

ОПТИМІЗАЦІЯ СТРУКТУРИ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ В КОНТЕКСТІ АКТИВНОГО УПРАВЛІННЯ БОРГОВИМИ ЗОБОВ'ЯЗАННЯМИ УКРАЇНИ

У світовій практиці дієвим засобом оптимізації структури державного боргу є проведення активних операцій з боргом. Активне управління боргом передбачає комплекс організаційно-фінансових заходів, які застосовуються поряд із регулярним випуском боргових зобов'язань і обслуговуванням боргу, з метою досягнення цілей управління державним боргом. Такі заходи включають здійснення дострокових викупів внутрішніх і зовнішніх зобов'язань Уряду на фінансовому ринку, свопових операцій, проведення операцій з деривативами, ін.

Серед країн, які проводять операції активного управління портфелями боргових зобов'язань доцільно скористатися досвідом проведення таких операцій в Швеції і Новій Зеландії. Зокрема, дані країни проводять активні операції виключно з тією частиною своїх боргових зобов'язань, яка виражена в євро. Досвід проведення активних операцій у Новій Зеландії переконує, що в умовах коли існують тимчасові відхилення від оптимальних цін, зростає ймовірність вилучення максимальних вигод від використання тактичних трейдингових операцій. Такі операції дозволяють суб'єктам управління боргом розвивати і підтримувати навички аналізу, прийняття рішень в умовах невизначеності, сприяють проведенню переговорних процесів і успішного укладання угод про позики [1].

Доводиться констатувати, що в Україні не прийнято нормативно-правові акти, які деталізують повноваження МФУ щодо здійснення ринкових операцій дострокового викупу і погашення зовнішнього боргу, конверсії боргу на інвестиції та інші фінансові активи, сек'юритизації боргу, інше.

В умовах значних флуктацій курсів валют та за необхідності здійснювати середньострокові запозичення в якості інструменту активного управління державним боргом доцільно розглянути емісію облігацій, індексованих до інфляції. Це дозволяє, з одного боку, задовольнити потреби інвесторів, що в

ситуації невизначеності потребують гнучких інструментів, та відповідно збільшити попит на державні боргові цінні папери. З іншого боку, крім задоволення потреб у фінансових ресурсах, держава має можливість зменшення ризиків державного боргу, оскільки при стабілізації національної валюти, спаданні напруженості на фінансових ринках, коли інфляція та відсоткові ставки знижуватимуться, індексовані до рівня інфляції цінні папери дають можливість знизити відповідні виплати за державним боргом.

За інших умов, коли прогноз рівня інфляції передбачає стабільну тенденцію до зростання, використання таких цінних паперів повинно підлягати додатковому аналізу. Крім того, випуск державою індексованих облігацій може бути фактором формування позитивних очікувань на ринку щодо гальмування інфляційних процесів у майбутньому, оскільки вони є свідченням незацікавленості держави у збереженні високого інфляційного середовища, а тому ступінь довіри до економічної та грошово-кредитної політики держави зростає.

Основним мотивом попиту інвесторів на індексовані до темпів інфляції цінні папери є можливість збереження реальної вартості вкладених коштів. Індексовані до рівня інфляції цінні папери захищають від інфляційного ризику не тільки інвесторів (кредиторів), а й можуть захистити їх емітента. Зокрема, позичальник при емісії таких боргових зобов'язань, з одного боку, несе фіксовані реальні витрати, а з іншого, у разі наявності в нього доходів, що залежать від рівня цін, отримує джерела для компенсації своїх збільшених внаслідок інфляції номінальних витрат. Держава також відноситься до таких позичальників, оскільки рівень надходжень від деяких податків залежить від рівня цін (зокрема, від податку на додану вартість, певних видів акцизного збору і ввізного мита). З іншого боку, особливістю держави, як емітента індексованого боргу, є те, що вона може здійснювати вплив на джерело ризику інфляційних паперів. Зокрема, за допомогою проведення відповідної макроекономічної і монетарної політики.

Окремо слід звернути увагу на можливість запровадження операцій зі зворотного викупу державних цінних паперів на ринкових умовах. В розвинутих країнах вони використовуються для зниження ризиків рефінансування боргу

шляхом зменшення зобов'язань, які мають бути виконані у певному періоді [2, с.5]. Це здійснюється з метою згладжування піків боргових платежів. Відсоткові ризики управляються за допомогою зворотного викупу облігацій з плаваючими купонними ставками і мають на меті збільшення частки боргу з фіксованою ставкою [2, с.8].

При наявності сприятливих умов на ринку зворотний викуп, фінансований за рахунок нових випусків, є доцільним для зменшення відсоткових платежів та платежів основної суми боргу. В Україні зворотний викуп може слугувати також засобом зменшення суми державного боргу у разі перевищення його граничної межі, визначеної законом про Державний бюджет.

Зворотний викуп полягає в проведенні емітентом операції із купівлі випущеного ним боргового цінного паперу за ринковою ціною. Формами зворотного викупу є “остаточна купівля” (“outright purchase”), зворотний аукціон (“reverse auction”) і конверсія облігацій (“bond conversion”) [3, с.144–146]. Остаточна купівля проводиться шляхом безпосереднього укладання урядом договорів з учасниками ринку. При цьому Уряд може визначати рівень дохідності, за яким він здійснить викуп, а учасники ринку пропонують обсяг облігацій, який вони готові продати за визначеною урядом дохідністю (“coupon purchase”). З іншого боку, Уряд може визначити обсяг облігацій, що викупуються, а дохідність викупу узгоджуватиметься в договорі з контрагентом (“reverse tap purchase”) [4].

Поруч із зазначеним, для підвищення попиту на державні облігації вважаємо за доцільне перейти до реалізації заходів щодо розміщення коштів єдиного казначейського рахунку, зокрема, шляхом проведення операцій зворотного РЕПО з державними цінними паперами. На сьогодні проблемою запровадження операцій РЕПО і системи первинних дилерів є фактична відсутність достатньої кількості учасників ринку, причиною чого є вузькість споживчих якостей державних цінних паперів. Зацікавленість у державних цінних паперах з боку потенційних інвесторів є низькою також через непрозорий та неринковий механізм ціноутворення, результатом чого на ринку наразі є

обмежена кількість учасників – державні банки, Фонд гарантування вкладів фізичних осіб, кілька комерційних банків з іноземними інвестиціями, активність яких є доволі низькою.

Проведення операцій РЕПО є проблемним через неузгодженість позицій головних учасників ринку (МФУ, НБУ та первинних дилерів) щодо того, який тип операцій РЕПО насправді необхідний на українському ринку.

У відповідності до міжнародної практики до категорії операцій РЕПО (repurchase agreement), що входять до більш широкого класу “операцій на поворотній основі” (reverse transactions) відносяться:

- власне угоди РЕПО (прямого та зворотного) – repo та reverse repo;
- угоди продажу зі зворотним викупом (купівлі зі зворотнім продажем) – sell/buy-back (buy/sell-back);
- угоди зустрічного кредитування, або угоди кредитування під заставу цінних паперів – collateralized lending/loans (securities lending with a cash lending or cash lending against a pledged securities loan) [5, с. 157].

З економічної точки зору ці операції є різновидами забезпечених кредитів: грошових під заставу цінних паперів (або кредитів з цінними паперами під заставу грошових активів), тобто їх загальною рисою є передача цінних паперів в обмін на отримання грошових активів з подальшим зворотнім обміном. Відрізняються ці операції лише за правовою формою їх здійснення, ключове значення у визначенні яких є момент переходу права власності на цінні папери, що використовуються в операції РЕПО. Умови класичного РЕПО, що застосовуються у більшості розвинених країн, передбачають перехід права власності на цінні папери з дати здійснення першої частини угоди, що дає кредитору право користування протягом часу дії угоди зазначеними цінними паперами на власний розсуд, тобто створює можливість отримання додаткового доходу кредитором за рахунок різниці ставок або доступу кредитора на інші фінансові ринки. Разом з іншими, ця властивість класичних операцій РЕПО робить дуже привабливими для учасників розвинених фінансових ринків [6].

Основними ризиками під час укладання угод зворотного РЕПО є кредитний

та ринковий ризику, а також ризик рефінансування.

Кредитний ризик реалізується у випадку відмови контрагента викупити цінні папери, які були в забезпеченні. В такому випадку право власності на цінні папери переходить до іншої сторони, яка може їх реалізувати на ринку. Якщо ринкова ціна відповідає ціні, визначеній в угоді РЕПО, то фактично наслідки кредитного ризику зводяться до нуля. Проте, внаслідок різниці в часі між моментом укладання угоди РЕПО та моментом її завершення, виникає ймовірність виникнення різниці між визначеною в угоді вартістю цінних паперів, які надходять в забезпечення, і їх ринковою вартістю. В такому випадку кредитний ризик трансформується в ринковий, основним фактором, який спричиняє його, є не кредитоспроможність контрагента, а невідповідність ціни, визначеної угодою РЕПО, ринковій ціні. Відповідно до чинного законодавства у разі невиконання контрагентом зобов'язань за угодою РЕПО цінні папери повинні бути достроково погашені. За такої ситуації можливе виникнення ризику рефінансування, коли за відсутності вільних коштів державного бюджету Міністерство фінансів повинне здійснювати нові випуски державних цінних паперів з метою отримання фінансових ресурсів для погашення цінних паперів, що знаходились в забезпеченні, за вищою ціною ніж визначена в договорі. Таким чином, Мінфін понесе додаткові втрати державного бюджету [4].

Щодо зовнішніх боргових зобов'язань, то операції дострокового викупу на вторинному ринку, сек'юритизації існуючих зобов'язань і свопів стримуються високими адміністративними витратами на їх проведення та нормативними бар'єрами. За відсутності положення про можливість дострокового викупу в умовах випуску облігацій, які обертаються на ринку, провести такий викуп уряду доволі складно. Більш реальні можливості існують для проведення дострокового погашення боргів офіційним кредиторам, як двостороннім, так і багатостороннім. Проте, в умовах високих відсоткових ставок і нестабільного доступу Уряду на міжнародний ринок капіталу проводити достроковий викуп зовнішнього державного боргу – економічно не доцільно.

Література:

1. Руководящие принципы управления государственным долгом. Сопроводительный документ. / Международный валютный фонд, Всемирный банк. – Ноябрь 2002 г.
2. Velandia, A. Measuring and Managing Refinancing Risk / A. Velandia // Designing Government Debt Management Strategies: Data of International Conference, 2008, June 1. – May 28. – Paris: World Bank Paris Conference Center, 2008. – 30 p.
3. Developing Government Bond Markets: A Handbook. The World Bank. The International monetary Fund. – Washington: Rock Greek Publishing Group, 2002. – 413 p.
4. Калитчук В.М. Критерії доцільності зворотнього викупу державних облігацій як методу управління ризиками / В.М. Калитчук Електронний ресурс]. – Режим доступу http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Tiru/2009_27/7.pdf
5. Developing Government Bond Markets: A Handbook. The World Bank. The International monetary Fund. – Washington: Rock Greek Publishing Group, 2002. – 413 p.
6. Операции РЕПО и кредитование ценными бумагами / Российский совет РЕПО (РСР) // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.reporus.ru/?page=biblio>