Інститут економічних досліджень та політичних консультацій
Німецька консультативна група

Серія консультативних робіт [PP/02/2009]

Як розвинути ринок державних запозичень для дрібних інвесторів?

Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Сайрус де ла Рубіа

Берлін/Київ, липень 2009 року

Про Інститут економічних досліджень та політичних консультацій

Інститут економічних досліджень та політичних консультацій (ІЕД) – провідний український аналітичний центр, що спеціалізується на економічних дослідженнях та консультаціях з питань економічної політики, ІЕД був заснований у жовтні 1999 року провідними українськими політиками та Німецькою консультативною групою з питань економічних реформ.

Місія ІЕД вироблення альтернативного погляду на ключові проблеми суспільного та економічного розвитку України. В рамках місії ІЕД націлює свою діяльність на надання висококваліфікованої експертної оцінки в галузі економіки й економічної політики, бути реальним чинником формування громадської думки шляхом організації відкритого публічного діалогу та сприяти розвитку економічних та суспільних наук, і стимулювати розвиток дослідницької спільноти України.

Інститут економічних досліджень та політичних консультацій
Рейтарська 8/5-А,
01034 Київ, Україна
Тел: +38 044 / 278 63 42
Факс: +38 044 / 278 63 36
institute@ier.kiev.ua
http://www.ier.kiev.ua

Про Німецьку консультативну групу

Німецька консультативна група з питань економічних реформ працює в Україні з 1994 року, консультуючи український уряд й інші державні органи, такі як Національний банк України, по широкому колу питань економічної політики і розвитку фінансового сектору. Наші аналітичні роботи презентується і обговорюється під час постійних зустрічей з посадовцями високого рангу. Група фінансується німецьким Федеральним міністерством економіки і технологій у рамках програм TRANSFORM та наступних після неї програм технічної допомоги.

Німецька консультативна група
з питань економічних реформ
Schillerstr, 59
D-10627 Берлін
Tel: +49 30 / 20 61 34 64 0
Fax: +49 30 / 20 61 34 64 9
info@beratergruppe-ukraine.de
www.beratergruppe-ukraine.de

© 2009 Інститут економічних досліджень та політичних консультацій

© 2009 Німецька консультативна група

Всі права захищені.

Як розвинути ринок державних запозичень для дрібних інвесторів?

Резюме

У той час як переважна частина державних запозичень у більшості країн світу належить інституційним інвесторам, які купують облігації державної позики, поступово набувають більшого значення і ті інструменти, що спеціально націлені на дрібних інвесторів. Дійсно, такі роздрібні облігації державної позики мають ряд істотних переваг. З фінансової точки зору, роздрібні облігації можуть знизити витрати на фінансування та забезпечити його стабільне джерело. Зокрема, вони можуть зменшити залежність від іноземних інвесторів і знизити вразливість до коливань у валютному курсі. З економічної точки зору, роздрібні облігації можуть заохочувати зростання заощаджень серед населення і повернути до економічної системи заощадження, що зберігаються "під матрацом" (мобілізація заощаджень). Крім того, вони можуть сприяти розвитку ринків капіталу. Враховуючи ці переваги, не дивно, що у багатьох країнах був створений ринок державних запозичень для дрібних інвесторів. З огляду на плани України щодо скорого випуску роздрібних облігацій, ми розглядаємо міжнародний досвід застосування цих інструментів, а також коментуємо останні законодавчі акти, затверджені Кабінетом Міністрів України.

Облігації, передбачені відповідним рішенням, мають досить прості характеристики: цінні папери на пред'явника у формі документа із номінальною вартістю 500 грн., терміном погашення у 12 місяців та щоквартальною виплатою фіксованої суми на рівні 20 грн., що дорівнює 16% річних. На наш погляд, такий "надзвичайно дружній" підхід є обґрунтованим з огляду на необхідність розпочати діяльність на такому ринку, тому ми однозначно підтримуємо зазначене рішення. Водночас ми вважаємо, що цей початковий етап також слід використати для отримання додаткової інформації щодо преференцій населення (характеристик попиту). Відповідно до цього ми вважаємо доцільним запропонувати населенню не лише річні, але й піврічні облігації. Порівнюючи попит на обидва типи облігацій, Міністерство фінансів може отримати цінну інформацію щодо вподобань населення відносно терміну погашення облігацій.

У довгостроковій перспективі ми пропонуємо запровадити "непаперові" (у бездокументній формі) облігації для того, щоб зменшити відносно високі витрати на випуск, які вочевидь є найбільш серйозним недоліком цього інструменту. Також задля підвищення конкуренції серед дистриб'юторів маркетинговий канал має бути розширений з одного лише Ощадбанку (як пропонується наразі) до всіх майбутніх первинних дилерів державних облігацій. Насамкінець, після того, як ринок почне функціонувати, реальний термін погашення облігацій має бути подовжений за допомогою різноманітних механізмів.

Автори

Рікардо Джуччі	giucci@berlin-economics.com	+49 30 / 20 61 34 64 1
Роберт Кірхнер	kirchner@berlin-economics.com	+49 30 / 20 61 34 64 2
Сайрус де ла Рубіа		

Подяка

Автори бажають висловити свою вдячність Віталію Кравчуку за рецензування цієї доповіді.

Застосовується звичайне застереження щодо захисту прав.

Зміст

1. Вступ 1

2. Причини розвитку роздрібного ринку для облігацій державної позики: за і проти 1

3. Які інструменти слід запропонувати дрібним інвесторам? 2

3.1. Преференції дрібних інвесторів відрізняються від преференцій інституційних інвесторів 2

3.2. Характеристика інструментів запозичення для дрібних інвесторів – переваги і недоліки різних інструментів 3

4. Дистрибуція та маркетинг 7

4.1. Дистрибуція 7

4.2. Маркетинг 8

5. Міжнародний досвід 9

5.1. ПАР 9

5.1.1. Інструменти 9

5.1.2. Дистрибуція та ринкова частка 10

5.1.3. Висновки 10

5.2. Німеччина 11

5.2.1. Інструменти 11

5.2.2. Дистрибуція та ринкова доля 12

5.2.3. Висновок 13

5.3. Ціноутворення для роздрібних облігацій 13

6. Поточні плани в Україні 15

7. Рекомендації з політики для України 16

7.1. Короткострокові рекомендації 16

7.2. Довгострокові рекомендації 18

Додаток 20

Список використаних джерел 21

Список останніх консультативних робіт 22

1. Вступ

У порівнянні з багатьма іншими країнами, в Україні обсяги державних запозичень є відносно низьким. Тим не менш, на даний час перед країною постали певні проблеми, пов'язані з обслуговуванням залишку державних облігацій і залученням нових запозичень. У той час як основні причини цих проблем пов'язані з глобальною фінансовою кризою, складнощі з отримання рефінансування також полягають у тому, що більшість утримувачів державних облігацій в Україні – це інституційні інвестори та/або іноземні інвестори. Останні, в цілому, більш чутливо реагують на будь-які прояви нестабільності, ніж внутрішні утримувачі облігацій. Крім того, через велику частку облігацій в іноземній валюті платоспроможність України постраждала в наслідок різкого падіння гривні відносно основних міжнародних валют. Підсумовуючи, це означає, що поточний фінансовий стан країни є доволі слабким, а структура запозичень уразлива до зовнішніх шоків. Роздрібні облігації (зокрема, інструменти заощадження для дрібних інвесторів) могли б стати адекватним засобом полегшення деяких із наведених викликів.

У цьому контексті ця доповідь має на меті відповісти на три, окрім інших, питання:

- Чи взагалі існує сенс у запровадженні програми емісії роздрібних облігацій?
- Якщо так, то які інструменти мають бути запроваджені в Україні у короткостроковій перспективі?
- Якими мають бути довгострокові цілі програми емісії роздрібних облігацій?

2. Причини розвитку роздрібного ринку для облігацій державної позики: за і проти

У більшості країн основна частина державних запозичень утримується інвестиційним інвесторами. Дрібні інвестори утримують державні облігації в основному опосередковано, через пайові фонди, пенсійні фонди, особисте страхування тощо. Така ситуація наявна у більшості розвинутих країнах, а також у країнах з економікою, що розвивається. Серед аргументів проти запровадження роздрібних облігацій як правило зазначають наступні:

a) Ефективність: вважається, що економічно більш вигідно продавати державні облігації з більшим номіналом невеликій кількості інституційним інвесторам замість того, щоб продавати облігації невеликих номіналів мільйонам роздрібних клієнтів. Відповідно до цього аргументу дрібні інвестори можуть отримати доступ до державних запозичень за допомогою таких фінансових посередників, як пайові фонди.

b) Конкуренція: представники фінансового сектору часто заявляють, що фінансові продукти, запропоновані державою, по суті є проявом нечесної конкуренції, які ускладнюють отримання депозитів від приватного сектора, а також знижують прибутки від продажу цінних паперів та інших продуктів.

c) Ліквідність: Нарешті, ліквідність ринку державних облігацій може постраждати, якщо більша частина державних запозичень буде продаватись дрібним інвесторам, як неринкові облігації.

Хоча ці аргументи не вірно було б ігнорувати, пункти b) та c) не мають особливо великого значення, оскільки частка дрібних утримувачів державних облігацій залишається нижчою за 20%. Водночас існує низка аргументів на користь доцільності розвитку роздрібного сегменту ринку державних запозичень:

a) Нижчі витрати на фінансування та стабільне джерело фінансування: Уряд може розширити власні джерела фінансування, таким чином інтенсифікуючи конкуренцію серед інвесторів в інструменти державних запозичень. В ідеалі це має призвести до зниження витрат на рефінансування.

b) Зниження залежності від іноземних інвесторів та створення імунітету до коливань валютного курсу: якщо велика частина державних запозичень буде й надалі фінансуватись в іноземній валюті, залучення дрібних інвесторів може стати важливим кроком на шляху диверсифікації структури державних запозичень на користь збільшення частки національної валюти та зниження залежності від іноземних інвесторів. Коли у 1996 році Канада намагалась відновити власну програму з випуску роздрібних державних облігацій, основним завданням було зниження рівня залежності від іноземних інвесторів. Крім того, в такий спосіб був знижений вплив коливань валютних курсів на стабільність державних запозичень.

c) Позика у надзвичайних ситуаціях: у минулому багато країн використовували роздрібні облігації як засіб фінансування воїн або отримання фінансування для відбудови після стихійного лиха. В США так звані "облігації свободи" були випущені для фінансування Першої світової війни.

d) Сприяння створенню заощаджень: виконання програми з випуску роздрібних облігацій може сприяти підвищенню культури заощаджень серед населення. Зокрема, програма роздрібних облігацій у Південній Африці приділяє значну увагу підвищенню наразі слабкої культури заощаджень.

e) Удосконалення інфраструктури ринків капіталу: якщо державний сектор запровадить інструменти ринку капіталів, що адресовані дрібним інвесторам, це може слугувати орієнтиром для приватного сектору. Наприклад, підприємства також можуть розпочати випуск облігації невеликого номіналу, адресовані дрібним інвесторам.

Вочевидь мова йде про певний компроміс між більшим витратами, яких вимагає розвиток ринку роздрібних облігацій, з одного боку, та перевагами залучення прямих інвестицій від приватних споживачів у ринок державних запозичень, з іншого боку. У кінцевому рахунку, питання доцільності створення ринку роздрібних державних облігацій залежить не лише від матеріальної прибутковості цього проекту, але також від соціально-економічних завдань, що ставить перед собою Уряд, таких як підвищення культури заощаджень та мобілізація готівкових коштів, які населення зберігає вдома. Також слід враховувати той факт, що деякі завдання можуть бути виконані не стільки у коротко-, скільки у довгостроковій перспективі.

3. Які інструменти слід запропонувати дрібним інвесторам?

3.1. Преференції дрібних інвесторів відрізняються від преференцій інституційних інвесторів

Принципового значення набуває той факт, що преференції дрібних інвесторів відрізняються від преференцій інституційних інвесторів:

- **Номінал**. Для забезпечення доступності державних облігацій для населення із рівнем статків від середнього до низького необхідно випускати облігації невеликого номіналу, розраховані саме на дрібних інвесторів. Інституційні інвестори зазвичай інвестують тільки у значно більші за номіналом облігації.
- **Складність**. В цілому, дрібні інвестори надають перевагу фінансовим інструментам, що є легкими для розуміння. В ідеалі необхідно, щоб основні характеристики інструменту можна було описати одним або двома реченнями. Наприклад, облігація із фіксованою відсотковою ставкою може бути охарактеризована рівнем номінального відсоткового прибутку та терміном погашення. У той час як крупні інвестори надають перевагу більш складним продуктам, зокрема, вони пов'язують прибуток із різними чинниками, якщо це може призвести до більших прибутків або краще вписується у структуру зобов'язань компанії. Те, що вважається "легкими для розуміння" інструментом, може варіюватись у залежності від країни.

- **Попередження ризиків**. Можна впевнено припустити, що попередження ризиків дрібних інвесторів у середньому розвинуто краще, ніж попередження ризиків інституційних інвесторів, хоча такий підхід може змінитись разом із економічним циклом. Населення, зазвичай, схильне відмовлятись від частини прибутків, якщо емітент буде гарантувати відсутність втрат капіталу навіть у випадку продажу інструменту до завершення терміну його погашення. Так само багато інвесторів побоюються ризику втрати ліквідності. Тим інструментам, що надають можливість інвесторам забрати гроші до завершення кінцевого терміну погашення навіть за рахунок втрати через нижчий рівень номінального відсоткового прибутку, напевно буде віддаватися перевага у порівнянні з тими, що не передбачають такої можливості.
- **Оподаткування**. Дрібні інвестори можуть вважати привабливою можливість придбання фінансових інструментів, що звільнені від оподаткування, не лише з міркувань заощадження коштів, але й через той факт, що за таких умов значно знижуються адміністративні витрати інвестора.
- **Документальна форма**. За деяких умов може виявитися доцільною підготовка справжнього документу, що засвічує право на цінні папери (або принаймні необхідно передбачити таку можливість). Для деяких інвесторів може бути недостатньо одного лише запису у реєстру цінних паперів, особливо у тих країнах, де менш розвинуті ринки капіталу, а правова невизначеність призводить до недовіри до державних і приватних інституцій.

У цьому контексті значна кількість урядів вирішили запропоновувати різноманітні продукти, які розроблені спеціально для дрібних інвесторів, та які, у багатьох випадках, є неторгуємими. Водночас, у багатьох країнах дрібні інвестори мають можливість купувати ринкові цінні папери невеликого номіналу.

Таблиця 1

Програми державних запозичень у населення

Країни	**Торгуємі**	**Неторгуємі**
Бельгія		Так
Бразилія	Так	
Болгарія		Так
Канада		Так
Китай		Так
Німеччина	Так	Так
Індонезія		Так
Індія	Так	Так
Ірландія	Так	Так
Італія	Так	Так
Японія		Так
Пакистан	Так	Так
Південна Африка		Так
Швеція	Так	Так
Великобританія	Так	Так

Джерело: The Euromoney international debt capital markets handbook (2007)

3.2. Характеристика інструментів запозичення для дрібних інвесторів – переваги і недоліки різних інструментів

Крім загальних особливостей інструментів державних запозичень, розроблених для дрібних інвесторів, точні характеристики цих інструментів істотним чином залежать від попереднього досвіду заощаджень приватних. Країни, де відбулась гіперінфляція та/або

населення постраждало через масове знецінення національної валюти, вочевидь нададуть перевагу інструментам, що сприяють довгостроковій підтримці реальної вартості. Це можуть бути державні облігації, що прив'язані до рівня інфляції або до іноземної валюти. У країнах із більш стабільною макроекономічною ситуацією в минулому інвестори можуть зосередити основну увагу на питаннях стабільного прибутку. Надалі ми у загальних термінах наведемо перелік інструментів, які можуть бути запропоновані та проаналізуємо їх основні переваги та недоліки для інвесторів та держави. Інструменти з a. по d. розглядаються базуючись на припущенні, що вони мають утримуватись до строку погашення та що вони мають неторгуємий характер. Це означає, що перед інвесторами постає ризик втрати ліквідності. Пункт e. описує, яким чином може бути пом'якшене правило "утримання до кінця терміну погашення ".

a) Облігації, індексовані на рівень інфляції: Рівні номінального відсоткового прибутку, а також основна сума зазвичай прив'язані до індексу інфляції споживчих цін

   - Переваги для інвестора: Інвестор може захистити свої активи від втрати купівельної спроможності. Опосередковано він хеджується від знецінення валюти, оскільки в багатьох країнах інфляція відбувається разом із знеціненням валюти (особливо протягом значних проміжків часу)
   - Переваги для уряду: Припускаючи, що рівень інфляції зменшиться після випуску запозичень, що прив'язані до індексу інфляції, впаде рівень обслуговування боргу. Можна навіть стверджувати, що випуск запозичень, прив'язаних до індексу інфляції, заохочує до проведення антиінфляційної політики.
   - Недоліки для інвестора: ІСЦ може відхилятись від інфляції індивідуального кошику споживчих товарів інвестора. Тому існує вірогідність того, що попри інвестування в інструменти, які індексовані на рівень інфляції, населення може зазнати втрати купівельної спроможності.
   - Недоліки для уряду: Якщо інфляція зростає, також зростає і борговий тягар. На відміну від класичних інструментів із фіксованою відсотковою ставкою, в цьому випадку відсутня можливість зниження боргового тягаря за допомогою інфляції.

b) Облігації, індексовані відносно валютного курсу: Як рівень номінального відсоткового прибутку, так і основна сума прив'язані до курсу міжнародної валюти, наприклад долар США або Євро.

   - Переваги для інвестора: Інвестор отримує можливість захистити вартість своїх активів відносно тієї іноземної валюти, до якої прив'язаний даний інструмент. Для тих країн, де високий рівень інфляції та інвестори не довіряють національному індексу інфляції, у порівнянні із індексацією на інфляцію, перевага буде віддана прив'язці до міжнародної валюти.
   - Переваги для уряду: Оскільки прив'язаний до валюти інструмент запозичень має номінал у національній валюті, державний емітент не зобов'язаний обслуговувати це запозичення в іноземній валюті. Крім того, очікуваний прибуток від цих запозичень буде нижчий, ніж від запозичень із фіксованою відсотковою ставкою.
   - Недоліки для інвестора: Консервування купівельної спроможності може бути далеко не найкращим варіантом, оскільки імпортовані товари як правило надходять із різних країн із різним валютами. Крім того, існує вірогідність знецінення відповідної іноземної валюти.
   - Недоліки для уряду: У випадку значного знецінення національної валюти відповідно зростає і тягар запозичень. У такій ситуації може виникнути

замкнуте коло, оскільки більший тягар запозичень означає, що страждатиме платоспроможність держави, а це може призвести до відтоку капіталу, що означатиме подальше знецінення національної валюти, і так далі.

c) Облігації із плаваючою відсотковою ставкою: У цьому випадку рівень номінального відсоткового прибутку зазвичай прив'язаний до короткострокової ключової відсоткової ставки та коригується на регулярній основі (наприклад, у Бразилії, де частка запозичень із плаваючою відсотковою ставкою є досить значною, за основу було взято ставку центрального банку). Відсотковий дохід виплачується щоквартально або кожні півроку. Основна сума залишається незмінною.

- Переваги для інвестора: Інвестор не зазнає ризику від фіксації заниженого рівня номінального відсоткового прибутку за умов зростання відсоткової ставки. Крім того, інвестори певною мірою захищені від прискорення інфляції, за умови що короткострокові відсоткові ставки зростають у відповідь на зростання темпів інфляції. Так само інструменти з плаваючою відсотковою ставкою надають певний захист від знецінення національної валюти. Однак в обох випадках до інфляції та/або коливань валютного курсу можуть опосередковано бути скореговані лише виплати відсотків, а не основна сума.
- Переваги для уряду: Як правило облігації із плаваючою відсотковою ставкою можуть бути емітовані із більшим терміном погашення, ніж облігації із фіксованою відсотковою ставкою, оскільки інвестори не зазнають ризику фіксації заниженого рівня номінального відсоткового доходу в умовах зростання відсоткової ставки. Для уряду легше подовжити структуру термінів погашення портфелю державних запозичень, таким чином знижаючи ризик рефінансування.
- Недоліки для інвестора: Зазвичай короткострокові відсоткові ставки є нижчими за довгострокові відсоткові ставки, а це означає, що інвестори втрачають деякі прибутки.
- Недоліки для уряду: Зростає ризик щодо відсоткової ставки. Якщо цей інструмент становить значну частку сукупних державних запозичень, може виникнути замкнуте коло: припускаючи зростання відтоку капіталу, це призведе до підвищення відсоткової ставки, таким чином підвищуючи витрати на обслуговування запозичень із плаваючою відсотковою ставкою. Страждатиме кредитоспроможність держави, що призведе до підвищеного відтоку капіталу і так далі.

d) Облігації із фіксованою відсотковою ставкою: Рівень номінального відсоткового прибутку визначається заздалегідь і виплачується двічі на рік. Основна сума виплачується наприкінці терміну погашення.

- Переваги для інвестора: За умови адекватного рівня компенсації ризиків щодо придбання цього виду інструментів (особливо ризику прискорення темпів інфляції), доходність цих облігацій має бути відносно привабливою. Додатковою значною перевагою є простота та прозорість такого інструменту. У випадку пов'язаних облігацій не можна виключати вірогідність маніпуляцій емітента із основною змінною (рівень інфляції, валютний курс тощо). Таким чином, облігації із фіксованою відсотковою ставкою мають особливу привабливість на початковому етапі, в країнах, де уряди стикаються з проблемою недовіри щодо правильного підрахунку необхідних виплат.
- Переваги для уряду: Інструменти з фіксованою відсотковою ставкою полегшують для уряду управління запозиченнями, оскільки майбутні виплати по обслуговуванню боргу є заздалегідь відомими (наприклад, в порівнянні з облігаціями із плаваючою відсотковою ставкою, коли відтік готівкових коштів

чітко не визначений). Крім того, при рості інфляції тягар запозичень зменшується пропорційно до фіксованої ставки.

- Недоліки для інвестора: Інвестор зазнає ризику високого рівня інфляції. При рості інфляції знижуються як реальна вартість виплат за номінальним відсотковим доходом, так і основна сума.
- Недоліки для уряду: З точки зору попередніх очікувань, облігації із фіксованою відсотковою ставкою являють собою найдорожчий спосіб фінансування державних запозичень.

e) Інструменти з a. по d. можуть бути наділені опцією повернення облігації емітенту до завершення кінцевого терміну погашення (пут-опціон). Існує декілька можливих варіантів характеристик такого опціону, наприклад:

i. Повернення облігації протягом заздалегідь повідомленого періоду, наприклад 3 місяці

ii. Відсутність можливості повернути облігацію протягом першого року, а потім – у будь-який час

iii. Повернення максимального обсягу облігацій протягом 1 місяця/кварталу/року

iv. Повернення облігації у будь-який час, однак із виплатою пені

v. Комбінація варіантів з i. по iv.
   - Переваги для інвестора: ризик втрат є меншим, ніж за відсутності такого опціону.
   - Переваги для уряду: суверенний емітент повинен мати змогу запропонувати нижчий відсотковий дохід, оскільки існує ризик дострокових виплат. З точки зору очікувань це означає менші видатки на обслуговування боргу.
   - Недоліки для інвестора: Нижчий відсотковий дохід, ніж для інструментів без пут-опціону.
   - Недоліки для уряду: В залежності від форми обраного опціону виникає ризик дострокових виплат. У крайньому випадку (банкротство суверена) більшість інвесторів скористуються своїм правом на повернення облігації, що призведе до масових вимог щодо повернення вкладів (подібно до банківських вкладів).

f) Інструменти (від a до d) могли б бути наділені складними відсотками, що означало б, що виплати відсотків за купонами не проводитимуться, а акумулюватимуться та виплачуватимуться відповідно до строків виплат по облігаціям. Наприклад, У Німеччині пропонуються роздрібні облігації зі складними відсотками.

g) Інструменти a – d могли б бути торгуємими інструментами. В такому випадку інвестор не зіткнеться з ризиком втрат, але зіткнеться з ціновим ризиком, якщо облігація продається достроково, оскільки ціна вищезгаданих інструментів може змінюватись. Навіть у випадку облігацій з плаваючою відсотковою ставкою існує певний ціновий ризик, оскільки кредитоздатність емітента може змінюватись.

h) Лотерейні облігації: ці облігації випускаються для різних цілей. Вони існують, наприклад, в Ірландії, Пакистані, Швеції. Далі ми наведемо приклад Великобританії, де частка лотерейних облігацій становить 3%. Інвестори мають змогу купляти лотерейні облігації на мінімальну суму 100 фунтів (100 фунтів – 100 лотерейних облігацій). Таким чином, вони беруть участь у місячному лотерейному розіграші, в якому максимально можливий виграш становить 1 млн. фунтів. Там не існує виплат за купонами. Повернення облігації уряду без штрафних санкцій є можливим у будь-який час (пут-опціон).

- Переваги для інвестора: Інвестор купує поєднання облігації та лоту. За доброї вдачі він може виграти набагато більше, ніж за звичайною облігацією. До того ж інвестор захищений від втрати капіталу.
- Переваги для уряду: загальна сума виплат може бути нижчою, ніж у випадку звичайних облігацій, оскільки люди надають певної цінності лотерейному компоненту облігації.
- Недоліки для інвесторів: Інвестори не мають обчислюваного грошового потоку.
- Недоліки для уряду: Додаткова вартість через більш складну структуру облігації.

і) Ощадні рахунки з щоденним нарахуванням відсотків: на такий рахунок можна покласти гроші під регульований відсоток. Інвестори мають змогу знімати свої гроші на щоденній основі (або з певними обмеженнями як, наприклад, визначення максимальної суми для щоденного зняття). У Німеччині лише у минулому році були запровадженні подібні ощадні рахунки у формі облігацій грошового ринку (див. нижче).

- Переваги для інвесторів: Ощадний рахунок надає інвесторам найвищий ступень гнучкості, оскільки зняття грошей є можливим щоденно.
- Переваги для уряду: Оскільки інвестори мають можливість знімати свої кошти з рахунків щоденно, існуватиме як правило більш-менш постійний запас грошей, розміщених на цих рахунках. Це могло б надати уряду відносно стабільні та дешеві фінансові ресурси.
- Недоліки для інвесторів: Висока гнучкість ощадного рахунку супроводжується низьким прибутком у порівнянні з більш довгостроковими інструментами.
- Недоліки для уряду : Побоювання щодо дефолту держави може спровокувати панічне зняття грошей з ощадних рахунків.

На практиці уряди розробляють різні варіанти вищезгаданих інструментів. Загалом ми б рекомендували розпочати програму роздрібних облігацій з невеликою кількістю зрозумілих інструментів. В разі успіху, можна запровадити більше варіантів, які задовольнять преференції навіть більш дрібних інвесторів. Наприклад, у Польщі програма розпочалась із запровадження індексованих облігацій, оскільки було ясно, що громадяни мали чіткі преференції щодо такого інструменту, який давав їм змогу захиститися від втрати купівельної спроможності.

4. Дистрибуція та маркетинг

4.1. Дистрибуція

Окрім розробки дієвих фінансових продуктів важливо також знайти ефективні шляхи продажу цих інструментів. В принципі чим більшою буде мережа розповсюдження, тим вищими будуть шанси на успішний продаж облігацій. Найбільш економічно ефективним рішенням було б використати існуючу мережу розповсюдження. Це могли б бути банки з розгалуженою мережею відділень, поштові відділення або мережі супермаркетів. До того ж можна було б задіяти мережу Інтернет. Деякі з цих варіантів розглядаються нижче.

Банки з розгалуженою мережею відділень

Як правило банки не дуже охоче продають облігації державної позики дрібним інвесторам, оскільки намагаються продавати власні фінансові інструменти. Отже уряду необхідно запровадити деякі заохочувальні заходи, наприклад, виплати конкурентних асигнувань в залежності від обсягу транзакції. Інакше приватні інвестори повинні сплачувати комісію. Тим не менш, фінансова установа може бути не зацікавлена у визначенні обґрунтованої структури платежів за інструменти державного займу. Якщо

уряд запровадить максимальну плату, вищезгадана проблема заохочення постає знову. Досвід США у цій сфері може бути повчальним. Хоча на сьогоднішній день існують близько 40000 фінансових установ, які мають право продавати так звані ощадні облігації, платежі, які здійснюватиме Казначейство банкам становитимуть 0,50-0,85 дол. США за транзакцію, що, як повідомляється, покриває не більше 25% від вартості оформлення транзакції з купівлі ощадних облігацій. Не дивно отже, що частка ощадних облігацій у загальному обсязі цінних паперів державної позики, що тримаються у приватних руках, різко зменшилась за останні десятиліття до 2,5% на кінець 2008 року.

Мережа поштових відділень

Використання цієї мережі дозволило б розширити сферу охоплення, особливо у сільській місцевості. В той самий час, працівники пошти будуть повинні пройти спеціальне навчання, що потребуватиме додаткових витрат. До того ж, інвестиції у створення необхідної інфраструктури для проведення фінансових транзакцій будуть вищими, ніж у випадку використання мережі банківських відділень .

Міністерство фінансів та/або центральний банк, через відповідні відділення.

Як правило, мережа відділень не є дуже широкою, якщо вона взагалі існує. Це означає, що міністерству фінансів/центральному банку буде необхідно створити мережу відділень. Це могло б підвищити довіру до інструментів державної позики. До того ж, уряд мав би прямий контроль за процесом продажу. Тим не менш, початкові інвестиції були б високими. Ми вважаємо, що затрати на початкові інвестиції та операційні витрати перевищать такі переваги, як довіра та прямий контроль (які можна отримати іншими засобами).

Інтернет

За певних умов цей шлях є найбільш низьковитратною альтернативою для продажу роздрібних інструментів державної позики. Тим не менш, отримати доступ до широкого кола домогосподарств може бути проблематично. У більшості країн з економікою, що розвивається, рівень підключень до Інтернету є все ще дуже низьким. До того ж, інвесторам необхідно мати кредитну картку або поточний рахунок, з якого гроші можуть зніматись в електронний спосіб. Навіть у Німеччині, де приблизно 250 з 1000 осіб мають доступ до Інтернету, цей шлях розповсюдження роздрібних облігацій залишається недорозвинутим.

Як правило міністерства фінансів використовують різні шляхи розповсюдження, оскільки вони є взаємодоповнюючими. Наприклад, у ПАР роздрібні облігації можна замовити на пошті, у банках, супермаркетах та через Інтернет.

Ощадні схеми

Може бути ефективним запропонувати ощадні схеми. Наприклад, інвестору можна надати можливість купляти щомісяця певну кількість роздрібних облігацій. Це могло б відбуватись через банківський рахунок або через рахунок в агентстві з управління державним боргом (якщо такі існують). У Німеччині такі ощадні схеми з урядовими облігаціями дуже поширені. Ощадні схеми могли б також бути прив'язані до виплати заробітної плати. За цією схемою роботодавець щомісяця купляє визначений обсяг роздрібних облігацій, які потім переводяться на особисті рахунки працівників. Така схема застосовується у США.

4.2. Маркетинг

Маркетинг є надзвичайно важливим на етапі запровадження програм роздрібних облігацій державної позики. На цьому етапі уряд повинен проводити рекламні кампанії на телебаченні, радіо, пресі та в Інтернеті з метою популяризації нових фінансових продуктів. При цьому, успіх маркетингової кампанії залежить в основному від

правильного вибору продуктів. Фінансові інструменти мають бути підігнані під потреби приватних домогосподарств, та залишатись при цьому зрозумілими. Хоча певний обсяг реклами необхідно розміщувати й на пізніших етапах, основний обсяг маркетингових витрат повинен бути сконцентрований на початку кампанії.

5. Міжнародний досвід

Якщо розглядати міжнародний досвід, то можна побачити, що у світі існує багато країн, які в минулому запроваджували програми роздрібних фінансових інструментів. Детальний огляд існуючих роздрібних інструментів у країнах ЄС наведений в Таблиці А у Додатку. Проте можна вчитися не лише на прикладі зрілих фінансових ринків таких, як Німеччина або Великобританія, але також й на прикладах менш розвинених країн, таких як Південна Африка та Польща. Надалі наша увага буде зосереджена на ПАР та Німеччині.

5.1. ПАР

Міністерство фінансів запровадило програму роздрібних облігацій у 2004 р. з емісією перших облігацій у травні 2004 р.

Згідно до повідомлень міністерства, основними цілями роздрібної програми були

- стимулювання заощаджень: підвищення обізнаності населення щодо важливості заощаджування коштів
- запропонувати дрібним інвесторам більший вибір фінансових інструментів для інвестування
- розширити базу інвесторів.

Здійснення впливу на "заощаджувальну" поведінку домогосподарств видається особливою мотивацією. Оскільки на відповідному веб-сайті відводиться багато місця поясненню причин низької культури заощаджень серед приватних домогосподарств Південної Африки.

5.1.1. Інструменти

Роздрібні облігації є неринковими інструментами, які ще називають "роздрібними ощадними облігаціями ". Випускаються два основних інструменти: облігації з фіксованою відсотковою ставкою та облігації з індексованою відсотковою ставкою. Обидва пропонуються на три різні терміни: 3, 5 та 10 років.

Спільні риси роздрібних ощадних облігацій з фіксованою відсотковою ставкою та облігацій з індексованою відсотковою ставкою:

- Мінімальний обсяг капіталу: 1000 Rand (приблизно 85 євро) за купівлю, з максимальною кількістю у 1000000 Rand (приблизно 85000 євро) для загального обсягу індивідуального портфелю.
- Умови допуску: тільки фізичні особи, які є або громадянами або постійними резидентами ПАР та мають дійсний ідентифікаційний номер ПАР, а також мають банківський рахунок у фінансовій установі країни.
- Дострокове зняття коштів: номінальна сума буде виплачена інвесторам по закінченню терміну. Тим не менш, інвестор може зняти частину або всю суму до закінчення терміну, але лише через 12 місяців після розрахункової дати зі сплатою штрафу. Сума штрафу дорівнює приблизно сумі виплати одного купону.
- Опціон покупця за згоди казначейства: Державне казначейство залишає за собою право дозволити дострокове зняття коштів до закінчення дванадцятимісячного періоду з дати розрахунку, але лише за надзвичайних обставин.
- Відсутність особливого режиму оподаткування відсотків, виплачених за роздрібними облігаціями.

Роздрібні ощадні облігації з фіксованою відсотковою ставкою

- Встановлення ціни облігації: превалюючий купон для кожного з термінів роздрібних ощадних облігацій оцінюється на основі поточної кривої доходності урядових облігацій. На практиці, доходність роздрібних облігацій змінюється лише тоді, коли доходність урядових облігацій змінюється більше ніж на 50 базисних пунктів (0,5%) протягом місяця.
- Виплата за купоном: виплата за купоном кожної роздрібної ощадної облігації з фіксованою відсотковою ставкою перераховується на визначений банківський рахунок. В той же час, інвестори мають змогу реінвестувати загальний обсяг своїх платежів за купонами.
- Спеціальний графік виплат за купонами для пенсіонерів: пенсіонери віком від 60 років мають змогу отримувати свої виплати за купоном щомісяця.

Роздрібні ощадні облігації з Індексованою відсотковою ставкою

- Опис: розмір капіталу, а також виплата за піврічним купоном коригуються відповідно до інфляції споживчих цін за показником ІСЦ.
- Визначення ціни облігації: ціни купонів для кожного строку визначаються в залежності від кривої доходності урядових облігацій, прив'язаної до інфляції.
- Виплата за купонами: виплати інвесторам за купонами здійснюються один раз на півроку.
- Реінвестування: не існує можливості реінвестування виплат за купонами.

5.1.2. Дистрибуція та ринкова частка

Дистрибуція

Транзакція може здійснюватись через різні пункти продажу:

- Будь-яке відділення пошти ПАР
- Будь-який мережевий супермаркет
- Веб-сайт RSA (www.rsaretailbonds.gov.za)
- У Державному казначействі
- У телефонному режимі

Ринкова частка

На початок 2008 року ринкова частка роздрібних облігацій складала лише 0,3% (приблизно 2,5 млрд. Rand або 200 млн. євро). Хоча роздрібна програма була запроваджена досить нещодавно (травень 2004), її розвиток викликає певені розчарування. Тим не менш, з огляду на світову фінансову кризу, програма могла б набути певної позитивної динаміки, оскільки люди шукають альтернативу банківським депозитам та фондовим інвестуванням.

5.1.3. Висновки

Програма роздрібних облігацій ПАР характеризується неторгуємими та зрозумілими продуктами. Враховуючи високі показники інфляції в минулому, вважається доцільним пропонувати роздрібні облігації з індексованою відсотковою ставкою. Громадяни мають багато різних можливостей купляти роздрібні облігації. Можливість купляти роздрібні облігації через різні мережі супермаркетів означає, що ці мережі є дуже розгалуженими. Тим не менш, передумова наявності банківського рахунку може виявитися проблематичною для великої частки населення, що виключає їх з реалізації мети заохочення збільшення заощаджень. Так само встановлення мінімальної суми у 1000 Rand для здійснення інвестування не видається прийнятним для груп населення з низькими доходами. Хоча ринкова частка роздрібних облігацій все ще залишається дуже низькою, це не означає, що програма роздрібних облігацій не може бути успішною в майбутньому. Внесення деяких коректив у програму, можливо щодо більш ефективної

рекламної кампанії (у нас немає інформації щодо методів проведення рекламної кампанії), а також зміни у фінансовому середовищі (міжнародна фінансова криза), могли б сприяти збільшенню громадського інтересу до програми.

5.2. Німеччина

Німецьке агентство з управління державним боргом запровадило роздрібні облігації у 1969 році. У 2008 р. (Deutsche Finanzagentur) розпочало рекламну кампанію для збільшення частки дрібних інвесторів на ринку облігацій державної позики з 2% до 3-5%, що дорівнювало приблизно 50 млрд. євро. Хоча агентство спрямовує свої зусилля на дрібних інвесторів вже протягом 40 років, остання кампанія привернула багато уваги завдяки першому за 30 років оновленню роздрібних продуктів: у липні 2008 р. агентство запровадило облігації грошового ринку для дрібних інвесторів, залучивши менш, ніж за рік 3,4 млрд. євро.

Головною мотивацією останніх зусиль зі збільшення частки дрібних інвесторів в облігації державної позики є розширення джерел фінансування. Заслуговує на увагу те, що агентство також позиціонує себе в якості конкурента приватним банкам, рекламуючи, наприклад, безкоштовність депозитів в ньому на відміну від приватних банків.

5.2.1. Інструменти

Спектр продуктів, що пропонується приватним інвесторам, варіюється від неринкових облігацій з пут опціоном до ринкових облігацій, які продаються також інституційними інвесторами. До того ж, агентство надає дрібним (а також інституційним) інвесторам можливість відкривати в агентстві рахунок у цінних паперах (обмежується державними цінними паперами) та проводити через цей рахунок операції з більшістю державних цінних паперів. Придбання та продаж через агентство є безкоштовними. Роздрібні облігації державної позики не звільняються від оподаткування.

Неторгуємі

Облігації грошового ринку: облігація грошового ринку може бути придбана лише через агентство з управління державним боргом. Мінімальна сума для інвестування складає 50 євро. Максимальна сума інвестування за один день становить 250000 євро. Зняття коштів можливе кожний робочий день з максимальною сумою 1 млн. євро на день. Інвестувати у цей продукт дозволяється не лише дрібним, але й інституційним інвесторам.

Цінний папір федерального казначейства (Finanzierungsschätze): цей короткостроковий цінний папір має термін 1 та 2 роки. Це дисконтований папір без виплат за купонами. Цей папір не дозволяється повертати в агентство достроково. Мінімальна сума для інвестування складає 500 євро, а максимальна – 250 000 євро на день. За виключенням банків купувати цей інструмент дозволяється всім.

Довгострокове федеральне ощадна облігація (Bundesschatzbriefe): головною особливістю цього паперу є те, що виплати за купонами зростають кожного року за визначеною схемою. Купувати ці інструменти дозволяється лише фізичним особам та неприбутковим організаціям. Мінімальна сума для інвестування складає 50 євро. Максимальна сума не обмежується. Через 12 місяців інвестор має право зняти кошти достроково у максимальному розмірі до 5000 євро протягом 30 днів. Строк дії інструменту складає 6 років (Тип А) та 7 років (Тип В). За роздрібними облігаціями Типу А виплати за купонами здійснюються щорічно, у той час як за облігаціями типу В виплати за купонами реінвестуються.

Торгуємі

Приватним інвесторам дозволяється купувати весь набір інструментів державної позики. Тим не менш не всі з цих інструментів можуть бути придбані або продані через рахунки цінних паперів у агентстві з управління боргом.

П'ятирічні федеральні облігації: серед ринкових цінних паперів п'ятирічні облігації користуються найбільшим попитом серед дрібних інвесторів. Цей інструмент є класичною облігацією з фіксованою відсотковою ставкою (щорічні виплати за купонами, виплата номінальної суми після закінчення строку) та може продаватись на біржі. Це означає ціновий ризик для інвестора. Мінімальна сума для інвестування складає 110 євро. Облігація продається через агентство з управління боргом. Як правило звичайна мінімальна сума складає 1000 євро.

Інфляційно-індексовані облігації: на даний момент існують два види інфляційно-індексованих облігацій, що мають строк дії 5 та 10 років. Ці облігації неможна придбати через агентство. Тим не менш, дрібні інвестори можуть придбати їх через банківські рахунки цінних паперів та перевести їх на власні рахунки цінних паперів в агентстві без сплати будь яких зборів.

Інші інструменти, доступні для дрібних інвесторів: Окрім вищезгаданих цінних паперів іншими інструментами, які можуть придбати дрібні інвестори, є облігації з початковими строками від 10 до 30 років (Bundesanleihen), дворічні облігації (Bundesschatzanweisungen) та облігації у доларах США з початковим строком 5 років. Як правило мінімальна сума для інвестування становить 1000 євро (та 1000 дол. США у випадку доларових облігацій). Обмеження щодо максимальної суми не існує. Купівля цих фінансових інструментів здійснюється лише через фінансові інституції. За виключення доларових облігацій всі вищезгадані облігації можна розміщувати на рахунках цінних паперів у агентстві з управління боргом. Трансферт є безкоштовним.

Заплановані фінансові інструменти: Агентство з управління боргом планує запровадити стандартизований інвестиційний фонд, який включає облігації державної позики з різними строками. Крім того, найближчим часом будуть запроваджені роздрібні облігації, індексовані відносно рівня інфляції.

5.2.2. Дистрибуція та ринкова доля

Дистрибуція

Тоді як облігації грошового ринку можуть бути придбані тільки через агенцію управління державним боргом, облігації для дрібних інвесторів пропонуються як агенціями з управління боргом, так і більшістю фінансових установ (комерційними, ощадними та кооперативними банками). Інші облігації, які купуються інституційними інвесторами, але в той самий час доступні для роздрібних інвесторів також можуть бути придбані через фінансові установи. Що стосується облігацій, які продаються напряму через агенції з управління боргом, інвестори можуть замовити ці цінні папери через пошту, телефон або Інтернет. Якщо ж проводяться операції з такими паперами між фінансовими установами, основним каналом зазвичай є телефон, Інтернет або безпосередньо банківські відділення.

Такі роздрібні продукти мають важливу перевагу - інвестори можуть купувати їх через накопичувану схему на регулярній основі.

Ринкова доля

Ринкова доля торгівлі облігаціями для дрібних інвесторів (Bundesschatzbriefe та Finanzierungsschätze), як відсоток від загального федерального боргу, становить 1,1%. Грошовий ринок облігацій, які також можуть бути придбані інституційними інвесторами, займає 0,34% загального боргу. Якщо взяти до уваги те, що гуртовий продаж облігацій також входить до портфелю роздрібних інвесторів, то доля дрібних інвесторів в державному борзі складає біля 2% (станом на січень 2009 року). Агенція державного

боргу має намір збільшити свою частку з 3 до 5% в 2013 році. Наразі агенція управляє 450000 роздрібними рахунками та планує до 2013 року збільшити цю кількість вдвічі.

5.2.3. Висновок

Нещодавня ініціатива Агенції державного боргу залучити більше роздрібних інвесторів увінчалася успіхом. Агенція завдячує зростанням кількості рахунків останніми місяцями успішній маркетинговій компанії, добрим продуктам, але й також банківській кризі. Так як більшість банків зіткнулась з певними складнощами, фондовий ринок перегрівся, а деякі корпоративні клієнти збанкрутили, люди відчайдушно шукали тихої гавані. Грошовий ринок облігацій став найпривабливішим інструментом, так як він надав інвесторам найбільшу гнучкість поряд з повною відсутністю ризику. Так як облігації для дрібних інвесторів можуть бути куплені через накопичувальну схему, на ці інструменти був доволі високий попит.

Федеральна агенція державного боргу доволі швидко адаптувалася до потреб інвесторів в Німеччині. Ці потреби різняться за рівнем витонченості. Незважаючи на те, що можливість мати рахунок цінних паперів в агенціях з управління боргу має певні переваги для роздрібних інвесторів (менші витрати, більший рівень захисту), складність продуктів (наприклад, існування облігацій з поступово зростаючими купонними виплатами) може бути дещо високою для ринків, де інвестори не так добре ознайомлені з фінансовими продуктами. Найпростішим з цінних паперів такого типу безперечно є короткострокові облігації. Цей інструмент не є надійним інструментом збереження, в той самий час він може бути принаймні чудовим маркетинговим інструментом для залучення дрібних інвесторів.

5.3. Ціноутворення для роздрібних облігацій

Зазвичай уряд бере за базу для встановлення ціни на роздрібні облігації державні облігації, що доступні для широкого загалу. Проте не існує чіткого співвідношення між доходами по облігаціям дрібних інвесторів та доходами по облігаціям інституційних інвесторів. В США та Сполученому Королівстві дрібним інвесторам сплачується відсоток дещо нижчий ніж великим інвесторам. В Німеччині ми також можемо спостерігати суттєву відмінність між відсотковими ставками. В Південній Африці навпаки здається, що гуртові інвестори отримують менший дохід за дрібних гравців.

Таблиця 2

Приклади поточних цін на облігації для дрібних інвесторів

Державні облігації для дрібних інвесторів		Державні облігації для інституційних інвесторів	
Південна Африка (Moody's: Baa1 / S&P: BBB+ / Fitch: BBB+)			
2-річні з фіксованою ставкою	9,00	2-річні з фіксованою ставкою *	7,16*
3-річні з фіксованою ставкою	9,25		
5-річні з фіксованою ставкою	9,75	5-річні з фіксованою ставкою **	8,45**
3-річні індексовані на інфляцію	2,25 (+інфляція)		
5-річні індексовані на інфляцію	2,50 (+інфляція)		
10-річні індексовані на інфляцію	2,75 (+інфляція)		
* виплата в серпні 2010			
** виплата в вересні 2015			
Німеччина (Moody's: Aaa / S&P: AAA / Fitch: AAA)			
Облігації грошового ринку (Tagesanleihe)	0,28		
5-річні з фіксованою ставкою (торгуємі, малого номіналу)	2,51	5-річні з фіксованою ставкою	2,47
6- річні облігації з поступовим зростанням купонних виплат (якщо зберігаються до строку виконання)	2,68	6-річні з фіксованою ставкою	2,81
7- річні облігації з поступовим зростанням купонних виплат (якщо зберігаються до строку виконання)	2,99	7-річні з фіксованою ставкою	3,05
Сполучене Королівство (Moody's: Aaa / S&P: AAA / Fitch: AAA)			
Депозитні рахунки з легким доступом	0,3 – 0,7		
2-річні ощадні сертифікати з фіксованою ставкою (якщо зберігаються до строку виконання)	0,95	2-річні з фіксованою ставкою	1,16
5-річні ощадні сертифікати з фіксованою ставкою (якщо зберігаються до строку виконання)	1,90	5-річні з фіксованою ставкою	2,79
США (Moody's: Aaa / S&P: AAA / Fitch: AAA)			
облігації серії EE (строк виконання 30 років, може бути виконаний після 12 місяців, може бути виконаний без накладання штрафів через 5 років) (ці облігації могли бути замінені на облігації з нульовими купонними виплатами в квітні 2005 року проте з зміною в структурі доходів)	90% середнього за 6 місяців ринкового доходу по 5-річним казначейським облігаціям	30-річні з фіксованою ставкою	-

Джерела: Bloomberg, сайти Державного Казначейства Південної Африки, Deutsche Finanzagentur, Система національних заощаджень та інвестицій (СК), Казначейство Сполученого Королівства, дані станом на 26 червня

Беручи до уваги те, що інвестори Сполученого Королівства тримають пут-опціони, а доходи не обкладаються податками, недивно, що доходи інвесторів по облігаціям є дещо нижчими за виплати по схожим інструментам для великих інвесторів. Проте, незважаючи на те, що в Південній Африці дрібні інвестори також утримують пут-опціони (доходи обкладаються податками) доходи дрібних інвесторів є вищими за доходи інституційних інвесторів. Це можна трактувати як засіб субсидування облігацій для дрібних інвесторів.

6. Поточні плани в Україні

Багато з зазначених вище загальних аргументів на користь ринку облігацій для дрібних інвесторів можуть бути застосовані і до України. І Держава, і вкладники можуть скористатися вигодами від використання цих інструментів:

Переваги ринку державних облігацій для Українських вкладників

Через фінансову та економічну кризу багато людей втратили довіру до банківського сектору і зберігають гроші «під матрацом». Безумовно це не є оптимальною стратегією. Наприклад, є ризик крадіжки. На доданок люди втрачають гроші, через те що готівка не приносить ніякого доходу. Стає ясним, що люди хтіли б мати альтернативний спосіб зберігання грошей без ризику їх втратити. Більше того, ощадні інструменти, що пропонуються банками не задовольняють потреб клієнтів в частині, що стосується гнучкості та дострокового зняття. Так як банки наразі не можуть запропонувати альтернативні інструменти, було б логічним уможливити, навіть в короткочасній перспективі, розміщення цінних паперів серед дрібних інвесторів державними установами (такими як Міністерство Фінансів або центральний банк), через які ці папери можуть купуватися.

Переваги ринку державних облігацій для українського Уряду

Беручи до уваги, що український Уряд зіткнувся з проблемами фінансування, будь-які засоби, що можуть допомогти Україні вийти з кризи мають бути вивчені. Одним з важливих інструментів в цьому випадку може бути розвиток ринку державних облігацій для дрібних інвесторів. Так як українці шукають альтернативні варіанти для збереження власних коштів, припустивши що відповідні інструменти будуть створені (див. нижче), такий проект може бути успішним. Говорячи про це, необхідно мати на увазі, що перед Державою стоятиме складна задача з залучення кількості дрібних інвесторів достатньої для розв’язання проблем з фінансуванням державного бюджету в Україні. Проте, існує декілька важливих довгострокових аргументів на користь ринку державних облігацій. По-перше, його розвиток дозволить скоротити рівень залежності України від іноземних інвесторів. Так як фінансування буде розширено та стабілізовано. По-друге, структура українського боргу дещо зміниться в бік збільшення деномінованого в гривні боргу, що допоможе суттєво підвищити гнучкість реагування на фінансові кризи.

Не заважаючи на те, що наразі ринок державних облігації для дрібних інвесторів в інших країнах не відіграє визначальної ролі, в минулому він дозволяв задовольняти потреби в фінансуванні державного бюджету багатьох країн. Фінансова криза закладає насіння для відновлення довіри до боргових інструментів для дрібних інвесторів. Здається, що зараз добрий момент для започаткування такого проекту. Досвід Німеччини тільки підкріплює це твердження.

Нещодавні заходи українського Уряду

Український Уряд нещодавно здійснив декілька кроків у напрямку започаткування програми по створення ринку облігацій для дрібних інвесторів. Законодавчою основою цього рішення є Постанова Кабінету Міністрів України від 14.04.2009[1]. Постанова містить інструкції Міністерству Фінансів щодо випуску державних облігацій для дрібних інвесторів в гривні з такими основними характеристиками:

- Фізичні особи можуть купувати купонні облігації в документарній формі
- Основна сума складає 500 грн.
- Купон дорівнює 20 грн. та сплачується кожні три місяці, тобто купонні виплати становлять 80 грн. на рік, або 16% річних
- Строк виконання 12 місяців
- Обсяг кожного випуску дорівнюватиме 200 млн. грн., новий випуск може бути розміщений тільки після викупу попередньої емісії

Розміщення облігацій буде здійснюватися через відділення ВАТ Ощадбанку, який буде головним агентом по емісії, доставці, збору, обігу, виплатам та ліквідації облігацій.

За надання вказаних послуг Ощадбанк буде отримувати відповідну винагороду:

- за виконання функцій розміщення, інкасації, обслуговування обігу, погашення та знищення казначейських зобов'язань у розмірі 1 відсоток номінальної вартості реалізованих казначейських зобов'язань
- на покриття витрат за доставку бланків казначейських зобов'язань у розмірі 0,2 відсотка номінальної вартості казначейських зобов'язань, що підлягають розміщенню.

7. Рекомендації з політики для України

Започаткування ринку облігацій для дрібних інвесторів має розглядатися як довготерміновий проект. Зокрема, облігації для дрібних інвесторів не повинні розглядатися як інструмент розв’язання фіскальних проблем, що були викликані економічною та фінансовою кризою. Це означає, що короткостроковою ціллю є створення та просування цих інструментів. В цьому відношенні, важливо чітко позиціонувати вказаний продукт, як такий, що розповсюджується на вільних засадах, на противагу попереднім (радянським) схемам обов’язкової участі, досвід якої ще живий у свідомості частини населення (старшого покоління). Ясна та унікальна стратегія брендінгу є необхідним кроком для розмежування нових та старих продуктів. Населення має бути проінформовано про новий інструмент та мати добрий досвід його використання. З часом, цей інструмент набуватиме кількісної важливості, проте потягом наступних місяців його фіскальна роль не повинна бути агресивно анонсована. Коротко: якщо нові облігації зможуть полегшити фінансування Державного бюджету, це добре. Якщо ні, це не має розглядатися як провал.

7.1. Короткострокові рекомендації

Центральною задачею в короткотерміновій перспективі є вдале введення облігації для населення. З метою виконання цього завдання, інструменти мають бути привабливими для населення та легкими в оберті. Незважаючи на те, що є декілька аргументів на

[1] Див. Постанову 362 від 14.04.2009 "Про випуск казначейських зобов'язань" (зі змінами в Постанові КМУ 470 від 13.05.2009).

користь індексації основної суми боргу та/або виплатам по ньому, ми переконані що принаймні на початковій стадії облігації не мають бути прив'язані до будь-якої з таких змінних, як ІСЦ, валютний курс, ціни на золото та/або базової відсоткової ставки. По-перше, надзвичайну важливість має забезпечення як можна більшої простоти облігацій. По-друге, індексація основної суми боргу облігацій в принципі може бути невірно використана державою, як головним боржником. На практиці, всі офіційні змінні та індекси розраховуються державою, а тому конфлікту інтересів буде важко уникнути. Наприклад, якщо облігація прив'язані до курсу грн./дол. США, яке значення необхідно застосовувати: ринковий міжбанківський курс, офіційний курс НБУ або середній курс в кіосках? Можливість маніпуляції базовими показниками зі сторони держави може відвадити потенційних покупців-домогосподарств від купівлі індексованих облігацій.

Рекомендація 1: Ми надаємо перевагу простому («ванільному») підходу, що запропонований державою. На теперішній час, будь яка прив'язка виплат по основній сумі боргу або відсотками до змінної/індексу може зменшити попит на новий інструмент та підірвати весь проект.

Ключове питання стосовно специфічних характеристик облігацій для роздрібних інвесторів - це питання валюти емісії. Існує суттєвий стимул випуску роздрібних облігацій в іноземні валюті, так як багато домогосподарств таки зберігають гроші в іноземній валюті. Проте потенційні переваги такого кроку мають бути порівняні з негативними наслідками такої політики. Як продемонструвала остання криза, доларизація країни є ключовою слабкою стороною фінансової системи, що безперечно тільки поглибило кризу. Таким чином, ми настійно рекомендуємо не впроваджувати наразі облігації в іноземній валюті. Деномінація в іноземній валюті може створити валютні ризики та прискорити доларизацію економіки країни.

Рекомендація 2: Облігації для дрібних інвесторів (та державні облігації в цілому) мають бути деноміновані в національній валюті, як передбачено поточною Постановою. В цілому, урядовці мають уникати заходів, що можуть потенційно призвести до доларизації економіки країни.

Більше того, з метою збільшення привабливості для інвесторів цих облігацій, вони мають приносити гідний дохід. Зокрема, відсоткова ставка має бути вищою за рівень інфляції[2].

Рекомендація 3: Відсоткова ставка має принаймні покривати поточний рівень інфляції на рівні 15%. Беручи до уваги поточні тенденції щодо дезінфляції, відсоткова ставка в 16% передбачена в постанові має розглядатися як релевантна.

В цей самий час, фаза впровадження облігацій має бути використана для збору інформацій щодо уподобань населення щодо облігацій для дрібних інвесторів. Авжеж дехто може мати здогадки щодо таких уподобань, проте не існує іншого способу їх чіткого визначення ніж емпірична перевірка. Так, Уряд має спробувати отримати інформацію стосовно вподобань населення щодо строку виплат по облігаціям. Для цієї мети, ми пропонуємо одночасно запровадити два інструменти: один з терміном сплати через 12 місяців (як передбачено) та інший вже через 6 місяців. Негайно виникає питання щодо можливості подовження терміну таких короткострокових облігацій, ми вважаємо, що цьому питанню необхідно приділити особливу увагу. Облігації для дрібних інвесторів можуть бути охарактеризовані - на противагу облігаціям для крупних інвесторів – як такі, що мають відносно стабільну та високу частку продовження. Можна звернутися до попередньо наведеного прикладу, що ці види облігацій пристосовані для різних видів інвесторів - населення та (часто іноземних) інституційних інвесторів. Проте,

[2] В економічному сенсі, з нашої точки зору, позитивна реальна відсоткова ставка є необхідною умовою з нашої точки зору.

для того щоб ще більше полегшити подовження короткострокових облігацій для дрібних інвесторів, агенції з їх продажу мають бути спроможні негайно запропонувати нові облігації роздрібному клієнту.

Рекомендація 4: На доданок до 12-місячної облігації, держава має запропонувати 6-місячні облігації з меншою доходністю. В такий спосіб, уряд зможе вивчити попит, в частині вподобань щодо терміну виплат. Більше того, з метою спрощення процедури продовження цих більш коротких інструментів - що може відноситися до обов'язків Міністерства Фінансів - агенції з продажу повинні весь час мати можливість запропонувати клієнтам нові облігації на заміну тих, строк яких спливає.

Важливість цієї рекомендації маже бути проілюстрована на простому гіпотетичному прикладі. Після впровадження дванадцятимісячних облігацій як поодинокого інструменту, Уряд може усвідомити що попит на такий інструмент є слабким. Проте, як інтерпретувати такий емпіричний результат? Це означає, що населення не довіряє Уряду і що проект зі створення ринку роздрібних облігацій не має жодного сенсу? Або це означає, що населення в принципі зацікавлено, проте не готове інвестувати свої кошти на відносно довгий період в 1 рік? Коли ж два інструмента будуть запроваджені одночасно, буде легше відповісти на ці питання. Більше того, концентрація тільки на двох інструментах дозволить зберегти простоту та ясність системи для населення.

7.2. Довгострокові рекомендації

Маркетинг та дистрибуція облігацій через Ощадбанк звичайно є вірним рішенням в короткостроковій перспективі, проте в майбутньому система потребуватиме певного рівня конкуренції між дистриб'юторами. Це означає, що дистриб'ютори мають бути впевнені в довготривалому успіху інструментів. Нова директива з запровадження ринку первинних дилерів в Україні[3] надає чудовий шанс для збільшення кількості дистриб'юторів.

Рекомендація 5: Задля збільшення рівня конкуренції серед дистриб'юторів, майбутні первинні дилери державних облігацій повинні також мати право на дистрибуцію та продаж облігацій дрібним інвесторам. Умови для первинних дилерів мають бути такими самими, як і для Ощадбанку.

В той самий час, Уряд має приділити увагу зниженню витрат на емісію облігацій для дрібних інвесторів, що з фінансової точки зору є найслабшим моментом. Однією з основних можливостей зменшення вартості є введення безсертифікатних облігацій (облігацій в бездокументарній формі). Як тільки ринок документарних облігацій для населення більш менш укріпиться, Уряд може ввести новий інструмент - безсертифікатну облігацію.

Рекомендація 6: З метою зменшення витрат на випуск роздрібних облігацій, ми пропонуємо введення безсертифікатних облігацій для населення, так як витрати на їх випуск є значно нижчим ніж на випуск купонних облігацій в документарній формі.

Так само, в довгостроковій перспективі роль Інтернет-каналів, як засобу дистрибуції цінних паперів, має зрости, через те, що витрати при такому розповсюдженні паперів є низькими. Незважаючи на те, що кількість людей, що користуються Інтернетом,

[3] Див. Постанову 362 від 14.04.2009 "Про випуск казначейських зобов'язань" (зі змінами в Постанові КМУ 470 від 13.05.2009).

невідома[4] та є низькою в порівнянні з міжнародними показниками, немає сумнівів що надалі вона буде зростати. Такі Інтернет-користувачі зазвичай молоді люди, що можливо мають менше забубонів щодо державних облігацій. Більше того дистрибуція необхідних електронних платіжних/дебетових карток не видається проблемою: біля 37,2 млн. різних карток вже випущено.

Рекомендація 7: Дистрибуція через Інтернет має бути головною стратегію в довгостроковій перспективі, так як несе в собі значну кількість переваг.

Нарешті, збільшення періоду сплати по облігаціям має бути ключовою ціллю для політиків в майбутньому. За випадку якщо ці інструменти матимуть успіх серед місцевих інвесторів, Уряд повинен паралельно ввести облігації з більшим строком виплат, наприклад в 24 місяці. Наступним заходом щодо залучення населення до купівлі таких облігації може бути введення купонних платежів, що зростають на другому році (порівняно з першим) в наперед зазначений спосіб (наприклад, введення однокрокових облігацій схожих до довгострокових німецьких ощадних векселів (Bundeschatzbriefe)).

Рекомендація 8: Збільшення періоду виплат по облігаціям є важливою довгостроковою ціллю. Задля збільшення інтересу населення до таких інструментів пропонується запровадження облігацій з поступовим збільшенням купонних виплат (в наперед зазначений спосіб).

[4] В той час коли CIA fact book містить інформацію щодо 10 млн. *Інтернет-користувачів* в 2007 році, останні офіційні дані (QI 2009) говорять про 2 млн. підключень до Інтернету. Але не обов'язково, що ці два джерела протирічать один одному.

Додаток

Таблиця А

Роздрібні інструменти в країнах ЄС (2000)

	наявність	специфічні	тип	емісія	% від загального обсягу боргу
Австрія	ні				
Бельгія	так	так	Ванільні або з можливістю реструктуризації. Термін сплати 3-8 роки	4 рази на рік; розміщення через консорціум фінансових установ	2
Данія	ні				
Фінляндія	так	так	Фіксовані виплати, термін сплати 2-5 років	Продаж через банки та напряму через Державне Казначейство	2,9
Франція	так	ні	Продаж обмеженої кількості облігацій серії OAT терміном на 10 років, та серії OATi терміном на 10 років	Розміщення через консорціум фінансових установ	2
Німеччина	так	Так[7]	Державні ощадні облігації та цінні папери Казначейства		7,7
Греція	так	так	Ощадні сертифікати	Публічна передплата	2
Ірландія	так	так	Ощадні облігації. Термін сплати від 3 до 5,5 років. З фіксованою ставкою	Розповсюджуються через відділення пошти	13,3
Італія	так	так	Поштові ощадні облігації (не ринкові)	Розповсюджуються через відділення пошти	8,7[8]
Люксембург	ні				
Нідерланди	ні				
Португалія	так	так	Ощадні сертифікати	Продаж через IGCP та будь-яке відділення пошти	19,8
Іспанія	так	ні		Розміщення через консорціум фінансових установ або напряму через казначейство (розглядається також варіант розповсюдження через Інтернет)	
Швеція	так	так	Переважно облігації з фіксованими виплатами. Термін сплати 3-15 роки	Продаж через Інтернет, телефон, замовлення через пошту або через консорціум фінансових установ	1
Сполучене королівство	так	так	54% з плаваючим відсотком, 31% з фіксованим відсотком, 16% індексовані	Неторгуємі державні зобов'язання емітовані Системою державних заощаджень	17,5

Джерело: Єврокомісія (2000)

Примітки: [7] п'ятирічні спеціальні облігації також можуть продаватися роздрібному сектору на період до шести місяців, після якого вони пропонуються на аукціоні.

[8] цей відсоток було розраховано як частку в загальному обсязі державного боргу, що включає в себе не тільки казначейський ринковий борг, але й всі зобов'язання держави (що більш менш відноситься до центрального уряду), за винятком ліквідних активів.

Список використаних джерел

Börsenzeitung (2008): Finanzagentur bereitet weitere Produkte für die Privatkunden vor, Interview with Carl Heinz Daube, 22.7.2008.

Börsenzeitung (2008): Angebot soll attraktiver werden, Interview with Carl Heinz Daube, 28.8.2008.

European Commission (2000): Progress report on EU government Bond instruments; ECONOMIC AND FINANCIAL COMMITTEE; Brussels, 23 October 2000; http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6910_en.pdf

Finanzagentur: Bundeswertpapiere - Eine clevere Entscheidung. Presentation on the website: http://www.deutsche-finanzagentur.de

Finanzagentur: Bundeswertpapiere -Basisbaustein der privaten Finanzplanung. Presentation on the website: http://www.deutsche-finanzagentur.de

Finanzagentur: Die Tagesanleihe des Bundes – das erste Bundeswertpapier für Privatkunden seit fast 30 Jahren. Presentation on the website: http://www.deutsche-finanzagentur.de

Lobe/Hölzl (2008): Why are British Premium Bonds so successful? The effect of saving with a thrill. Working paper, Regensburg.

National Treasury of South Africa (2006): Fixed rate retail savings bond terms and conditions, Pretoria.

National Treasury of South Africa (2006): RSA retail savings bonds user manual.

McConnachie (1997): The Retail Market for Government Debt. Handbooks in Central Banking No. 13.

Szczerbak/Kopera (2006): The Role of Retail Instruments in the Issuing Strategy in Poland. Ministry of Finance, Presentation at the 16th OECD Global Forum on Public Debt Management.

Tufano/Schneider (2005): Reinventing Savings Bonds. Harvard Business School Working Paper Series, No. 06-017.

The Economist (2008): Pocket World in Figures, 2009 Edition.

World Bank (2007): Retail government debt programmes: practice and challenges, in: The euromoney: international debt capital markets handbook, chapter 10.

Список останніх консультативних робіт

- Роль торгівельної політики в скороченні дефіциту рахунку поточних операцій в Україні – міжнародний досвід, Крістіан Хелмерс, Вероніка Мовчан, Рікардо Джуччі та Катерина Куценко, консультативна робота PP 01, березень 2009 року
- Створення ринку валютних деривативів в Україні: порядок заходів, Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі та Алла Кобилянська, консультативна робота PP 09, грудень 2008 року
- Оцінка наслідків тривалого економічного спаду на пенсійне страхування в Україні: сподіваємось на краще, але готуємось до найгіршого!, Ларс Хандріх, Олександра Бетлій, консультативна робота PP 09, грудень 2008 року.
- Депозитне страхування в Україні: Час для Реформи?, Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі, консультативна робота PP 08, листопад 2008 року
- Принципи і способи функціонування адресної соціальної допомоги: рекомендації для України, Ларс Хандріх, Олександра Бетлій, консультативна робота PP 07, жовтень 2008 року
- Проблема «європейських газових цін» в Україні, Фердінанд Павел, Інна Юзефович, консультативна робота PP 06, жовтень 2008 року
- Інфляція в Україні: Результати емпіричного дослідження та рекомендації щодо економічної політики, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Енцо Вебер, консультативна робота PP 05, жовтень 2008 року
- Житлове будівництво в Україні: Причини поточної кризи та висновки для економічної політики, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Роман Возняк, консультативна робота PP 04, жовтень 2008 року
- Взаємодія між Урядом і Національним банком України: Оцінка поточної ситуації та рекомендації, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Віталій Кравчук, консультативна робота PP 03, червень 2008 року
- Інфляційні очікування: значення та вимірювання, Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі, Ярослава Сучок, Оксана Кузяків та Вероніка Мовчан, консультативна робота PP 02, червень 2008 року
- Вчимося «плавати»: рекомендації щодо валютної політики України в період переходу до таргетування інфляції, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Віталій Кравчук, консультативна робота PP 01, червень 2008 року
- Державно-приватне партнерство у секторі автомобільних доріг України: Ключові принципи для досягнення успіху, Фердінанд Павел, консультативна робота W16, лютий 2008 року
- Реформування поштового сектору в Україні: покращення поштових послуг але не поштових відділень, Ларс Хандріх, Свен Хейтзлер, консультативна робота W15, лютий 2008 року
- Як сплачуєте, так і отримуєте! Реформування принциВД фінансування лікарень в Україні, Ларс Хандріх, Олександра Бетлій, консультативна робота W14, лютий 2008 року
- Міжнародна фінансова криза: Ризики і рекомендації для України, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Вероніка Мовчан, Віталій Кравчук, консультативна робота W13, лютий 2008 року

Консультативні роботи та наукові матеріали у відкритому доступі: http://www.ier.kiev.ua/English/papers/papers_eng.phtml. За більш детальною інформацію з питань підписки на наші регулярні видання звертайтесь до Аліни Долі: dolya@ier.kiev.ua.