вкладам капіталу. Формування ринку державних цінних паперів відбувається услід за виникненням ринку цінних паперів корпорацій.

Подібно до компаній уряд може притягнути короткострокові та довгострокові кошти за рахунок продажу різних видів цінних паперів інвесторам, що поряд з іншим вимагає значної довіри до нього з боку суспільства та абсолютної готовності уряду до виконання своїх зобов'язань. Це особливо слушно для країн з перехідною економікою, уряди яких звикли вилучати значну частку доходів юридичних осіб і користуватися прямими кредитами центрального банку для покриття видатків бюджету.

За часів переходу від адміністративної до ринкової економіки державні облігації можуть бути важливим джерелом коштів для великої кількості урядових проектів. Формування первинних та вторинних ринків державних цінних паперів сприяє росту та підвищенню гнучкості національної фінансової системи, дозволяє приватному і державному сектору краще реагувати на сигнали ринку.

Після проголошення незалежності у серпні 1991 року Україна поступово змінювала командну економіку, успадковану від колишнього СРСР. Розвиток фінансового ринку є складовою частиною реформ, що проводяться в Україні. Цей ринок поки що не є досконалим з точки зору

* Основу статті склали матеріали наукового дослідження, проведеного у 1995-1996 роках за фінансової підтримки Міжнародної програми Європейської комісії TASIC-ACE 1994S

якості інформаційних та інвестиційних рішень, існує велика кількість факторів, які порушують його роботу. Деякі з цих розглядаються нижче.

НЕДОСКОНАЛІСТЬ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ У ПЕРЕХІДНІЙ ЕКОНОМІЦІ

Прийнято вважати, що фінансовий ринок значно впливає на ефективність та платоспроможність фінансової системи. Фактично він має підсилювати та поліпшувати мобілізацію та розподіл фінансових ресурсів. Невірне або неефективне використання коштів населенням, підприємствами або урядом неминуче відображається на економічному зростанні та конкурентоспроможності національної економіки. З іншого боку, існує сильна кореляція між рівнем загального розвитку економіки та рівнем розвитку фінансового ринку.

Розвиток фінансового ринку значною мірою відображає гнучкість фінансової системи та швидкість, з якою вона може пристосуватися до змін в економічному та політичному житті даної країни та за її межами. Грошові ринки та ринки капіталів являють собою фундамент фінансової системи і надають їй стабільності та усталеності. Розвинуті фінансові ринки стимулюють та посилюють фінансові потоки в економіці і знижують витрати фінансових посередників та їх клієнтів.

Тією самою мірою, якою фінансовий ринок забезпечує вільний доступ до зростаючої кількості фінансових інструментів тим, хто інвестує та заощаджує, він дозволяє приймати рішення про капіталовкладення та фінансування краще та швидше.

Досконалий фінансовий ринок - це ринок, який може відображати точно та своєчасно попит та пропозицію фінансових ресурсів і звести (за допомогою посередників) одного з одним постачальників та споживачів грошей або капіталу з найменшими витратами.

Зрозуміло, що оцінка роботи фінансового ринку не може бути зроблена без старанного аналізу риночних інструментів, механізму ціноутворення, кількості фінансових установ та їх частки на ринку, загальної величини і міжсекторного співвідношення між потоками грошей та капіталу, ліквідності ринку і концентрації ризику у певних галузях та регіонах.

Точніше, жоден із існуючих фінансових ринків не є досконалим. Поряд із цим є країни, де фінансові ринки утворювались поступово, протягом тривалого часу. Учасники багатьох розвинутих фінансових ринків задоволені відносною стабільністю цін і доходів, рівномірним розподілом ризику, вдалим балансом прямих та опосередкованих відносин між учасниками, тісними зв'язками між різними фінансовими інститутами тощо.

Звичайно, що ці ринки відображають стійке економічне зростання, відносно однорідний розвиток галузей та регіонів, низькі темпи інфляції,

розумні масштаби оподаткування, стабільну законодавчу базу, сприятливий політичний клімат у країні та певний баланс інтересів у суспільстві.

У державах з перехідною економікою багато з вищезгаданих умов не існують зовсім. Ці країни досить часто мають невисокий рівень ВВП у розрахунку на душу населення, слабкий приватний сектор, недостатньо розвинуту економічну інфраструктуру, приховане структурне безробіття, значний дефіцит державного бюджету, дуже високі темпи інфляції, негативний платіжний баланс, нестабільну валюту, важкий тягар оподаткування, великі масштаби "тіньової" економіки, політичну нестабільність і законодавство, що не відповідає реальному стану справ. Усі ці обставини призводять до того, що при переході до ринку економіка неспроможна притягти багато крупних місцевих та іноземних інвесторів, перетворити велику частину внутрішніх заощаджень в інвестиції, спрямувати капіталовкладення у найбільш перспективні галузі і т. ін. В результаті цього фінансові ринки у перехідний період, як правило, слабкі та неефективні.

У багатьох країнах з перехідною економікою фінансові ринки, і особливо ринки цінних паперів, були розладнені внаслідок важких економічних обставин та нестабільної політичної ситуації. Ці ринки були побудовані на масовій приватизації і швидкому зростанні приватного сектора, створенні великої кількості нових компаній (які фінансувались за допомогою випусків акцій і облігацій) і оформленні державного боргу випуском облігацій. Такі ринки відкрили доступ до міжнародних ринків грошей і капіталу, вони стимулювали розвиток системи фінансових установ, постійне удосконалення ринкових відносин та інфраструктури. Однак ці ринки залишаються маленькими і роздробленими з точки зору інструментів, галузей та регіонів, вони не здатні відобразити та відреагувати певним чином на важливі економічні, соціальні або політичні події.

Велика сума відкладеного попиту підприємств та населення, висока інфляція, слабкий захист заощаджень, низька якість макроекономічних даних і обмежений доступ до інформації про окремі підприємства та установи, недостатні професійні навички і знання призводять до зростання попиту на нові фінансові інструменти, як надійні, так і ненадійні. З іншого боку, величезні (порівняно з ринком) заощадження підприємств і населення, слабка інфраструктура місцевих фінансових ринків, обмежений доступ до міжнародних ринків і невміле державне регулювання фінансових відносин зробили привабливими лише обслуговування держави й короткострокові інвестиції спекулятивного характеру, обумовили жорстку конкуренцію і агресивність молодих фінансових та нефінансових структур за умов монополії колишніх державних підприємств і установ, значною мірою зруйнували взаємодовіру і врешті-решт зробили фінансові ринки дуже неусталеними і небезпечними. Саме це визначило слабкий вплив

фінансових ринків на ефективний розподіл грошей і капіталу під час переходу до ринку.

Подальше зростання та удосконалення фінансових ринків у перехідній економіці вимагає побудови їх на принципах, що використовуються у розвинутих країнах, а саме: вільний доступ до інформації і ринкових інструментів для всіх учасників ринку; прозорість і реальний захист інвесторів; ліквідність і стабільність; конкурентоспроможність та ефективність; відповідність міжнародній практиці та стандартам.

Незважаючи на очевидну важливість цих принципів, значну кількість країн з перехідною економікою (враховуючи Україну) не відносять до таких, де є вільний доступ до інформації та ринкових інструментів, конкурентоспроможність та ліквідність ринку. Крім того, багато з названих принципів не одержали підтримки з боку законодавства та відповідних ринкових інститутів, тобто державних та позадержавних установ, які мають встановлювати певні стандарти та здійснювати нагляд за ринковими структурами.

Розміри ринку

Важливими показниками розмірів ринку є величина та структура сукупних заощаджень та інвестицій, кількість сегментів ринку і регіональне охоплення, загальний обсяг угод, частота й середній (мінімальний, максимальний) розмір угоди, середня кількість покупців та продавців і т. ін.

Економічні дані по Україні за 1993-1994 роки свідчать про зростання частки реальних сукупних заощаджень (з 7,6 до 11,23%) у ВВП і зменшення частки реальних сукупних (довгострокових) капіталовкладень (з 32,41 до 18,28%) у ВВП. Частка особистих заощаджень у коштах населення скоротилася з 35,5% у 1992 році до 21,0% у 1994 році¹. На наш погляд, зміни у заощадженнях та інвестиціях слід пояснювати зростанням номінальних розмірів ВВП, грошової маси, цін і процентних ставок та зменшенням їх реальних величин, що, у свою чергу, відображається на інвестиційних і фінансових рішеннях (див. таблицю 1).

У 1992-1994 роках мали місце також позитивні зміни у структурі сукупних заощаджень. Частка термінових вкладів у загальних вкладах юридичних осіб в банках поступово збільшувалась з 0,1376 (1992) до 0,1661 (1994); термінові вклади юридичних та фізичних осіб у загальних вкладах у банках зросли ще більше - з 0,1897 до 0,2828 відповідно². Сприятливі зміни у загальній величині та структурі внутрішніх заощаджень, зростання приватного сектора повинні стати умовами подальшого розвитку фінансових ринків України.

¹ Європейський центр макроекономічного аналізу України, Українські економічні тенденції, грудень 1995.

² Протягом періоду з січня по червень 1995 року середньомісячне зростання банківських вкладів становило 8%, у липні 1995 року - 13,8%.

Таблиця 1. Лінійні відносини і кореляційний аналіз окремих макроекономічних даних щоквартально із січня 1993 року по грудень 1995 року, Україна

Коефіцієнт кореляції вище 0.8	Коефіцієнт кореляції	Лінійні відносини	
		Константа	Коефіцієнт
Між номінальними видатками бюджету та номінальною грошовою масою (M2)	0.995990619	11571.6337	0.934152292
Між номінальними видатками бюджету та зростанням номінальної величини ВВП	0.99247481	-27110.6831	2.167283648
Між номінальними видатками бюджету та номінальною величиною кредитів НБУ	0.990925312	1137.16872	0.453303546
Між номінальним дефіцитом бюджету та номінальною грошовою масою (M2)	-0.958158833	10178.6464	-6.119416569
Між реальною величиною ВВП та реальною грошовою масою (M2)	0.982600702	-12.054569	1.337604276
Між реальною ставкою НБУ та реальними процентними ставками	0.941095567	0.05016774	1.084275067
Між зростанням номінальної величини видатків бюджету та рівнем інфляції (ІСЦ)*	0.867898173	-0.30640741	0.058621492
Між зростанням реальної величини видатків бюджету та номінальними процентними ставками	-0.829587638	0.22503551	-5.06028E-07
Між реальною величиною грошової маси (M2) та реальними процентними ставками*	-0.839453703	0.17130671	-0.01655
Між номінальною величиною грошової маси (M2) та номінальними процентними ставками**	-0.823171434	0.22536103	-4.8351E-07
Коефіцієнт кореляції 0.6-0.8			
Між зростанням реальних видатків бюджету та реальною величиною грошової маси (M2)***	0.726547	-6.05686609	2.0424558067
Між зростанням реальних видатків бюджету та реальними процентними ставками*	0.702681471	0.31848471	0.038948115
Між зростанням реальної величини видатків бюджету та зростанням реального ВВП	0.686146276	5.48772312	1.416952482
Між реальними процентними ставками та реальними заощадженнями	0.722002043	-1.46209181	21.59604003
*Зміни відображаються із запізненням в 1 квартал			
**Зміни відображаються із запізненням у 2 квартали.			
***Зміни відображаються із запізненням у 3 квартали.			

Незважаючи на окремі реформи, фінансові ринки у перехідний період не є великими і в обігу знаходиться незначна кількість цінних паперів. Так, наприкінці вересня 1995 року в Україні вартість випущених акцій становила 41.250 млрд. крб., або 249.5 млн. дол. США³ (46,28% від загальної вартості випущених цінних паперів), ощадних сертифікатів - 27.100 млрд. крб. (30,41%), державних облігацій - 14.935 млн.крб. (16,76%), інших цінних паперів - 5.844 млрд.крб. (6,56%). Загальна вартість випущених фінансових вимог (без урахування векселів) щодо номінального розміру ВВП не перевищувала 2,3%, в той час як у розвинутих країнах цей показник сягав 60-90% ВВП. У зв'язку з тим що цінні папери корпорацій, закладні та цінні папери держави являють собою найбільшу частину фінансового ринку, складна макроекономічна ситуація⁴, повільна приватизація та юридично обмежені права власності залишатимуться головною перешкодою до зростання національного фінансового ринку в найближчий час.

Нерівномірний розподіл фінансових ресурсів по країні, нестача професійних знань, недосконале законодавство та обмеження, що накладені органами державної влади на банки та інші фінансові установи, перешкоджають створенню єдиної системи фінансових ринків, і останні залишаються роздробленими з точки зору регіонів і доступу до різних ринкових інструментів. Так, Центральна (Київ і область) і Східна (Харківська, Донецька і Дніпропетровська області) частини України мають більш розвинуту інфраструктуру фінансових ринків порівняно із Заходом і Півднем країни.

Значна роздробленість ринків неминуче підвищує вартість угод, приводить до невірної розподілу ресурсів (підштовхує до операцій спекулятивного характеру), створює можливості для проведення арбітражних операцій і "пригноблює" бажану ринкову діяльність (середньострокові і довгострокові капіталовкладення в економіку). В Україні, наприклад, закордонні інвестори (портфельні інвестиції) віддають перевагу ощадним сертифікатам (18.295 млрд.крб. або 99,72% загальної вартості портфельних інвестицій у липні 1995 року), акціям та облігаціям українських підприємств, а місцеві інвестори, навпаки, - облігаціям (555 млрд. крб. або 80,24% загальної вартості іноземних цінних паперів в Україні у квітні 1995 року) і акціям (менше 76 млрд.крб., або 10,92% загальної вартості іноземних цінних паперів в Україні у квітні 1995 року) іноземних компаній. Вищенаведені дані можуть свідчити про існування попиту на відносно надійні і прибуткові довгострокові портфельні інвестиції, що так і не були знайдені на внутрішніх ринках.

³ У вересні 1995 року середній офіційний обмінний курс становив 165,360 крб. за 1 дол. США.

⁴ Очікується, що реальна величина ВВП досягне рівня 1989 року у 2005 році або пізніше.

Ліквідність ринку

Ліквідність сприймається як спроможність ринку вбирати в себе і торгувати великою кількістю цінних паперів за низьких додаткових витрат та без суттєвих коливань цін і доходів. До факторів, які можуть впливати на ліквідність ринку, належать: частота та обсяг угод, різноманітність, адекватність і цілеспрямованість (тобто здатність відповідати особливим вимогам власників і споживачів капіталу) цінних паперів, засоби їх розміщення, готовність учасників ринку формувати ціни, співвідношення між ринковими і неринковими інструментами, доступ до інших фінансових ринків, до різного роду платіжних та кредитних інструментів, кількість фінансових установ, що беруть участь в угоді, середня кількість угод із розрахунку на одну фінансову установу і т. ін.

Малі фінансові ринки, як правило, менш ліквідні, ніж великі. У перехідний період на таких ринках часто домінує невелика кількість типів цінних паперів і декілька фінансових установ. В Україні, наприклад, державні цінні папери (облігації внутрішньої державної позики) стали другою великою групою фінансових інструментів з номінальною вартістю 42.087.8 млрд. крб. наприкінці лютого 1996 року. На первинному ринку цих паперів домінують декілька крупних банків⁵ або їх дочірні компанії. Щодо швидкого зростання ринку державних цінних паперів, то пояснити це можна високим попитом на надійні капіталовкладення з досить високим рівнем доходу і відповідною пропозицією облігацій з боку держави.

Певна кількість цінних паперів купується і продається на вторинному ринку: фондовій(их) біржі(ах) або позабіржовому ринку цінних паперів. У 1995 році в Україні, наприклад, торгівля окремими видами цінних паперів на Українській фондовій біржі (УФБ) була відносно невеликою і нестабільною: середній розмір угоди коливався від 1.554 млн.крб. (22.08.1995 р.) до 4.418 млн.крб. (17.10.1995 р.), а кількість угод, що реєструвались щоденно, від 6 до 15. Крім того, мало місце істотне відхилення максимального і мінімального розмірів угод від їх середніх показників.

Позабіржовий ринок цінних паперів в Україні складається приблизно із 40 акцій, облігацій та інших видів фінансових інструментів, торгівля якими провадиться більш-менш регулярно. Номінальна вартість цих цінних паперів - 250 - 1.050.000 крб. Крім того, в Україні обертається понад 370 різних фінансових інструментів (виpusнених приблизно 350 компаніями), які час від часу продаються і купуються на позабіржовому ринку. Кількість торговців на цьому ринку - банківських та небанківських компаній та установ - досягає 114.

Фінансові ринки в економіці перехідного періоду не відзначаються

⁵ Наприклад, банк "Україна" придбав понад 60% облігацій на 12-му аукціоні, 55 - на 13-му, 75 - на 14-му та 70% - на 15-му аукціоні.

складністю операцій, що здійснюються там, і мають обмежену кількість фінансових інструментів. Поряд із цим інвестори беруть участь в операціях обміну грошовими потоками (swaps) і торгівлі похідними цінними паперами, тобто опціонними та ф'ючерсними контрактами на покупку/продаж акцій компаній і державних облігацій, але найчастіше провадиться торгівля звичайними та привілейованими акціями, облігаціями компаній і держави, інвестиційними сертифікатами. Можливо, у недалекому майбутньому пожвавлення економіки і сприятливі зміни у законодавчій базі сприятимуть появі на ринку і деяких інших видів фінансових інструментів: банківських акцептів, комерційних паперів (commercial papers) та цінних паперів, забезпечених закладними листами (mortgage backed securities).

Усталеність ринку

Усталеність - важлива риса будь-якого фінансового ринку, вона відіграє значну роль у процесі прийняття рішень про капіталовкладення.

У перехідний період вартість капіталовкладень держави, компаній та населення значно більше, ніж до цього, підвладна впливу цін на товари та послуги, процентних ставок, темпів інфляції тощо. У цей час багато економічних агентів не встигають чи не можуть пристосуватися до нових правил гри. Навіть якщо окремі особи (враховуючи державні установи) здатні швидко приймати інвестиційні рішення, неусталеність ринку їх не тішить.

Для усталеності фінансового ринку потрібна певна кількість (і відповідний обсяг випуску) фінансових інструментів, торгівля якими провадилася б регулярно і за умов відносно стабільного попиту та пропозиції. Однак в економіці перехідного періоду лише незначна частка цінних паперів компаній продається і купується регулярно. У зв'язку з тим що перспективи швидкого розвитку саме цього ринку найближчим часом уявляються досить скромними, регулярна торгівля державними цінними паперами надаватиме фінансовому ринку певної стабільності.

До показників усталеності ринку можна віднести середньорічні (середньоквартальні, середньомісячні) темпи зростання обсягів торгів на ринку, коливання ціни та рівня доходності певних типів фінансових активів, середньорічне (середньомісячне) збільшення індексів вартості акцій та облігацій і т. ін.

Ефективність ринку

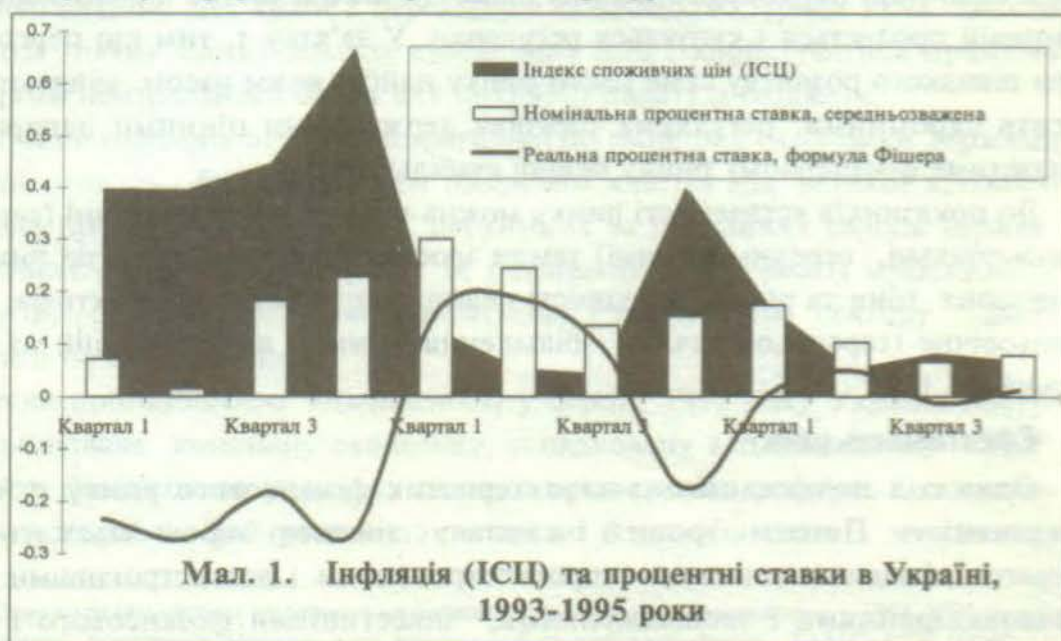
Однією з найважливіших характеристик фінансового ринку є його ефективність. Потоки грошей і капіталу значною мірою залежать від вірного співвідношення між короткостроковими і довгостроковими капіталовкладеннями і заощадженнями, інвестиціями фінансового і не-

фінансового секторів. Прийнятними кількісними показниками ефективності ринку можна вважати співвідношення між сукупними капіталовкладеннями (заощадженнями) і ВВП, між сукупними капіталовкладеннями і заощадженнями, між внутрішніми і зовнішніми капіталовкладеннями, між загальним обсягом торгів і загальною величиною активів фінансової системи, між лідерами (5-10 найбільш могутніх з точки зору активів і торгівлі цінними паперами фінансових установ) фінансової системи, середню величину реальних процентних ставок, витрати і маржу в розрахунку на одну угоду тощо.

Крім цього можна виділити деякі якісні характеристики ефективності ринку: доступ до кредитів та різних платіжних систем, міра державного втручання, наявність конкуренції, можливості проведення операцій страхування фінансових ризиків (hedging) та арбітражних операцій, використання тих чи інших стандартів бухгалтерської звітності і т. ін.

У багатьох випадках перехід від командної до ринкової економіки викликав суттєві зміни у співвідношенні між споживанням і заощадженнями, між державними і приватними (або недержавними) інвестиціями. В Україні, наприклад, частка реальних капіталовкладень у ВВП значно скоротилась - із 32,41% у 1993 році до 9,85% у 1995 році. Частка прямих державних капіталовкладень у загальному обсязі капіталовкладень зменшилась до 24,84% у 1995 році. Але це не дивно, бо реальні процентні ставки в Україні протягом тривалого часу були й залишаються негативними (мал.1).

Звичайно, вищенаведені факти відображають складну макроекономічну ситуацію в Україні у 1992-1995 роках, але вони також свідчать про те, що у найближчому майбутньому фінансовим ринкам належатиме ще важливіша роль у перерозподілі фінансових ресурсів.



Міра конкуренції

Конкуренція - наріжний камінь ефективного фінансового ринку. Показниками ринкової конкуренції часто можуть бути: загальна кількість фінансових установ, частка кожної окремої установи у загальному обсязі торгівлі, середня величина фінансових активів власного капіталу в розрахунку на одну установу, тіснота зв'язків між фінансовими установами й окремими сегментами ринку, кількість фінансових установ у регіоні (або галузі) і т. ін.

На фінансових ринках у перехідний період часто переважають колишні державні банки, які користуються своїм монопольним положенням в окремих галузях або регіонах. В Україні, наприклад, у 1994 році у фінансовій (банківській) системі домінували три гіганти: Промінвестбанк, Укрсоцбанк (17,3% загальних активів банківської системи) і банк "Україна" (35,4% загальних активів). Загальнонаціональна мережа відділень, великі розміри власного капіталу, широка клієнтура та різноманітні форми урядової підтримки дозволяють цим трьом фінансовим установам зберігати свої лідерські позиції у фінансовій системі і сьогодні.

Ризик

Десятиріччя існування командної економіки та суперечливий характер економічних реформ викликали суттєве викривлення попиту та пропозиції товарів і послуг, заощаджень і капіталовкладень у країнах з перехідною економікою. Це зробило товарні і, особливо, фінансові ринки у цих країнах дуже ризикованими і непередбаченими. Серед найвідоміших типів ризику тут слід назвати ризик втрати капіталу, ризик зниження купівельної спроможності, валютний ризик, галузевий ризик, регіональний ризик, ризик невиконання зобов'язань тощо.

РЕФОРМИ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРА В УКРАЇНІ У ПЕРЕХІДНИЙ ПЕРІОД

Перший етап реформ у фінансовому секторі у більшості країн з перехідною економікою полягав у тому, що необхідно було пристосувати банківську систему до нової політичної та економічної ситуації і таким чином створити первинний ринок акцій та облігацій. Головна мета другого етапу реформ фінансового сектора - сприяти створенню небанківських фінансових посередників і стимулювати розвиток вторинних фінансових ринків.

Утворення фінансових ринків в Україні проходить у дуже несприятливій економічній ситуації. Звісно, що перехід від адміністративної економіки до ринкової завжди пов'язаний з фундаментальними змінами, які є болісними і потребують значних економічних і соціальних витрат, але повільні темпи економічних реформ, невдала грошово-кредитна і фінан-

сова політика уряду призвели нашу країну в 1993 році до краю економічного краху, річні темпи інфляції досягли дуже високого рівня - 10,155%⁶. З того часу були прикладені певні зусилля, направлені на обмеження темпів інфляції, і в 1995 році річні темпи інфляції склали приблизно 180%. Але згідно із стандартами МВФ і ВБРР досягнутий рівень інфляції не вважається задовільним, і він є серйозною перешкодою до економічної стабілізації нашої держави у найближчому майбутньому. Крім того, інфляція в Україні носить сезонний характер (осінньо-зимові піки, викликані виплатами державним установам і зростанням кредитів сільському господарству влітку та восени 1992-1995 років⁷) і заохочує лише короткострокові капіталовкладення (див. мал. 1).

Високі темпи інфляції в Україні супроводжувалися постійним зниженням обсягів виробництва, і як результат - у 1995 році ВВП (в порівнюваних цінах) дорівнював 43% своєї величини у 1989 році⁸. З того часу ситуація не дуже змінилася, і в 1995 році приблизно 20% підприємств (замість 12,5% у 1994 році) повідомили про свої збитки загальною сумою 47.900 млрд. крб. Зменшення виробництва на підприємствах державного сектора - головна причина скорочення ВВП у згаданому періоді.

Суттєве зменшення розмірів ВВП сприяло скороченню сукупних реальних заощаджень і капіталовкладень. У 1989 році заощадження населення покривали, у середньому, річні витрати, в той час як у 1992 році і пізніше заощаджень вистачало лише для покриття витрат населення протягом одного-двох місяців. Зниження купівельної сили національної грошової одиниці призводило до того, що значна частина сукупних заощаджень приймала форму вкладів в іноземній валюті.

ЗАСТОСУВАННЯ МОДЕЛІ IS-LM-BP ДО СИТУАЦІЇ В УКРАЇНІ

Незважаючи на те що деякі особливості планової економіки потребують спеціального застереження, відома модель сукупного попиту і пропозиції на товарному та грошовому ринках (модель IS-LM) може, за нашою думкою, застосовуватися для аналізу економічної ситуації в Україні наприкінці 80-х і на початку 90-х років. Наш аналіз заснований на тому припущенні, що командна економіка - це замкнута економіка і: 1) адміністративні розпорядження мають перевагу над економічно вигідними рішеннями; 2) в економіці домінує державний сектор і понад 80% ресурсів та готової продукції продаються відповідно до планів окремих галузей і підприємств за державними цінами (вид первинного ринку); 3) маленькі

⁶ Звіт ЄБРР про перехід до ринку (EBPD Transition Report), 1995, с. 186.

⁷ У липні 1995 року грошова маса (M2) збільшилась на 40 трлн. крб. (15%).

⁸ Звіт ЄБРР про перехід до ринку (EBPD Transition Report), 1995, с. 185.

та ізолювані ринки деяких товарів (як сировини, так і готової продукції) існують у межах галузей і регіонів, між різними підприємствами та населенням (вид вторинного ринку, або "тіньова" економіка); 4) державні ціни (первинний ринок) відображають не реальний попит і пропозицію на товари і послуги, а лише собівартість їх виробництва; 5) річний рівень інфляції дуже низький; 6) крім грошей та кредитів/вкладів, у банках не існує ніяких інших великих груп фінансових активів; 7) люди мислять раціонально; 8) при аналізі всі показники розглядаються як реальні (а не номінальні) величини.

За умов відносно невеликих розмірів "тіньової" економіки⁹ держава може досягти суворого адміністративного контролю над сукупними доходами і видатками, бо вона регулює номенклатуру сировини і готової продукції, ціни (собівартість та рівень рентабельності), обсяг реалізації, стандарти якості та інші показники роботи галузей та окремих підприємств. За планової економіки держава може визначати навіть загальну суму і структуру ВВП, у тому числі обсяги споживання і заощаджень.

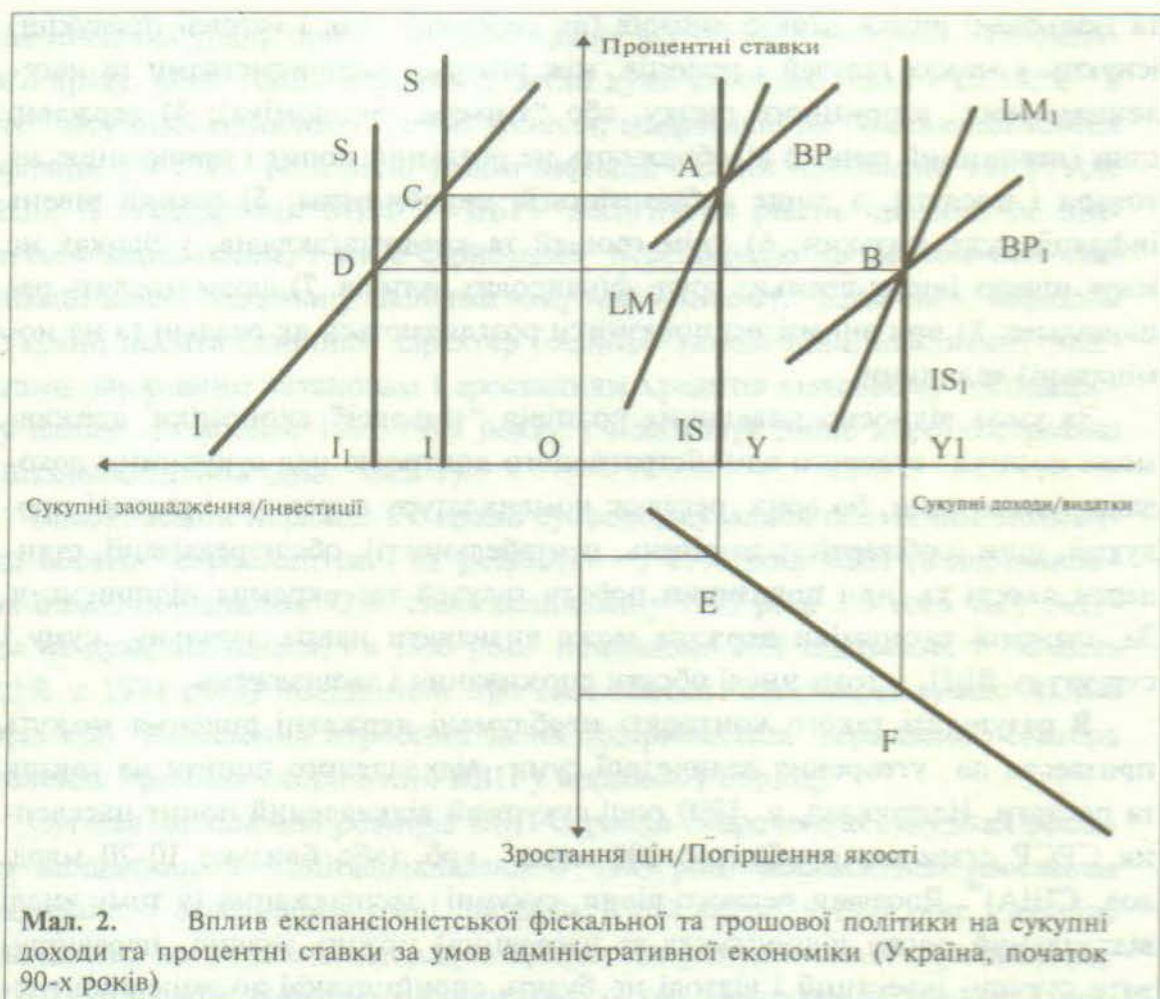
В результаті такого контролю необдумані державні рішення можуть призвести до утворення величезної суми відкладеного попиту на товари та послуги. Наприклад, у 1990 році сукупний відкладений попит населення СРСР становив приблизно 200 млрд. крб. (або близько 10-20 млрд. дол. США)¹⁰. Досягши певного рівня, сукупні заощадження (у тому числі відкладений попит підприємств та населення) можуть значно перевищувати сукупні інвестиції і відтоді не будуть сприйнятливі до змін процентних ставок. Відповідно крива заощаджень, що розташована у квадранті 2 (мал. 2), буде вертикальною (або майже вертикальною).

Вищезгадані обставини, а також монопольне положення багатьох державних підприємств, невеликі пропорції боргових зобов'язань у загальній сумі капіталу підприємств, несприятливий режим для процентних видатків на початку 90-х років призвели до того, що зміни реальних процентних ставок не впливали на попит та пропозицію на товарних і грошових ринках. Саме тому крива IS, що відображає співвідношення між інвестиціями та заощадженнями для певного рівня процентних ставок, матиме вертикальне (або майже вертикальне) положення на графіку IS-LM (квадрант 1, мал. 2).

Якщо до того ж враховувати, що, з одного боку, видатки на оплату праці, які майже завжди сплачувались готівкою, складали близько 68,1% у 1992 році, а з іншого - облігації внутрішньої державної (лотерейної і

⁹ За розрахунками МБРР (Всесвітнього банку), у 1989 році "тіньова" економіка в Україні досягла 13,6% обсягу офіційного ВВП.

¹⁰ У 1990 році сукупні заощадження та залишки грошей на руках у населення дорівнювали 500 млрд.руб., плюс 41 млрд.руб., що були вкладені у державні облігації та угоди про страхування.



цільової) позики СРСР, що були продані підприємствам і населенню, мали обмежену сферу обігу, то готівка і вклади до запитання на той час були найбільшою групою грошових фінансових активів (умовно “гроші”), а державні облігації і строкові вклади у банківських установах складали відносно невелику групу негрошових фінансових активів (умовно “облігації”), які дозволялось мати основній масі фізичних та юридичних осіб. Таким чином, на початку 90-х років українська економіка була переважно “грошовою” економікою і не мала якої-небудь іншої великої групи фінансових активів.

Треба зазначити, що більшість населення та підприємств зберігали залишки грошових коштів на поточних рахунках або готівкою для купівлі товарів і послуг, для здійснення можливих та запланованих поточних платежів, тобто у суспільстві переважали мотиви здійснення угод та мотиви обережності. Відповідно у 1992 році залишки грошових коштів поза банківської системи складали 19,13% сукупної грошової маси (M2). Разом із цим окремі підприємства, фінансові установи та значна частина населення тримали частину своїх коштів на строкових рахунках та в облігаціях з ме-

тою одержання процентів по них, тобто мали мотиви отримання додаткового доходу.

Вищезазначені економічні умови, а також слабкі мотиви отримання будь-якого додаткового доходу по "облігаціях" і перевага адміністративних розпоряджень над економічно обґрунтованими рішеннями призвели до того, що зміни у процентних ставках не мали суттєвого впливу на розмір реальних залишків грошових коштів підприємств та населення, тобто крива LM, що відображає співвідношення між вимогами ліквідності і додатковими доходами від інвестицій на грошовому ринку при певному рівні процентних ставок має достатньо великий кут нахилу відносно осі OY (див. квадрант I, мал. 2).

Вертикальне положення кривої IS і крутий нахил кривої LM відображають такий стан речей, коли фіскальна політика держави, і насамперед зміни обсягів та структури державних витрат є єдиною можливістю збільшення (зменшення) рівня сукупного доходу країни (або умовно ВВП) у найближчому майбутньому. А в більш далекому майбутньому на рівень сукупного доходу можуть впливати зміни незалежних компонентів доходу (частково споживання, імпорт і т. ін.). За таких обставин грошова політика уряду, тобто збільшення або зменшення сукупної грошової маси не може істотно вплинути на величину сукупного попиту, а замість цього призводить лише до зниження або зростання реальних процентних ставок.

За умов первісної рівноваги на товарному і грошовому ринках (точка А, квадрант I) зниження реальних процентних ставок, що насправді було викликано збільшенням бюджетних витрат і грошової маси в економіці СРСР і України у 80-90-х роках¹¹, спричиняє переміщення кривих IS і LM у нове положення рівноваги (точка В, квадрант I). Постійне і значне зростання пропозиції грошей та жорстке регулювання цін у СРСР і Україні на рубежі 80-90-х років призвели до утворення величезного дефіциту на товарному ринку і прискорили розвиток "тіньової" економіки. За розрахунками експертів Світового банку, "тіньова" економіка у 1995 році в Україні складала від 50 до 100% офіційного ВВП, тоді як у 1991 році вона дорівнювала приблизно 30% відповідно¹².

За умов вертикального положення кривої IS і крутого нахилу кривої LM у нашій моделі адміністративної економіки постійне і значне збільшення грошової маси неминує зведе рівень реальних процентних ставок до дуже низької або навіть негативної величини¹³. Однак зниження реальних процентних ставок не обов'язково супроводжуватиметься змен-

¹¹ Протягом 1990-1994 років номінальна грошова маса збільшилась у 4602 рази.

¹² За оцінкою МБРР.

¹³ У січні 1993 року середній рівень реальних процентних ставок в Україні був негативним: -37.5% - за кредитами, - 40% - за вкладами.

шенням номінальних процентних ставок, замість цього можуть знижуватися вимоги, що пред'являються банками до надання позик. Подібно до того зріст номінальних цін може бути незначним, а замість цього падає пропозиція та/або погіршується якість товарів та послуг. Саме це мало місце у випадку з СРСР і Україною наприкінці 80-х і на початку 90-х років. У нашій моделі зміни у цінах/якості відображені просуванням з точки Е у точку F уздовж кривої ціни/якість (квадрант 4).

При побудові моделі адміністративної економіки до розглянутих нами кривих IS і LM ми можемо також додати криву BP, що відображає баланс між товарними та грошовими потоками (платіжний баланс) у сфері зовнішньоекономічної діяльності за даного рівня сукупних доходів та видатків у економіці. У нашому випадку крива BP досить крута, бо текучість капіталу за умов планової економіки, як правило, є дуже низькою і зміни процентних ставок мають набагато менший вплив на товарні потоки, ніж на потоки капіталу¹⁴.

Збільшення сукупних видатків (насамперед видатків Державного бюджету) і грошової маси звичайно стимулює імпорт товарів і послуг, що за умов незмінних або менших обсягів експорту означає збільшення негативного сальдо зовнішньої торгівлі. Негативний зовнішньоторговельний баланс та незмінне співвідношення між притоком та відтоком капіталу сприяє утворенню дефіциту платіжного балансу країни. У рамках нашої моделі зростання дефіциту платіжного балансу призводить до переміщення кривої BP вниз паралельно собі у нове положення рівноваги (точка В).

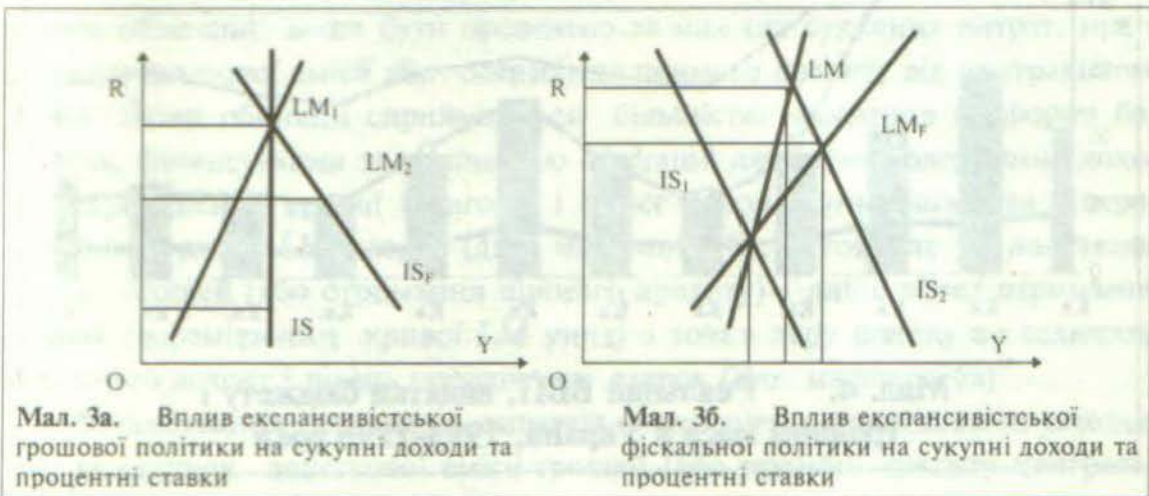
Згідно з моделлю зниження реальних процентних ставок стимулює нові реальні інвестиції з низькою ставкою внутрішньої доходності (IRR) і невисокою (або навіть негативною) чистою поточною вартістю (NPV). Графічно це може бути відображено рухом від точки С до точки D уздовж кривої реальних інвестицій/заощаджень у квадранті 2 (див. мал. 2). Величезні розміри "дешевих" капіталовкладень і традиційно довгі строки будівництва за умов планової економіки збільшували обсяги незавершеного будівництва та сприяли безупинному зростанню відкладеного попиту з боку підприємств і населення, бо наявні у суспільстві матеріальні та фінансові ресурси використовувались неефективно.

Якщо вертикальне положення кривої IS і крута позиція кривої LM - правдива модель адміністративної економіки на рубежі 80-90-х років, то у розпорядженні уряду СРСР і уряду України була обмежена кількість можливих варіантів подальшого економічного розвитку. За тих умов розвиток внутрішнього фінансового ринку зробив би товарні та грошові ринки більш сприйнятливими до змін реальних процентних ставок.

¹⁴ У 1992 році Україна мала негативне (-621 млн. дол. США) сальдо зовнішньої торгівлі через негативне (-1,122 млн. дол. США) сальдо торгівлі з країнами колишнього СРСР, що було викликано імпортом палива та енергії.

Коли державні та приватні підприємства отримують і використовують юридичні права на випуск пайових і боргових цінних паперів, вони можуть збільшувати свій капітал незалежно від держави, тобто багато нових капіталовкладень можуть бути незв'язаними з ростом державних видатків. Крім цього, на результати діяльності підприємств (і цілком товарний ринок) значний вплив справлятиме рух реальних процентних ставок. Більше того, нові фінансові інструменти (акції та облігації компаній) поглинули б певну суму заощаджень і допомогли б змінити структуру відкладеного попиту в економіці. У моделі IS-LM зростання сприйнятливості ринку товарів до зміни реальних процентних ставок може бути відображено більш похилою кривою IS - кривою ISF (мал. 3а).

З іншого боку, розвиток ринку державних паперів і вторинного ринку цінних паперів корпорацій сприяв би створенню великої групи негрошових активів. Утворення останньої відкрило б нові можливості одержання додаткового інвестиційного доходу підприємствами і населенням і дозволило б грошовому ринку стати більш сприйнятливим до змін у процентних ставках. За допомогою моделі IS-LM подальше зростання сприйнятливості грошового ринку до змін у реальних процентних ставках може бути відображено більш похилою кривою LM - кривою LMF (мал. 3б).



У загальному випадку, чим більш похилою є крива IS та/або крива LM, тим більш ефективною може бути грошово-кредитна та/або фінансова політика уряду. На мікрорівні велика частина юридичних та фізичних осіб перестає залежати від держави з точки зору управління і фінансування і може своєчасно реагувати на зміни кон'юнктури. Таким чином, розвиток фінансового ринку значно полегшив би перехід від командної економіки до ринкової.

Уряд України, на жаль, не зважувався замінити систему адміністративного контролю за попитом і пропозицією і використовував фінансову і грошову політику для того, щоб підтримувати status quo в економіці.

Зрозуміло, що ніяка держава (принаймі, Україна) неспроможна підтримувати підприємства державного сектора протягом тривалого часу за рахунок емісії та без істотних змін у відносних цінах на товари та послуги. Емісії початку 90-х років, поступова відмова від контролю за цінами (враховуючи проценти по банківських позиках), послаблення обмежень на зовнішню і внутрішню торгівлю і величезна сума відкладеного попиту спричинили гіперінфляцію, гігантські й миттєві збитки для споживачів і власників заощаджень¹⁵. Це значною мірою призупинило розвиток фінансового ринку України.

ДЕРЖАВНІ ОБЛІГАЦІЇ І ДЕРЖАВНІ ВИДАТКИ

Як і в багатьох інших країнах колишнього СРСР, значна частина державних видатків в Україні фінансується за рахунок збільшення сукупної грошової маси і кредитів Національного банку (мал. 4).



Мал. 4. Реальний ВВП, видатки бюджету і грошова маса в Україні, 1993-1995 роки

В Україні у 1993 році за рахунок прямих кредитів Національного банку фінансувалося близько 14,11% державних видатків, а в 1994 році - 19,92% (мал. 5).

Відповідно частка урядових довгострокових позик у загальній сумі позик НБУ швидко зросла з 53,64% (1993) до 86,01% (1994); частка державних боргових зобов'язань у загальній величині банківських позик збільшилась у вищеназваний період з 25,08 до 46,67%. Значні розміри прямих кредитів уряду (у даному випадку Міністерству фінансів) створюю-

¹⁵ У 1995 році реальна величина середньорічного доходу населення становила 25% від рівня 1990 року.

ють недостачу кредитних ресурсів у фінансовій системі і заважають НБУ провадити ефективну грошово-кредитну політику.



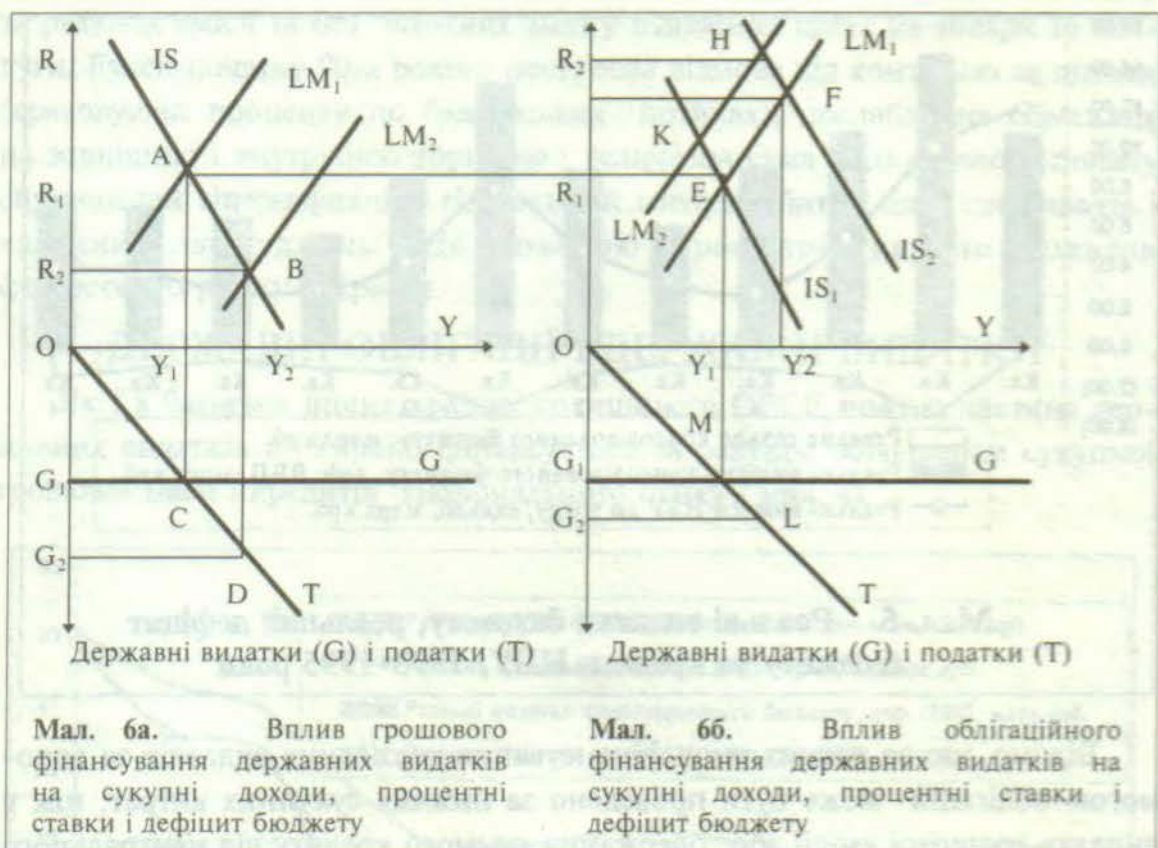
Мал. 5. Реальні видатки бюджету, реальний дефіцит бюджету та кредити НБУ, 1993-1995 роки

Відомо, що за певних умов фінансування державних видатків за допомогою облігацій може бути проведено за нижчих сукупних витрат, ніж у випадку грошової емісії або одержання прямого кредиту від центрального банку. Якщо облігації сприймаються більшістю населення як форма багатства, фінансування за допомогою облігацій дає ефект одержання доходу (переміщення кривої IS вгору) і ефект накопичення багатства (переміщення кривої LM вгору) (див. малюнок 6б), в той час як додаткова емісія грошей (або отримання прямого кредиту) - лише ефект отримання доходу (переміщення кривої LM униз) з точки зору впливу на величину сукупного доходу і рівень процентних ставок (див. малюнок 6а)¹⁶.

Фінансування державних видатків, непокритих податковими доходами, за рахунок додаткової емісії грошей (або прямого кредиту центрального банку) буде переміщувати стан рівноваги товарних і грошових ринків з точки А, що відображає величину реального сукупного доходу Y_1 та рівень реальних процентних ставок R_1 , у точку В, що відображає величину реального сукупного доходу Y_2 і рівень реальних процентних ставок R_2 , у відомій нам моделі IS-LM. Збільшення грошової маси (переміщення кривої LM униз), що покликано покрити державні видатки у теперішній час, стане причиною підвищення податків (G2G1) у недалекому майбутньому. У протилежному випадку, тобто без підвищення податків,

¹⁶ Див.: Stevenson A., Muscatelli V., Gregory M., Macroeconomic Theory and Stabilisation Policy. - London: Philip Allan; Barnes & Noble Books, 1988. - P. 193.

уряд не одержить ту ж саму реальну величину доходів у зв'язку із знеціненням грошей.



При фінансуванні державних видатків за рахунок випуску облігацій реальна величина сукупного доходу Y_1 і реального рівня процентних ставок R_1 опиняться у новому стані рівноваги Y_2 і R_2 за рахунок поєднання ефекту отримання доходу і накопичення багатства¹⁷. Звичайно, ця комбінація може мати різні результати, бо багато що залежить від сприйнятливості товарного та грошового ринків до змін процентних ставок і від того, якою мірою облігації є формою накопичення багатства, але у загальному випадку фінансування за рахунок облігацій дозволяє зменшити дефіцит бюджету (G_2G_1) порівняно з додатковою емісією грошей (або прямими кредитами центрального банку). Однак випуск облігацій не виключає того, що врешті-решт дефіцит бюджету (або державний борг) має покриватися за рахунок нових податкових доходів.

Таким чином, за всіх інших умов випуск державних цінних паперів для фінансування державних видатків у перехідний період здається при-

¹⁷ Ефект отримання доходу - це збільшення державних видатків (переміщення кривої IS вгору), що супроводжується зростанням сукупного реального доходу і підвищенням реальних процентних ставок; ефект накопичення багатства - це зменшення грошової маси (переміщення кривої LM вгору), що викликане сприйняттям облігацій як форми багатства і супроводжується зменшенням сукупного реального доходу та підвищенням реальних процентних ставок.

вабливішим порівняно з ростом грошової маси за рахунок емісії або кредитів центрального банку, бо: розміщення цінних паперів дозволяє уряду фінансувати свої видатки без збільшення сукупної грошової маси; продаж цінних паперів часто є дешевшим шляхом (порівняно із зростанням податкового тягаря або грошової маси) фінансування державних видатків; ринок державних цінних паперів є складовою національних фінансових ринків; випуск цінних паперів дозволяє уряду пристосувати структуру і час позичок до своїх теперішніх і майбутніх потреб; активна торгівля державними цінними паперами сприяє зменшенню різниці між ринковими ставками залучення і надавання у позику грошових ресурсів і зниженню витрат фінансових посередників; обіг державних цінних паперів сприяє росту ліквідності і гнучкості економіки в цілому; існування добре розвинутих вторинних ринків дає можливість використовувати державні цінні папери при проведенні грошової політики центрального банку країни; розвиток первинних і вторинних ринків державних цінних паперів дозволяє уряду певною мірою контролювати високі темпи інфляції; обіг державних цінних паперів відповідає наявним міжнародним стандартам і робить національну економіку більш стабільнішою і привабливішою для іноземних інвесторів.

Одночасно є певні недоліки інтенсивного використання продажу цінних паперів для фінансування державних видатків, наприклад:

- нові випуски державних цінних паперів можуть збільшувати державний борг і, таким чином, переносити частку фінансового тягаря на майбутні покоління; розвиток первинних та вторинних ринків державних цінних паперів може викликати небажаний розподіл фінансових ресурсів і мати негативний вплив (ефект витіснення інших інвестицій) на розвиток інших фінансових ринків країни; величезні суми позик можуть призвести до зростання номінальних процентних ставок і зробити видатки бюджету сприйнятливішими до змін процентних ставок; використання цінних паперів послаблює бажання уряду та інших органів влади контролювати свої видатки і, крім того, може збільшити залежність уряду від своїх кредиторів. Обіг державних цінних паперів в Україні так чи інакше регулюється Цивільним кодексом України (1961), законами України "Про власність" (1991), "Про цінні папери і фондову біржу" (1991), "Про заставу" (1992).

Текст Закону України "Про цінні папери і фондову біржу" дуже стислий, і органам влади надано право вільно трактувати чинне законодавство і приймати багато підзаконних актів, що регулюють велику сферу фінансових ринків.

Навіть якщо така практика була б виправдана на початку 90-х років, на теперішній час існує гостра потреба мати професійно написаний За-

кон, який має визначити у подробицях принципи та процедури випуску, розміщення, обігу цінних паперів в Україні і отримання доходу від операцій з ними.

Ринок облігацій внутрішньої державної позики

Відповідно до Закону України "Про цінні папери і фондову біржу" центральні та місцеві органи влади мають право випускати два типи цінних паперів: облігації внутрішньої позики і казначейські зобов'язання¹⁸.

Первинний ринок облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), що випускаються урядом України, - швидко зростаючий сегмент національного фінансового ринку. Ще до початку травня 1996 року ОВДП були звичайними, іменними, купонними облігаціями номінальною вартістю 100 млн. крб., що випускались у формі запису на рахунках і забезпечували поквартальну виплату процентів. Ці облігації продавались комерційним банкам пакетами (траншами) на аукціонах, що провадились Національним банком України та Міністерством фінансів України. На початку травня 1996 року ОВДП перетворилися на безпроцентні облігації, які продаються із знижкою від своєї номінальної вартості 10 млн. крб.

Із самого початку юридичне право визначення характеристик ОВДП було надано Кабінету Міністрів України, який своєю постановою визначає розмір випуску, час погашення, величину номінального доходу, форму і частоту виплат доходу та суми боргу за ОВДП. НБУ як офіційний агент уряду відповідає за розміщення цього виду цінних паперів.

На сьогодні первинний ринок ОВДП не має офіційних дилерів, і комерційні банки - це єдині установи, які можуть брати участь у аукціонах, за допомогою яких відбувається розміщення ОВДП. Процес планування і проведення аукціонів вимагає активної участі НБУ, і в майбутньому останній буде перевантажений підготовкою і проведенням аукціонів, обробкою та оцінкою даних про розміщення ОВДП.

Саме тому є велика потреба у створенні інституту офіційних дилерів державних цінних паперів. Цілком природно, що функції офіційних дилерів покладуть на себе найбільші комерційні банки, і насамперед колишні державні.

За період з 10 березня 1995 року по 29 лютого 1996 року за безпосередньою участю НБУ було організовано 42 аукціони для розміщення ОВДП (мал. 7).

Останні 32 аукціони відбувались кожного тижня, але з точки зору строків погашення облігацій вони провадились досить нерегулярно. Для багатьох інвесторів це заважає плануванню купівлі та продажу ОВДП. З

¹⁸ Казначейські зобов'язання можуть бути випущені лише центральним урядом.

іншого боку, невдале планування продажу ОВДП призводить до зниження середнього строку погашення або зниження ціни облігацій на первинному ринку і до незбігу (з точки зору часу і сум) надходжень і видатків, що пов'язані з ОВДП.



Мал. 7. Пропозиція та попит (продаж) на ОВДП в Україні у 1995-1996 роках, за аукціонами

Графічний аналіз свідчить про дуже велику залежність квартальної ставки внутрішньої доходності¹⁹ (СВД), що розрахована виходячи із встановленої ціни відсікання (ЦВ) на облігації, від поточної середньомісячної ставки НБУ, а також від середньомісячної до погашення (СДП) ставки НБУ (мал. 8). Це може бути свідченням того, що інвестори і Міністерство фінансів України використовують облікову ставку НБУ як основу для формування ціни/доходу за ОВДП. З іншого боку, місцеві та іноземні інвестори сприймають облігації як серйозну альтернативу міжбанківському ринку кредитів.

Наприкінці лютого 1996 року в обігу знаходилось близько 418.800 облігацій, розміщення яких дало можливість одержати більше 50.530 млрд.крб. сукупних надходжень і приблизно 23.370 млрд. крб. чистих надходжень, тобто сукупні надходження за вирахуванням процентних виплат і погашених сум (мал. 9). У 1995 році за рахунок сукупних надходжень від розміщення облігацій вдалося покрити 1,43% державних видатків і 8,69% річного бюджетного дефіциту. Це повністю відображає плани уряду щодо розширення ринку ОВДП. У планах на 1996 рік чисті надходження від розміщення ОВДП повинні скласти приблизно 200.000 млрд. крб., тобто близько 50% річного бюджетного дефіциту.

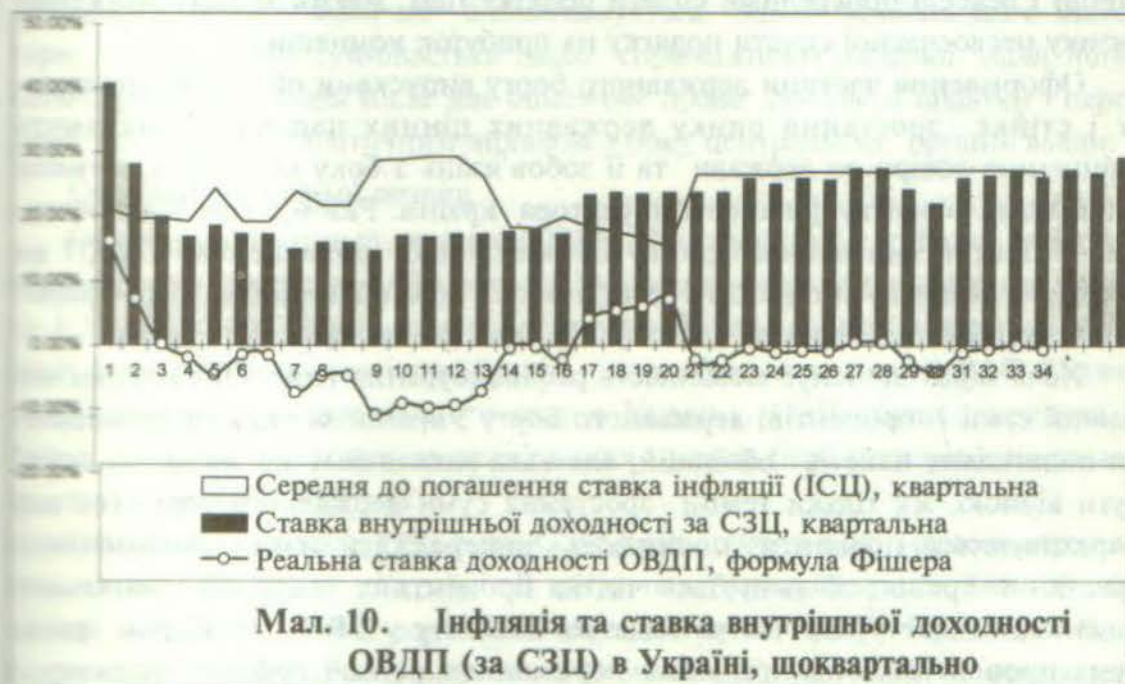
¹⁹ Internal Rate of Return.i



На початку 1996 року обсяги щотижневого розміщення облігацій були відносно постійними і зростали кожного разу у середньому на 17,5%, однак подальший розвиток ринку ОВДП і досягнення запланованого на 1996 рік обсягу розміщення вимагають від Міністерства фінансів України і Національного банку України більш ретельного планування продажу ОВДП. Зрозуміло, що одним із варіантів розміщення облігацій може бути продаж декількох пакетів облігацій з різними строками погашення (3,6,9 і

12 місяців) за допомогою одного-двох аукціонів, що проводяться протягом одного тижня, замість розміщення цінних паперів з різними строками погашення на окремих аукціонах, що відбуваються протягом кількох тижнів. У такому випадку "змішане" (за строками) розміщення облігацій забезпечує рівномірні виплати процентів та суми боргу, що, в свою чергу, дозволить інвесторам і державі краще планувати свої видатки і надходження. Крім того, "змішане" розміщення дасть можливість скоротити пропозицію цінних паперів з певним строком виплат і за умов незмінного попиту встановити більш високу ціну купівлі (знизити доходність) облігацій, а також зменшити вплив сезонних інфляційних очікувань на ціни і доходність облігацій між двома сусідніми аукціонами.

ОВДП привертають увагу комерційних банків та їх клієнтів тим, що вони є досить безпечним і відносно доходним інструментом короткострокових інвестицій на пільгових (з точки зору оподаткування процентного доходу) умовах²⁰ (мал. 10). Дозвіл використовувати до 50% обов'язкових резервів комерційних банків для купівлі ОВДП у 1995 році і можливість отримати в НБУ ломбардний кредит під заставу облігацій у 1996 році зробили ОВДП ще більш привабливими. Але обмежений доступ небанківських установ до первинного та вторинного ринків державних облігацій і, з іншого боку, олігополія колишніх державних банків у фінансовому секторі країни²¹ значною мірою обумовили коливання обсягів розміщення ОВДП.



²⁰ У лютому 1996 середній строк погашення вартості облігацій, що знаходяться в обігу, склав 55 діб, щотижневий попит на ОВДП досяг 2.500-3.000 млрд.крб.

²¹ 22 серпня 1995 року (12-й аукціон) банк "Україна" придбав 61,5% облігацій, що були в обігу.

Після продажу перших пакетів державних облігацій в Україні почав також створюватися вторинний ринок ОВДП, який став альтернативою міжбанківському ринку кредитів.

Сьогодні основними сегментами вторинного ринку державних цінних паперів є позабіржовий ринок і електронні торги на Міжбанківській валютній біржі. До введення електронних торгів торгівля тут проходила досить в'яло і рівень комісійних був відносно високим – до 0,5% вартості угоди. Після відкриття електронних торгів ринок пожвавішав, і наприкінці лютого 1996 року обсяг торгів, в яких приймали участь близько 40 банків, зріс до 120 млрд. крб.

Розширення ринку ОВДП у майбутньому вимагатиме появи нових фінансових інструментів і внесення змін у існуючі. Якщо порівнювати розвиток ринку державних облігацій в Україні і за кордоном, то найближчим часом можна очікувати появи на місцевому ринку казначейських векселів управління готівкою (Cash Management Bills) і ощадних облігацій, які існують у США, Канаді, Росії та деяких інших країнах. Крім цих фінансових інструментів поступово формуватимуться ринки угод про продаж і зворотну купівлю та угод про купівлю і зворотний продаж державних цінних паперів. В недалекому майбутньому на ринку можуть з'явитися облігації промислового розвитку (що випускаються деякими країнами з метою структурної перебудови підприємств і промислового розвитку окремих регіонів) і векселі попередньої сплати податку (що мають за мету зниження ризику несвоєчасної сплати податку на прибуток компаній).

Оформлення частини державного боргу випусками облігацій, поступове і стійке зростання ринку державних цінних паперів сприятимуть зміцненню довіри до держави та її зобов'язань з боку інвесторів, а також загальному розвитку фінансового сектора країни. Разом з тим збалансований розвиток фінансового ринку вимагає, щоб розміщення ОВДП не шкодило розвитку інших сегментів ринку і щоб облігаційне переоформлення державного боргу не заохочувало зростання державних витрат.

Хоча зараз ще існує можливість рефінансування (тобто погашення основної суми і процентів) державного боргу України за рахунок розміщення додаткових пакетів облігацій, але така можливість не може, на жаль, бути вічною. Як тільки темпи зростання суми державного боргу (на яку нараховуються проценти) починають випереджати темпи економічного зростання країни, збільшується частка процентних видатків у загальних видатках бюджету або частка видатків бюджету у ВВП. Незабаром річна сума процентних видатків може перевищити річний дефіцит бюджету, і тоді уряд, якщо він не здатний погасити процентні видатки шляхом одержання позики або збільшення податків та випуску в обіг додаткової маси грошей, стає банкрутом. Будь-який варіант має негативні економічні й соціальні наслідки для країни.

Облігації місцевої позики

Згідно із Законом України "Про цінні папери і фондову біржу" місцеві органи влади мають право випускати облігації внутрішньої місцевої позики. Однак більшість місцевих органів влади не користувались цим правом у 1995-1996 роках. Основними перешкодами були відсутність добре продуманої стратегії розвитку регіону, значні розміри субсидій, що були одержані від центрального уряду, інфляція і висока вартість позик, недостатній досвід у справі фінансування місцевих видатків за рахунок випуску облігацій і небажання місцевих властей приймати на себе ризик невиконання своїх зобов'язань. На початку 1996 року в Україні в обігу знаходились лише облігації, що були випущені в Києві, Донецьку і Харкові.

У Києві облігації внутрішньої місцевої позики (ОВМП) випускаються в іменній формі, у вигляді запису на рахунках. Облігації розміщуються із знижкою від номінальної вартості 50 млн. крб. і є загальним зобов'язанням погасити борг через 3 місяці. Погашення облігацій забезпечується також окремими об'єктами муніципальної власності (земельні ділянки та будинки). Облігації розміщуються пакетами за допомогою відкритого аукціону на Українській фондовій біржі.

Для того щоб зробити ОВМП привабливішими для інвесторів (і насамперед, для комерційних банків), за облігаціями встановлено досить високий рівень доходу, який не оподатковується. Однак основна маса інвесторів, мабуть, дещо сумнівається щодо спроможності місцевої влади погасити борги, адже влада міста має обмежене право стягувати податки і перебуває під сильним політичним впливом з боку центральних органів влади.

Облігації зовнішньої позики

Облігації зовнішньої позики (ОЗП) - це традиційні купонні облігації номінальною вартістю 5.000 дол. США і річною ставкою купонного доходу 8,5%. Облігації були випущені урядом України з метою реструктуризації його заборгованості російській газодобувній компанії РАО "Газпром"²² за поставки природного газу в Україну. ОЗП були випущені у формі паперових свідоцтв на пред'явника і мають бути погашені поступово протягом 1997-2007 років.

Наприкінці лютого 1996 року ОЗП були найбільшою групою державних цінних паперів в Україні. В обігу перебувало близько 280.000 облігацій на суму 1.4 млрд. дол. США (або 230 трлн. крб.)²³. Облігації забезпечують досить високий рівень номінального доходу, який не оподатковується, і також можуть обмінюватись на акції українських підприємств, що приватизуються (у випадку, коли уряд не буде мати іншої можливості

²² У 1995 році активи РАО "Газпром" склали 600-900 млрд. дол. США. Частка компанії у світовому та вітчизняному добуванні природного газу дорівнювала 22 і 94% відповідно.

²³ Наприкінці березня 1996 року уряд України погасив ОЗП на суму 280 млн. дол. США.

погашення боргу). Таким чином, ОЗП досить привабливі для місцевих і іноземних інвесторів, які з часом зможуть придбати їх на вторинному ринку.

Реструктуризація і переоформлення зовнішнього боргу України є важливою рисою випуску ОЗП. Але, з іншого боку, шоквартальні процентні виплати на суму 29.75 млн. доларів США (або 5.000 млрд. крб.) будуть завжди відчутним тягарем для Державного бюджету України. Регулярні процентні виплати вестимуть до зменшення валютних резервів НБУ або вимагатимуть регулярних і значних купівель доларів США на валютному ринку (УМВБ). Регулярність і значні розміри купівлі американської валюти на аукціоні на УМВБ можуть швидко позначитися на обмінному курсі національної валюти і збільшити витрати уряду на обслуговування зовнішнього боргу²⁴. Саме тому для України була б вигідна комбінація вищенаведених способів погашення, а також переоформлення усього або частини боргу у внутрішній борг або заборгованість міжнародним організаціям (якщо витрати на обслуговування такого боргу будуть нижчими).

Іншим важливим аспектом здійснення процентних виплат за ОЗП є виплата процентів власникам облігацій (тобто внутрішнім і зовнішнім кредиторам) в іноземній валюті, що певною мірою суперечить законодавству України про обмеження обігу іноземної валюти в країні. Можливим компромісом буде виплата доходів за межами України або перерахування процентних виплат у національну валюту України за середньозваженим (за квартал) обмінним курсом валют.

ВИСНОВКИ

Розвиток фінансових ринків у країнах з перехідною економікою є важливим елементом економічних реформ. Ці ринки відіграють надзвичайно важливу роль у перетворенні заощаджень в інвестиції і переміщенні грошей і капіталу з одного сектора в інший для більш ефективного їх використання. Збалансована структура фінансового ринку, без сумніву, забезпечила б повне використання фінансових ресурсів, стимулювала б і прискорювала розвиток галузей і регіонів, гарантувала б подальше економічне зростання країни.

Ринок державних цінних паперів - це невід'ємна частина внутрішнього фінансового ринку, і його зростання значною мірою може сприяти розвитку, стабільності та ефективності фінансової системи. Окрім того, що державні папери є надійним джерелом доходу, вони роблять економіку більш гнучкою і сприятливою до ринкових сигналів.

У найближчому майбутньому розвиток ринку державних цінних па-

²⁴ Наприкінці 1995 року щоденний обсяг торгівлі іноземною валютою на УМВБ досягав 6-16 млн. дол. США.

перів в Україні буде, на наш погляд, вимагати від уряду і законодавців: створення в тій чи іншій формі інституту офіційних дилерів державних цінних паперів і регулярного проведення торгів; запобігання утворенню будь-яких картелів або синдикатів дилерів або брокерів державних цінних паперів; розвиток системи установ по зберіганню цінних паперів (custody business) і процедури підписування на державні позики; дозволу на проведення довірчих операцій з державними цінними паперами; посилення нагляду за діяльністю фінансових установ; організації ефективного, тимчасового переведення грошових коштів (за допомогою купівлі та продажу державних облігацій) між різними міністерствами і відомствами тощо.