Література

1. Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні: Закон України від 12 липня 2001 року № 2658-II;
2. *Севенард Ю.А*. Оцінка вартості при здійсненні заставних операцій // Банківське кредитування. — 2008. — № 2.
3. Оценка для целей залога: теория, практика, рекомендации / М. А. Федотова, В. Ю. Рослов, О. Н. Щербакова, А. И. Мышанов. — Б.м.: Финансы и статистика, 2008. — 384 с.

Стаття надійшла до редакції 21 травня 2012 р.

УДК 336.763.3

М. А. Гапонюк, канд. екон. наук, проф.,
зав. кафедри Фінансові ринки,
В. М. Телятников, асистент кафедри Фінансові ринки,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

РИНОК МУНІЦИПАЛЬНИХ ОБЛІГАЦІЙ У США

АННОТАЦИЯ. The article deals with the modern market for municipal bonds U.S. conducted an analysis of its operation, consider the factors of the global financial crisis on this market. Redividing consideration to the further development of the pharynx bonds of local authorities in the United States.

KEY WORDS: local authorities, municipalities, municipal bonds, municipal bond market, credit rating, the credit worthiness of municipalities.

ABSTRACT. The questions of regulation of accounting confessing and В статье рассматривается современный рынок муниципальных облигаций США, проводиться анализ его функционирования, рассматриваются факторы влияния мирового финансового кризиса на данный рынок. Приделается внимание рассмотрению дальнейшего развития ринка облигаций местных органов власти в США.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: местные органы власти, муниципалитеты, муниципальные облигации, рынок муниципальных облигаций, кредитный рейтинг, кредитоспособность муниципалитетов.

АНОТАЦІЯ У статті розглянуто сучасний ринок муніципальних облігацій США, проведено аналіз його функціонування, розглядаються фактори впли-

© М. А. Гапонюк,
В. М. Телятников, 2012

ву світової фінансової кризи на даний ринок. Приділено увагу розгляду подальшого розвитку ринку облігацій місцевих органів влади в США.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: місцеві органи влади, муніципалітети, муніципальні облігації, ринок муніципальних облігацій, кредитний рейтинг, кредитоспроможність муніципалітетів.

У світовій практиці муніципальні запозичення займають вагоме місце на ринку боргових зобов'язань. За їх рахунок місцеві органи влади здійснюють фінансування капіталоємних програм і проектів, які в переважній більшості не можливо розв'язати за рахунок власних надходжень. Муніципальні запозичення виступають одним з основних джерел наповнення місцевих бюджетів розвитку та відіграють винятково важливу роль у забезпеченні соціально-економічного зростання регіонів, міст та інших громад.

Особливо важливу роль муніципальні запозичення відіграють у фінансуванні територіального розвитку у Сполучених Штатах Америки.

Нині у США за рахунок муніципальних запозичень відбувається фінансуванні розвитку інфраструктури штатів та муніципалітетів країни. В основному муніципальні запозичення здійснюються у формі випуску муніципальних облігацій.

Особливо активно проблеми ефективного розвитку ринку муніципальних цінних паперів досліджувалися вченими США, Франції, Великобританії, Німеччини та інших країн, зокрема Фредеріком С. Мишкіним, Френком С. Фабоці, Роджером Л. Міллером, Ван Хузом, Лоренсом Дж. Гітманом, Майклом Д. Джонком, Чарльзом Дж. Вулфелом, Кідуеллом, Ричардом Л. Петерсоном, Блекуеллом, Джері М. Розенбергом, Ж. Матуком, Р.Страйком, Б.Батлером, Фрідманом Дж., Ордуеєм Н., Хадсоном-Вільсоном с., Стейнметцом Т., Уіттом Ф., Бернаром І., Коллі Ж.-К.

У період після світової фінансової кризи 2008 року до рин-ку муніципальних облігацій знизився рівень довіри з боку інвесторів. Високий ступінь довіри з боку інвесторів був сформований під впливом таких основних факторів: по-перше, вкрай низьким історичним рівнем дефолтів у цьому секторі, і по-друге, широке використання страхування для підвищення кредитного рейтингу первинної емісії, що сягав за рівнем надійності по оцінкам рейтингових агентств рівня ААА. Обсяг застрахованих емісій місцевими органами влади за попередні п'ять років з 2002 по 2007 роки склали більше 50 % від загального обсягу випусків муніци-

пальних облігацій. У результаті цього сформувалось бачення даного ринку з надійними прибутковими фінансовими інструментами. Даний ринок мав низький рівень диференціації аналогічно до ринку структурованих цінних паперів. Цьому процесу посприяли такі чинники:

- абсолютна рівність ставок,
- сталий стан попиту і пропозиції,
- відсутнє оподаткування доходу за інвестування в муніципальні облігації.

Ці фактори сприяли зниженню уваги щодо кредитоспроможності і кредитних спредів на даному ринку в США.

Фінансова криза 2008 року значно змінила цю тенденцію. На початку 2000-х років вузькоспеціалізовані страховики, які займались виключно страхуванням муніципалітетів, почали широко не афішуючи страхувати іпотечні активи. З падінням ринку житла стабільність таких страхових компаній похитнулась, що, в свою чергу, вплинуло на подальше зниження всієї галузі, що спровокувало різке скорочення випуску муніципальних облігацій (рис. 1). Сьогодні переважна більшість до застрахованих муніципальних облігацій відноситься більш обережно і більше уваги звертають саме на кредитоспроможність муніципалітетів, а не на рейтинг кредитної якості. У той же час, негативні фінансові наслідки економічного спаду відобразились як на державний, так і муніципальний сектор, що спричинив додатковий кредитний тиск у країні.

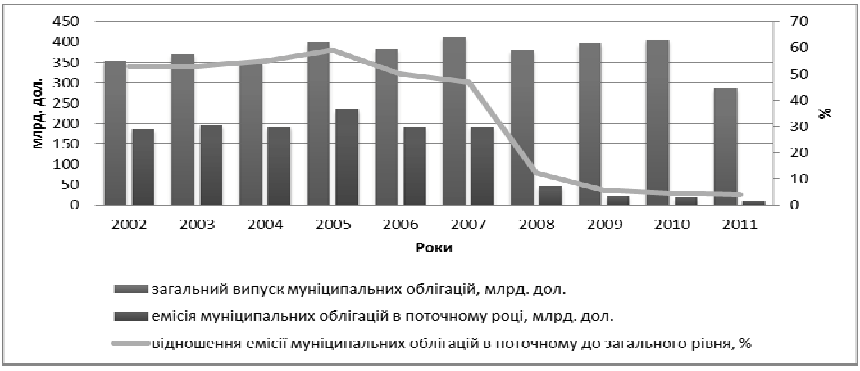


Рис. 1. Запозичення місцевих органів влади США в 2002—2011 роках

Джерело: згруповано автором за даними [1]

Ці зміни призвели до зрушення в сприйнятті інвесторів муніципального ринку цінних паперів. Сьогодні процес інвестування в муніципальні облігації повинен включати в себе не тільки абсолютну рівність ставок, стану попиту і пропозиції, відсутність податкових зобов'язань, а в більшій мірі базуватися на безпеці вибору цінних паперів, зокрема на кредитоспроможності і відносному значення кредитного спреду на ринку.

На думку дослідників, інвестори з високим рівнем фінансових ресурсів у процесі вибору цінних паперів будуть приділяти більше уваги проведенню власної оцінки кредитоспроможності емітентів.

Сьогоднішній ринок муніципальних запозичень у посткризовий період є досить фрагментованим і локалізованим. За останній час даний ринок демонстрував стрімке зростання:

• загальний борг муніципальних емітентів склав $ 3,733 трлн дол. у кінці 2011 року (порівняно з $ 2,85 трлн у кінці 2004 року);

• обсяг нових випусків облігацій місцевих позик складають у середньому $ 384 млрд дол. на рік, а сукупний середньорічний темп зростання протягом останніх десяти років сягає 4 %;

• середній денний обсяг торгів становить близько 8,9 млрд дол.

Діапазон пропозицій після кредитної кризи значно розширився. Значна частина емісій облігацій місцевих органів влади на розвиток муніципалітетів у 2009 і 2010 роках була здійснена у вигляді оподатковуваних цінних паперів BuildAmericaBonds (Babs), особливістю яких стала можливість субсидіювання з федерального бюджету до 35 % витрат на оплату відсотків за позикою. Програма з застосування даного фінансового інструменту стала досить ефективною і на момент свого припинення в кінці 2010 р. на Babs припадало близько 20 % усіх муніципальних запозичень протягом цього часу.

Переважна більшість ринку муніципальних запозичень у даний час розрахована на основі кредитоспроможності емітента. Фінансовий стан муніципалітетів похитнувся через недавно проведену рецесію. Зараз питання визначення рівня кредитоспроможність є більш важливим фактором в інвестиційному процесі, ніж у будь-який час протягом останніх двох десятиліть. Для визначення кредитоспроможності користуються двома різними способами: перший полягає в оцінці ймовірності дефолту емітента, а другий у визначенні відповідних кредитних спредів, які базуються на аналізі конкретного випуску емітента з урахуванням відповідного кредитного

рейтингу та ринкового середовища. Імовірність дефолту відповідно до статистичних даних федеральної резервної служби США для муніципального ринку є не значною (табл. 1).

Таблиця 1

ІСТОРИЧНИЙ РІВЕНЬ ДЕФОЛТІВ МУНІЦИПАЛІТЕТІВ США

Роки	Розмір дефолтів муніципалітетів, млн дол.	Відсоток дефолтів муніципалітетів, %
2001	1,861	0,12
2002	4,184	0,24
2003	1,109	0,06
2004	1,476	0,05
2005	3,142	0,10
2006	1,327	0,04
2007	553	0,02
2008	8,514	0,24
2009	8,952	0,24
2010	5,031	0,13
2011	24,616	0,67

Джерело: згруповано автором за даними [2; 4]

Забезпечення емісій за підтримки широкої податкової бази і основних дохідних статей бюджету історично визначили кредити на ринку муніципальних цінних паперів безпечними. Крім того, суверенний кредитний рейтинг вплинув на зміну кредитних ризиків на державному рівні, за рахунок обслуговування боргу, який зазвичай забезпечувався муніципальними монополіями або зобов'язаннями підприємств з великою базою оподаткування.

Визначення спреда боргових цінних паперах, при якому облігації торгуються по відношенню до інших облігацій у порівнянні з ринком у цілому стала однією з ключових змінних в інвестиційному процесі у сьогоднішньому перетворенні ринку муніципальних облігацій. За відстеженням і порівнянням торгівлі конкретних облігацій за різними видами показників до і після фінансової кризиможна побачити вплив і кредитних спредів завдяки чому можна провести оцінку облігацій місцевих органів влади.

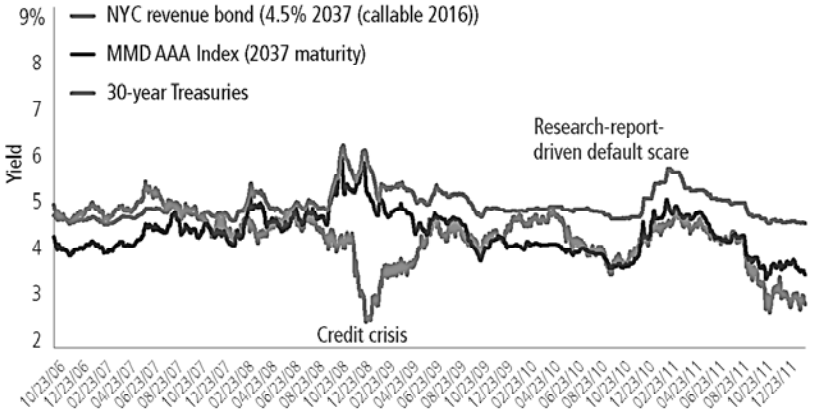


Рис. 2. Залежність муніципальних облігацій
від кредитних ризиків

Джерело: ThomsonReutersMunicipalMarketData; Bloomberg

Рис. 2 ілюструє залежність муніципальних облігацій від кредитних ризиків. Він порівнює дохідність АА-рейтингових муніципальних облігацій Нью-Йорка (NYC revenuebond) з індексом дохідності на муніципальному ринку даних (MMD AAA Index) облігацій з рейтингом надійності ААА, для високої якості муніципальних запозичень і 30-річними зобов'язаннями Міністерства фінансів США (30-year Treasuries) у період з 2006 по 2011 рік. Як можна бачити, дохідність по зобов'язанням держави та муніципалітетів була майже на однаковому рівні до 2008 року, а потім під час кризи відбуваються істотні розходження, що вплинули не тільки на зобов'язання Міністерства фінансів США, але й на індекс муніципальних зобов'язань також.

Така система оцінки ризиків є неефективною та неінформативною для можливості застосування її приватними інвесторами для оцінки муніципальних цінних паперів. З подальшим зниженням дохідності більше ніж компенсує інвестор при оцінці своїх основних ризиків, дані фінансові інструменти стають привабливим для формування портфелів великих інвестиційних компаній. У той момент, коли відбувається підвищена волатильність на ринку муніципальних облігацій, виникають певні проблеми, окреслення яких надає хороші можливості інвестиційним компаніям знайти неправильно оцінені цінні папери.

Сьогодні «традиційними» або основними інвесторами на ринку муніципальних облігацій є домогосподарства або через пряме володіння облігаціями або через пайові інвестиційні фонди. (головними інституційними інвесторів в оподатковувані облігації з фіксованим доходом на ринку виступають лайфові страхові компанії, пенсійні фонди, центральні банки.Іноземних інвестори — у меншій мірі схильні інвестувати в муніципальні облігації, тому що вони не отримують звільнення від податків). У результаті попит на облігації місцевих органів влади став порівняно вузьким і чутливим. На рис. 3 відображено структуру інвесторів у облігації місцевих органів влади США.

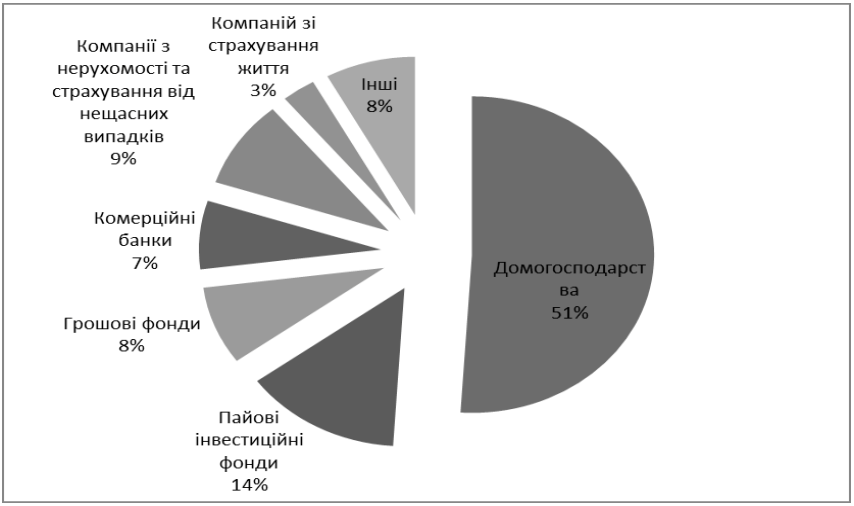


Рис. 3. Структура інвесторів
у облігації місцевих органів влади США в 2011 році

Джерело: згруповано автором за даними [1; 4]

Зі зниженням попитуна даний вид фінансових інструментів і зростанням пропозиції на ринку більш вираженим стає дисбаланс. У такі періоди важче ніж зазвичай провести новий випуск. Коли пропозиція значно перевищує традиційний попит інвесторів, цінні папери на ринку зазвичай мають тенденцію дешевшати. Ці скачки пропозиції, як правило, здешевлюють ринок до точки, де їх оцінка визначає «перетин» інтересів інвесторів до переваги

між спредами по іншим альтернативним цінним паперам. Ці інвестори діють як запобіжний клапан, коли ринок неефективно діє, але нерідко тільки після суттєвого розширення впливають на ринок у цілому. Вплив первинного зростання показано рис. 4. У четвертому кварталі 2011 року, нова пропозиція емісії збільшилася на 33 % порівняно до третього кварталу (від $77 млрд до $100 млрд). У результаті MMD AAA 30-річні муніципальні облігації подешевшали з 3,54 % до 3,86 %, а їх відношення до 30-річних облігацій Казначейства США збільшилися з 110 % до 133 %. Крім того, дані облігації знаходяться за рейтингом нижче AAA і торгуючих на основі поширених AAA муніципальних облігацій, що істотно впливає на попит.

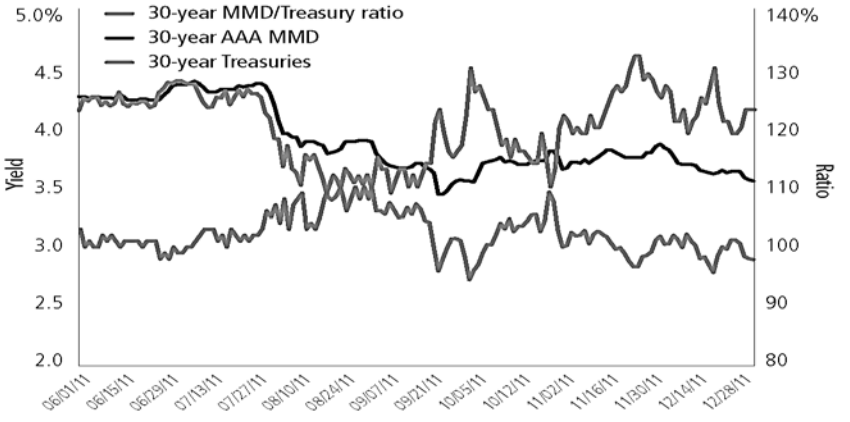


Рис. 4. Зміна ціни нових випусків муніципальних облігацій

Джерело: ThomsonReutersMunicipalMarketData; Bloomberg

Отже, світова фінансова криза виявилася переломним періодом для ринку муніципальних облігацій, де кредитоспроможності емітентів відводиться домінуюче місце при виборі цінних паперів. Та не зважаючи на це, сьогодні успішні інвестори повинні враховувати широкий спектр факторів, у тому числі:

• вплив на стан ставки оподаткування для власників облігацій, і його вплив на волатильність цінних паперів;

• рівень зміни попиту та пропозиції на фінансові інструменти;

• співвідношення ринку муніципальних цінних паперів іншим ринкам боргових фінансових інструментів;

•підвищений акцент на конкретних кредитних якостях емітента, а також вплив на відповідні кредитні спреди.

Література

1. Офіційний сайт статистики США [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.census.gov
2. Офіційний сайт федеральної резервної системи США [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.federal.reserv.gov
3. Офіційний сайт інформаційного агентства на фінансовому ринку Cbonds [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http //www.cbonds.info
4. Офіційний сайт інформаційної компанії bloomberg [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.bloomberg.com
5. Офіційний сайт рейтингового агентства fitch[Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.fitchratings.com

Стаття надійшла до редакції 11 червня 2012 р.

УДК 336.714

Н. В. Дегтярьова, канд. екон. наук, доц.,
доцент кафедри фінансові ринки,
Т. М. Бороденко аспірант,
асистент кафедри фінансові ринки,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ФОНДІВ

АННОТАЦИЯ В статье раскрыты разные подходы к оценке эффективности инвестиционных фондов, и возможность их применения на практике. Предложены показатели оценки эффективности фондов и направления повышения эффективности управления активами инвестиционных фондов.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: компании по управлению активами, инвестиционные фонды, эффективность инвестиционного фонда, доходность, инвестиционный портфель, депозиты.

© Н. В. Дегтярьова,
Т. М. Бороденко, 2012