

**Федорович І. М.**

*Тернопільський національний економічний університет, Україна*

## **УПРАВЛІННЯ ЛІКВІДНІСТЮ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ У КОНТЕКСТІ РЕАЛІЗАЦІЇ БОРГОВОЇ СТРАТЕГІЇ УКРАЇНИ**

Успішне та ефективно управління борговим портфелем України є неможливим без повноцінного та ліквідного внутрішнього ринку державних цінних паперів. Ліквідність ринку має велике значення не тільки для підтримки стабільності національної фінансової системи, а й для економіки держави в цілому, оскільки дає змогу знизити ризики і зменшити вартість державних запозичень, збільшуючи можливості їх використання як інвестиційного інструмента.

Фактори, які впливають на ліквідність ринків державних цінних паперів, на нашу думку, можна умовно виділити у декілька груп:

– можливість доступу на ринок. Широке коло учасників з різними інвестиційними горизонтами та потребами у здійсненні операцій в значній мірі зумовлюють підвищення ліквідності ринку. Таким чином, відсутність значних регулятивних обмежень, полегшення процедур входу на ринок для різних категорій інвесторів є одним з найбільш важливих факторів його розвитку;

– мікроструктура ринку. Поняття мікроструктури включає систему виконання угод, розкриття інформації (прозорість ринку для інвесторів), регулювання на ринку і комісії торгової системи (як частина транзакційних витрат);

– достатній обсяг інструментів на ринку. Незначний обсяг ринку є стримуючим фактором для розвитку похідних інструментів, а також операцій РЕПО та механізмів STRIPS, що, у свою чергу, негативно впливає на інтерес інвесторів до ринку державного боргу та знижує його ліквідність;

– взаємозамінність інструментів. Щодо цінних паперів, дана характеристика означає наявність ряду випусків з подібними характеристиками. Наявність значної кількості продуктів замінників зумовлює підвищення

ліквідності всієї групи інструментів та розширює можливості хеджування ризиків для інвесторів;

– ступінь розподілу випусків серед інвесторів: чим більша кількість інвесторів взяла участь у первинному розміщенні інструменту, і чим менше частка трьох найбільших учасників, тим вище ліквідність вторинного ринку державних цінних паперів;

– наявність чіткої кривої прибутковості по ринкових інструментах державних цінних паперів. Крива прибутковості формується за рахунок стандартизованих випусків і відображає рівень доходу для кожного терміну інвестування. Сформовану криву прибутковості доцільно підтримувати за допомогою розміщення нових випусків.

Вагомим чинником, що вплинув на ринки внутрішнього державного боргу, стала фінансова криза 2007–2008 рр. Кризові явища, що охопили ринок іпотечних цінних паперів США влітку 2007 р., отримали подальший розвиток й на європейському фінансовому ринку. Разом з цим, в умовах фінансової кризи зарубіжні ринки державних цінних паперів виявилися доволі стійкими та ліквідними, на відміну від ринків акцій і корпоративних облігацій.

Так, ринок внутрішніх боргових зобов'язань Єврозони є унікальним, що зумовлено великою кількістю емітентів, які розміщують цінні папери з різним набором інвестиційних характеристик. Основний обсяг боргових зобов'язань припадає на державні облігації Італії, Німеччини та Франції. Тимчасова структура забезпечує задоволення потреб усіх категорій інвесторів на ринку, строки звернення становлять від 12 тижнів до 50 років.

Ринок внутрішніх боргових зобов'язань США є позабіржовим, що зменшує його прозорість та обсяги доступної для аналізу інформації. Частка державних облігацій США досягає 30 % світового ринку, що дає змогу суттєво впливати не тільки на формування процентних ставок на облігації недержавних емітентів всередині країни, а й на тенденції прибутковості інструментів міжнародного ринку. Тимчасова структура розрахована на задоволення потреб

усіх категорій інвесторів на ринку, строки звернення – від 12 тижнів до 30 років [1, с. 53].

Разом з цим ринок внутрішніх боргових зобов'язань Великобританії значно поступається за кількістю емітентів ринкам США та країн Єврозони. Структура інструментів надає інвесторам вужче коло інвестиційних можливостей.

Ліквідність вітчизняного ринку державних цінних паперів залишається невисокою, що зумовлено значним рівнем волатильності цін, за якими укладаються угоди як у межах конкретного інструменту, так і ринку в цілому. Основними причинами цього факту є зниження загальної ліквідності національної грошово-кредитної системи та недостатні можливості хеджування ризиків, їх розподіл між похідними цінними паперами. Так, у січні-червні 2015 р. обсяг контрактів з ОВДП становив 101 млрд. грн., або 93 % сукупного обсягу біржових торгів. Слід зазначити, що у серпні 2014 р. торги з державними облігаціями досягли історичного максимуму та становили 121 млрд. грн. Суттєве зростання ліквідності відбулось за рахунок нових випусків ОВДП, в тому числі ПДВ-облігацій. Крім того, в грудні 2014 р. було випущено ОВДП на переоформлення заборгованості Кабінету Міністрів України перед Національним банком України та ОВДП для збільшення статутного капіталу державних банків [2]. Разом з цим, не вирішеними залишаються проблеми фондового ринку, зумовлені високим ступенем його фрагментації та відсутністю спеціального агентства з управління державним боргом, діяльність якого має охоплювати вирішення питань щодо ефективного управління ліквідністю.

Отже, управління ліквідністю є складовою частиною державної боргової політики та охоплює формування спеціальної стратегії, спрямованої на розвиток первинного та вторинного ринку державних цінних паперів. Так у 2014 р. Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку затверджено Програму розвитку фондового ринку України на 2015–2017 рр. Основними завданнями Програми є збільшення ліквідності

фондового ринку через створення потужного свідомого індивідуального та інституційного інвестора, а також удосконалення діяльності ринкових посередників, забезпечивши надійне і ефективне функціонування ринкової інфраструктури [3].

Одним з найбільш повних досліджень, спрямованих на формування комплексу заходів, що сприяють підвищенню ліквідності ринків державних цінних паперів, є розробки Комітету з глобальної фінансової системи Банку міжнародних розрахунків, які передбачають:

- формування конкурентної ринкової інфраструктури;
- підтримка достатнього обсягу цінних паперів в обігу;
- зниження рівня фрагментації ринку;
- підвищення можливостей доступу різних категорій інвесторів.

На сьогоднішній день для підвищення ліквідності на ринку державних цінних паперів, на нашу думку доцільно:

– розширити асортимент операцій на ринку та забезпечити розвиток взаємопов'язаних ринків. Найбільш перспективними є операції РЕПО та STRIPS облігації. Операції РЕПО дають змогу дилерам швидко реагувати на клієнтські потреби. Разом з цим, розвиток ринків ф'ючерсів й опціонів забезпечує зростання інтересу інвесторів та позитивно впливає на рівень ліквідності;

– забезпечити прозорість операцій (прозорість розкладу емісії та інформації про стан ринку). Публікація календаря емісій з планованими строками та обсягами розміщення дає змогу інвесторам заздалегідь сформувати свою інвестиційну стратегію, що забезпечує створення оптимального портфеля та позитивний вплив на ліквідність ринку. Разом з цим, наявність торгової інформації забезпечує оперативне реагування інвесторів на зміни ринкових цін, та ризики операцій.

– підвищити можливості доступу на ринок державних цінних паперів різних категорій інвесторів. Значна кількість учасників ринку, яка зумовлює

різні операційні потреби, оцінки ризику та інвестиційні горизонти, збільшує ліквідність ринку;

- забезпечити достатній обсяг пропозиції інструментів фондового ринку з прийнятними для інвесторів характеристиками щодо дохідності, ризикованості та захищеності, а також відносно незначним обсягом інвестиційного капіталу;

- популяризувати фондовий ринок серед дрібних інвесторів та підвищити рівень їх довіри;

- створити передумови поступової централізації національного біржового ринку, переходу конкуренції в біржовому сегменті з локального рівня на міждержавний;

- забезпечити можливість доступу українських інвесторів до іноземних фінансових інструментів - валютних цінностей, удосконалити порядок та умови конвертації іноземних валютних цінностей, розглянути можливість спрощення/скасування необхідності отримання розпорядником інвестиційного рахунку дозволів для здійснення операцій з купівлі-продажу цінних паперів, номінованих у іншій ніж гривня валюті;

- встановити законодавчу можливість купівлі-продажу векселів на біржах та вільного обігу векселів з одночасним зниженням фінансових ризиків;

- створити передумови для реалізації БТМ (багатосторонніх торгівельних майданчиків), як альтернативу біржової торгівлі;

- забезпечити розвиток корпоративної реформи та підвищити ефективність регулювання емітентів шляхом вдосконалення механізму викупу акцій та гармонізації законодавства Європейського Союзу щодо системи розкриття інформації публічними акціонерними товариствами.

На наш погляд, розвиток ліквідного внутрішнього ринку державних цінних паперів є першим кроком до підвищення ефективності боргової політики України у контексті реалізації середньострокової стратегії управління державним боргом, яка спрямована на збільшення частки внутрішнього державного боргу й забезпечення надійного та ефективного функціонування ринкової інфраструктури та фінансових посередників.

Таким чином, підвищення ліквідності фондового ринку має супроводжуватись не лише якісним оновленням асортименту державних цінних паперів, але й покращанням співпраці між урядом та наявними й потенційними інвесторами, ухваленням нормативно-правових актів, що сприятимуть використанню державних боргових зобов'язань як інструменту управління ліквідністю.

#### Література:

1. Крищук К. Внутрішній ринок державних цінних паперів у забезпеченні ефективності боргової політики України // Вісник КНУ імені Тараса Шевченка. – 2014. - №154. - С. 52-57.

2. Аналітичний огляд ринку облігацій України за 3 квартал 2015 р. [Електронний ресурс] / Національне рейтингове агентство «Рюрік». – Режим доступу: [http://rurik.com.ua/documents/research/bonds\\_2\\_kv\\_2015.pdf](http://rurik.com.ua/documents/research/bonds_2_kv_2015.pdf).

3. Програма розвитку фондового ринку України на 2015–2017 рр. «Європейський вибір – нові можливості для прогресу та зростання». [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://nssmc.gov.ua/fund/development/plan>.