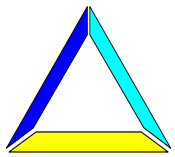
Інститут Економічних Досліджень та Політичних Консультацій в Україні
Німецька Консультативна Група при Уряді України
Рейтарська 8/5-А, 01034 Київ,
Тел. (+38044) 278-6342, 278-6360, Факс 278-6336
E-mail: institute@ier.kiev.ua, http://www.ier.kiev.ua



W1

Інститут первинних дилерів в Україні. Чому і як потрібно його запроваджувати

Резюме

Ринок внутрішніх державних облігацій в Україні має лише обмежену ліквідність. Внаслідок нестачі ліквідності зменшується попит і збільшується вартість внутрішніх запозичень уряду. Крім того, відсутність безпечних і ліквідних фінансових інструментів створює серйозні проблеми для приватного сектору, а особливо для фінансового ринку. Таким чином, збільшення ліквідності ринку державних облігацій повинне стати одною з головних цілей фіскальної і економічної політики.

Для досягнення цієї мети ми рекомендуємо запровадження інституту первинних дилерів, що зараз обговорюється в Україні. Але перед запровадженням такого інституту уряд повинен відновити регулярний і систематичний випуск внутрішніх боргових цінних паперів: за відсутності пропозиції неможливо створити ліквідність. Первинні дилери повинні бути зобов'язані викуповувати певний відсоток від пропонованих урядом на аукціонах цінних паперів. Крім того, вони повинні пропонувати "тверді"/обов'язкові? ціни покупки і продажу для найбільш ліквідних випусків облігацій на вторинному ринку. В обмін на ці та інші зобов'язання первинні дилери мають отримати виключний доступ до аукціонів державних цінних паперів.

Своєчасне і добре організоване запровадження інституту первинних дилерів сприятиме зменшенню вартості внутрішніх запозичень уряду, спростить залучення коштів і дозволить розширити коло інвесторів в державні цінні папери. Приватний сектор і економіка в цілому також виграють від розширених можливостей, які зможе надавати більш зрілий ринок капіталу України.

Зміст

1. Вступ
2. Особливості інституту первинних дилерів
3. Потенційні вигоди інституту первинних дилерів
4. Потенційні ризики інституту первинних дилерів
5. Рекомендації для України
6 Висновки
Додаток

1 Вступ

Ринок державних облігацій в Україні розвинутий не достатньо. У той час як банківський сектор, іпотека і ринок корпоративних облігацій останнім часом швидко розвивалися, ринок облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) відставав. Ключова проблема - ліквідність. Активність вторинного ринку залишається низькою і кількість укладених угод є мінімальною. У таблиці 1 додатку подано огляд ринку облігацій України і інших країн Центральної і Східної Європи. В 2005 р. обсяг торгів державними облігаціями на вторинному ринку в Україні становив лише 4,8% ВВП, у порівнянні з 22,5% у Румунії (в 2004 р.) і 156,7% в Угорщині (в 2006 р.). Також капіталізація ринку ОВДП дуже низька у міжнародному порівнянні.

Низька ліквідність ринку державних облігацій має ряд негативних наслідків. По-перше, підвищується вартість державних запозичень всередині країни. Зараз власники облігацій стикаються з труднощами, коли вони хочуть продати свої облігації в заданий час і отримати за них справедливу ціну. Через ризик ліквідності покупці облігацій вимагають вищу доходність. Це, у свою чергу, робить розміщення облігацій на первинному ринку дорожчим. По-друге, нестача ліквідних і надійних державних цінних паперів в гривні створює проблеми для банків і страхових компаній, тому що їм потрібні такі активи для оптимізації їхньої ліквідності і управління портфелем цінних паперів. У той же самий час, неліквідні внутрішні ринки облігацій є однією з перешкод для запровадження нової, гнучкішої, системи валютного курсу і проведення активної монетарної політики. Загалом, існуюча неліквідність на внутрішньому ринку облігацій повинна розглядатись як одна з головних проблем для розвитку фінансового сектору в Україні.

Багато країн з перехідною економікою мають подібні проблеми. Вони мають слаборозвинені ринки облігацій і їм не вистачає ліквідних і безпечних активів для інвестиційних цілей. Однак за минуле десятиріччя спостерігалася тенденція до збільшення запозичень в національній валюті. Держави Азії і Латинської Америки, Центральної Європи і Співдружності Незалежних держав (СНД) запровадили програми розвитку внутрішнього ринку облігацій.

В рамках цих програм ключовим кроком стало збільшення частки державних запозичень в національній валюті, тобто збільшення внутрішнього боргу і зменшення закордонних запозичень. Другим важливим заходом, що успішно сприяв збільшенню ліквідності і розвитку ринку, стало запровадження інституту первинних дилерів для державних цінних паперів. Інститут первинних дилерів був вперше запроваджений у Сполучених Штатах в 1960 р. і пізніше поширився у всьому світі. У країнах Центральної і Східної Європи та СНД він стає все популярнішим механізмом і був запроваджений, серед інших країн, у Казахстані (в 1994 р.), Угорщині (в 1996 р.), Чеській республіці (в 1997 р.), Вірменії (в 1999 р.), Польщі (в 2003 р.), Словенії (в 2004 р.) і Литві (в 2005 р.).

У цій роботі розглядається питання, чи могло б введення інституту первинних дилерів в Україні допомогти збільшити ліквідність і знизити витрати на внутрішні державні запозичення. У ній проводиться детальне міжнародне порівняння і надаються конкретні рекомендації щодо того, як і коли такий інститут може бути запроваджений. У частині 2 ми описуємо інститут первинних дилерів і його головні особливості у міжнародній перспективі. У частині 3 ми обговорюємо можливі переваги і у частині 4 можливі ризики такої системи. У частині 5 ми надаємо ряд детальних рекомендацій для України. Частина 6 завершає цю роботу.

2 Особливості інституту первинних дилерів

Інститут первинних дилерів – це спеціальна угода між урядом і фінансовими посередниками, що працюють на ринку державних облігацій. Угода є добровільною для обох сторін і може мати досить неформальний характер, такий як Меморандум про взаєморозуміння, або базуватися на формальному документі, що є юридично обов'язковим. Звичайно, первинні дилери отримують певні привілеї й пільги, такі як переважний доступ до первинного ринку. Зі свого боку дилери приймають ряд зобов'язань, спрямованих на поліпшення функціонування первинного і вторинного ринку державних цінних паперів і ліквідності на цих ринках. Як

наслідок, уряд і дилери, що можуть бути банками або іншими фінансовими установами, можуть отримати переваги від домовленості.

У минулі десятки років інститут первинних дилерів став популярним у всьому світі. У 2006 році вже більше ніж 40 країн встановили таку систему, і кількість таких країн постійно зростає[1]. Більш того, первинні дилери працюють на внутрішньому ринку державних облігацій країн з різним рівнем економічного розвитку і географічних масштабів. Кількість первинних дилерів може коливатись від всього п'яти (Мексика, Маврикій, Словенія) до більш ніж 20 (Чехія, Корея, Бразилія). Загалом, немає ніяких міжнародних стандартів щодо системи первинних дилерів. Як наслідок, зобов'язання дилерів, пільги для дилерів та інші особливості такої системи організації ринку державних облігацій є специфічними для кожної країни. Зобов'язання, як правило, посилюються для країн з розвиненішими фінансовими ринками. Це викликано тим, що виконання таких зобов'язань важче на невеликих, нестійких ринках. Аналогічно, стимули для первинних дилерів зменшуються, коли ринок стає більш розвинутим, тобто коли обсяги торгів на первинному і вторинному ринках збільшуються. Детальніший огляд головних особливостей інституту первинних дилерів в деяких розвинутих країнах і країнах, що розвиваються, подано у Таблиці 2 додатку.

Зі сторони **зобов'язань**, більшість країн вимагає, щоб первинні дилери приймали участь у аукціонах державних цінних паперів. Також багато країн має мінімальне зобов'язання щодо викупу державних цінних паперів, тобто кожний первинний дилер повинен викупити певну мінімальну частку (наприклад 5%) від всіх облігацій, проданих на одному аукціоні, за квартал або за рік. Інше ключове зобов'язання первинних дилерів стосується торгівлі на вторинному ринку. Первинні дилери часто зобов'язані виконувати вирішальну для розвитку ринку роль маркетмейкерів[2]. Вони повинні пропонувати двосторонні котирування (щодо цін покупки і продажу) щодо певної кількості цінних паперів. Такі вимоги може мати більш чи менш жорстку форму. У відповідності до жорсткішої форми дилери зобов'язані надавати "тверді" котирування, тобто робити юридично обов'язкові пропозиції купівлі і продажу державних облігацій незалежно від ринкових умов. Деякі країни вимагають, щоб дилери надавали лише індикативні котирування без юридичного зобов'язання купити або продати по зазначеній ціні, або пропонували тільки однобічні котирування. На менш розвинених ринках від дилерів вимагають надавати котирування тільки для невеликих обсягів і тільки для окремих "еталонних" випусків.

Наступне питання полягає в тому, чи потрібно встановлювати обмеження на різницю між цінами покупки і продажу на оптовому і роздрібному ринках державних облігацій. Якщо така різниця стає занадто великою, то ліквідність і торгівля може постраждати. З іншого боку встановлення занадто жорстких зобов'язань збільшить ризик для первинних дилерів, оскільки вимоги щодо покупки або продажу активів поступають без попередження, що може створити проблеми у період нестабільності. Крім того, деякі держави також вимагають, щоб дилери регулярно надавали їм інформацію і аналітичні матеріали про стан ринку, брали участь в операціях на грошовому ринку. Майже всі країни ставлять вимоги щодо детальної звітності про діяльність дилерів.

Щодо **привілеїв**, очевидна перевага первинних дилерів - це безпосередньо отримання цієї ролі, тобто вони отримують статус і престиж дилера, який має право безпосередньо працювати з державними цінними паперам. Цей статус може бути важливим маркетинговим інструментом на ринку облігацій і передбачати досить близькі відносини з Міністерством фінансів і центральним банком. Однак суттєвішою перевагою для первинних дилерів є

[1] Країни, що в 2006 році мали первинних дилерів, включають Аргентину, Вірменію, Австрію, Бельгію, Бразилію. Канаду, Чехію, Данію, Єгипт, Фінляндію, Францію, Гану, Грецію, Гонконг, Угорщину, Ісландію, Індію, Індонезію, Ізраїль, Італію, Японію, Ямайку, Казахстан, Корею, Литву, Сінгапур, Словенію, Іспанію, Шрі-Ланку, Швецію, Таїланд, Уганду, Сполучене королівство і США.

[2] Маркетмейкер - установа, що постійно торгує цінними паперами, надаючи котування цін продажу і покупки, і згладжує таким чином тимчасові розриви між попитом і пропозицією. Діяльність маркетмейкера значно підвищує ліквідність ринку

переважне право участі в аукціонах по продажу державних облігацій. Таке право дає дилерам можливість отримати прибуток, перепродаючи облігації зацікавленим інституційним або приватним інвесторам. Однак ступінь переваг по доступу до аукціонів може змінюватись. Дилерам можуть надати виключний доступ до всіх аукціонів або лише до певної частини кожного випуску державних облігацій, або для первинних дилерів можуть бути виділені певні етапи аукціонів або спеціалізовані аукціони. Інші пільги для первинних дилерів стосуються відносин з центральним банком. У таких країнах як Канада, Індія або Мексика дилери мають доступ до спеціальних короткострокових кредитних ліній від центрального банку або, у випадку Ірландії або Сінгапуру, можливість позичити певну кількість цінних паперів для підтримки ліквідності ринку. У Вірменії, Таїланді і США первинні дилери також мають виключне право брати участь у операціях на відкритому ринку в рамках проведення монетарної політики центральним банком. Нарешті, уряди деяких країн, наприклад Індії або Швеції, виплачують комісійну винагороду за прийняті первинними дилерами зобов'язання або навіть звільняють від податку на прибуток доходи від операцій із цінними паперами.

Крім врівноваження привілеїв і зобов'язань, уряд має встановити правила для **відбору** первинних дилерів і **нагляду** за ними. Нагляд за первинними дилерами звичайно виконується міністерством фінансів, центральним банком, або обома цими установами. Дуже небагато країн делегують контролюючі повноваження в цій сфері органу по нагляду за випуском і обігом цінних паперів.

Підтримання ринку може бути ризикованою справою; тому первинні дилери повинні мати доборий фінансовий стан і мати сучасний технологічне забезпечення і управлінські кадри. У Кореї первинні дилери зобов'язані мати певну кількість компетентного і досвідченого персоналу у ряді підрозділів, таких як торговий, обробки документації і дослідницький. Як правило, встановлюються мінімальні вимоги до капіталу. Крім того, від первинних дилерів можуть вимагати, щоб вони мали певні обсяги вільного капіталу для дилерської діяльності або навіть, як це, наприклад, робиться зараз у Індії або вимагалось раніше в Шрі-Ланці, первинні дилери відкривали спеціальну філію з окремим капіталом для виконання цих функцій. Певні країни (наприклад, Литва) також вимагають наявності у фінансових установ певного кредитного рейтингу (Moody's: A3, S&P: A-) для отримання статусу первинного дилера. Багато країн вибирають первинних дилерів (або переглядають їхній статус) на основі даних про активність на ринку, тобто встановлюючи певні мінімальні обсяги операцій на первинному й вторинному ринках. Інші країни, такі як Корея, встановили випробувальний термін на один рік. На першому етапі фінансові установи стають "попередніми первинними дилерами". Якщо вони виконують всі вимоги протягом року, вони можуть тоді отримати статус звичайного первинного дилера.

У більшості систем статус первинних дилерів регулярно переглядається (див. Таблицю 2 додатку). Після створення рейтингу учасників ринку на основі прозорих критеріїв дуже активні не-дилери можуть стати дилерами, а дилери, які не виконують свої зобов'язання задовільно, можуть бути втратити цей статус. Під час відбору дилерів потрібно також вирішити, чи дозволяти іноземним фінансовим установам ставати дилерами. Це може бути проблемою, особливо, якщо нагляд за цими установами в країні походження є недостатнім. Тим не менше, більшість країн дозволяє дочірнім компаніям іноземних фінансових установ, які підлягають нагляду всередині країни, ставати первинними дилерами.

3 Потенційні вигоди інституту первинних дилерів

Запровадження інституту первинних дилерів має певні переваги й недоліки. У наступних абзацах подано детальніший огляд головних переваг як для уряду так і для фінансового сектору.

(i) Збільшення ліквідності і зниження витрат на залучення позикових коштів

Первинні дилери, які діють як маркетмейкери, можуть відігравати вирішальну роль для збільшення ліквідності на ринку державних облігацій в національній валюті. Вимога щодо котування цін покупки та продажу і зобов'язання купувати й продавати ряд державних

облігацій за оголошеною ціною допоможуть збільшити ліквідність і обсяги торгів на вторинному ринку.

Збільшення ліквідності може бути дуже вигідним для уряду. Перша причина - премія за ліквідність буде зменшуватися і, таким чином, витрати на виплату відсотків за новими борговими зобов'язаннями. Чим ліквідніший цінний папір, тим легше його продати і менші затрати на його продаж, і тому зменшується премія за ліквідність, що вимагається покупцями цінного паперу під час його розміщення. Наприклад, уряд Ізраїлю, що запровадив інститут первинних дилерів в 2006 р., планує заощаджувати приблизно 250 млн. доларів США на рік (або 3% щорічних видатків на виплату відсотків по боргу) завдяки запровадженню інституту первинних дилерів і інших реформ ринку внутрішнього державного боргу[3].

Друга причина - ліквідніші державні облігації краще підходять для управління ліквідністю банків або інституційних інвесторів. Також страхові компанії будуть тримати більше безпечних активів, які можуть бути легко продані на активному ринку. Інакше кажучи, державні облігації будуть все більше й більше використовуватися як інструмент для керування ризиками і як надійне капіталовкладення, а не будуть приваблювати тільки інвесторів, що шукають якомога вищого короткострокового доходу. Тоді, ймовірно, попит на державні цінні папери збільшиться. Третя вигода для уряду - ліквідніший ринок облігацій буде сприяти розвитку фінансового сектора в цілому. Належний внутрішній ринок облігацій має ознаки суспільного блага.

Вигода для первинних дилерів і інших торговців цінними паперами – активніша торгівля дозволить їм отримуючи більше прибутку за рахунок збільшення кількості операцій, навіть зменшивши різницю між цінами продажу і покупки. На більш активному ринку зростають обороти і можливий дохід від перепродажу і торгівлі. Загалом, банки, інституційні інвестори й інші корпорації також можуть отримати користь від збільшеної ліквідності ринку облігацій. Крива прибутковості буде надійнішою, що дозволить простіше оцінювати нові випуски і, таким чином, полегшувати випуски корпоративних облігацій. Крім того, приватні компанії отримують безпечний актив для вкладення капіталу, що може бути легко проданий. Наприклад, в Україні нестача ліквідних і безризикових цінних паперів – це зараз одна з головних перешкод для розвитку страхування й недержавного пенсійного забезпечення. Така перешкода для розвитку може бути зменшена завдяки активізації випуску державних цінних паперів взагалі й введенням інституту первинних дилерів зокрема.

(ii) Спрощується розміщення облігацій в національній валюті

Первинні дилери, як правило, викупають певну частину цінних паперів, пропонованих на урядових аукціонах. У більшості випадків випуски повністю викупаються за існуючими ринковими цінами. Отже, Міністерство фінансів зможе розраховувати на надійніше й більш передбачуване джерело фінансування. Фінансове планування буде спрощено. Особливий статус банку як первинного дилера міг би також змусити ці банки активніше пропонувати державні цінні папери для продажу. В цілому, якщо банки пропонують також конкуруючі продукти крім державних цінних паперів, вони можуть менш активно просувати цей тип інвестицій. Проте первинні дилери, які одержують винятковий доступ до урядових аукціонів, матимуть особливу нагоду отримати прибуток, перепродаючи куплені раніше на державних аукціонах цінні папери інституційним та іншим інвесторам. Отже, такі дилери мають стимул для розвитку слаборозвиненого ринку і залучення до нього нових інвесторів. Враховуючи також дії дилерів на вторинного ринку, попит на державний борг може збільшитись. У цілому, налагоджена система первинних дилерів полегшить для держави розміщення боргу всередині країни. Якщо уряд, як наслідок, збільшить частку боргу в національній валюті і стане менше позичати в іноземній валюті за кордоном, то первинні дилери й інші фінансові установи також отримають вигоду. Більші обсяги розміщення облігацій, як правило, дають можливість більше заробити торговцям, що працюють на ринку облігацій.

[3] Джерело: Annual Report (2005), Israel's Ministry of Finance Debt Management Unit. Доступний за адресою: http://www.mof.gov.il/debt/gen/docs/rep05_full.pdf

(iii) Полегшуються операції на відкритому ринку

Іншою підставою для запровадження інституту первинних дилерів є спрощення проведення активної монетарної політики, тобто операцій на відкритому ринку центрального банку. У Таїланді міркування щодо монетарної політикою були головними для впровадження системи первинних дилерів. В 2000 році Банк Таїланду вибрав 9 банків для участі в аукціонах і як маркетмейкерів. В 2002 році, центральний банк Таїланду визначив 9 первинних дилерів як єдиних контрагентів для операцій прямого і зворотного репо[4]. Таким чином, Таїланд прагнув збільшувати ефективність таргетування інфляції і, таким чином, монетарної політики. У Канаді, Фінляндії, Мексиці, Сінгапурі і Сполучених Штати первинні дилери грають подібну роль. Як і в попередніх випадках, як уряд так і дилери отримують вигоду від такої ситуації.

(iv) Спрощення діалогу між урядом і фінансовим сектором

Нарешті, інститут первинних дилерів може допомогти поліпшити відносини між владою й фінансовим сектором. У більшості країн є строгі вимоги до звітності первинних дилерів, багато країн зобов'язують їх забезпечувати ринковий аналіз і ділитися інформацією. Більшість підходів передбачають регулярні зустрічі між цими двома сторонами. Таким чином, уряд одержує регулярну інформацію щодо кон'юнктури ринку й поглядів провідних фінансових установ. Він може в такий спосіб краще планувати управління боргом і розробляти політику розвитку фінансового сектора в цілому. Фінансові установи, у свою чергу, можуть також виграти від ближчих стосунків з міністерством фінансів і центральним банком. Вони будуть краще поінформовані про плани влади і та її політику.

4 Потенційні ризики системи первинних дилерів

(i) Викривлення конкуренції між дилерами й не-дилерами

При інституті первинних дилерів такі дилери здобувають привілейований статус у порівнянні з не-дилерами. Наприклад, дилери краще поінформовані і мають особливу позицію на ринку державного боргу. У результаті є певний ризик, що домовленість стане анти-конкурентною. Не-дилери можуть не бажати виходити на вторинний ринок облігацій. Дилери, у свою чергу могли би спробувати монополізувати своє положення й перешкоджати іншим учасникам ринку ставати первинними дилерами. Сприяючи конкуренції і прозорості, більшість країн публікує рейтинг дилерів і в, деяких випадках, не-дилерів за активністю на вторинному і первинному ринках. Аналогічно, статус існуючих дилерів, як правило, регулярно переглядається, а належні кандидати мають можливість стати первинними дилерами. Відкритість системи, тобто перегляд складу первинних дилерів, виявилась важливим елементом її успіху.

(ii) Змова і маніпуляція цінами з боку первинних дилерів

У найгіршому випадку, особливо на маленьких ринках, первинні дилери можуть зловживати своїми пільгами для управління цінами. Цей ризик змови – найбільший, можливо, ризик інституту первинних дилерів. Створивши картель, дилери можуть заздалегідь узгодити свої пропозиції на аукціонах державних облігацій, щоб занизити ціни на державні облігації (збільшивши таким чином доходність), щоб пізніше перепродати їх по вищих цінах. Аналогічно вони можуть домовитись про більший спред між цінами покупки і продажу і більші комісійні на вторинному ринку. Таке поводження первинних дилерів підірве систему в цілому й обмежить розвиток ринку. Однак, уряд може перешкоджати таким діям за рахунок дієвого нагляду і, передбачивши норми спрямовані на сприяння конкуренції. У випадках очевидної змови уряд може навіть відхилити окремі пропозиції або скасовувати аукціони повністю.

[4] Угоди про продаж і зворотній викуп (звичайно називаються 'репо') складаються з угоди про купівлю або продаж цінних паперів і обіцянки виконати зворотну операцію в певний час і за певною ціною в майбутньому. Репо забезпечують гнучкість, тому що дозволяють центральному банку збільшити ліквідність на обмежений час за допомогою одної операції.

(iii) Намагання уряду штучно знизити доходність боргу

Ключовий елемент інституту первинних дилерів – ринковість механізму. Аукціони відбуваються повністю на ринковій основі, тобто ціни і доходність облігацій і казначейських зобов'язань визначаються на основі пропозицій дилерів і в результаті вільної конкуренції між ними. Уряд звичайно приймає результати аукціону як дані. Однак, у деяких країнах, що розвиваються і країнах з перехідною економікою, уряд, як повідомлялось, використовував зобов'язання дилерів по викупу державних облігацій для їх розміщення за штучно заниженими процентними ставками. За такої практики інститут дилерів перестає бути добровільною угодою між рівноправними сторонами, від якої виграють обидва учасники за умови дотримання її умов, і втрачає свій первинний зміст. Практика примусового розміщення облігацій підірве репутацію уряду і призведе до припинення участі приватних фінансових установ. Якщо уряд неправильно використовує систему, щоб заощадити на короткострокових витратах, інститут первинних дилерів, ймовірно, перестане функціонувати і буде надовго дискредитований.

5 Рекомендації для України

Рекомендація 1 (головна): Український уряд повинен запровадити інститут первинних дилерів

Взагалі, ми підтримуємо запровадження інституту первинних дилерів в Україні. Така добровільна домовленість між Міністерством фінансів і фінансовими установами збільшила б ліквідність і сприяла б розвитку ринку облігацій. За умови належного здійснення уряд зможе скоротити витрати на обслуговування місцевого боргу й одержить більше стійке джерело фінансування. Досвід декількох економічних систем, що розвиваються, показує, що систему первинних дилерів можна запроваджувати на початковій стадії розвитку ринку. Тому, ми вважаємо, що підготовка українським урядом до впровадження інституту первинних дилерів є своєчасною.

Рекомендація 2: Інститут первинних дилерів не потрібно вводити передчасно. Перед цим уряд повинен буде випустити більше ОВДП на основі стабільного розкладу аукціонів.

На нашу думку, правильний вибір часу вкрай важливий для успіху цього інституту. За теперішніх умов інститут первинних дилерів в Україні запроваджувати не потрібно. За минулі 2 роки уряд випустив досить мало ОВДП. Крім того, такий випуск відбувався нерегулярно, без достатнього попередження, і пропонував штучно низькі доходності, які не відповідали кон'юнктурі ринку. Якщо система була б запроваджена занадто рано за поточних несприятливих умов, існував би серйозний ризик, що банки були б не зацікавлені в переговорах, а підтримка ринку була б дуже складною. Таким чином, система в цілому могла б тоді бути дискредитована.

Щоб система спрацювала на початковій стадії, ми настійно пропонуємо, щоб Міністерство фінансів завоювало довіру банків і торговців цінними паперами за наступні 6 місяців. Уряд повинне демонструвати своє бажання розвивати ринок, випускаючи значні обсяги ОВДП щомісяця на ринкових умовах. Як тільки капіталізація ринку збільшиться, наприклад через 6 місяців, інститут первинних дилерів може бути впроваджений із значно вищими шансами на успіх. Однак ми підтримуємо підготовку до такого впровадження вже сьогодні. Консультації й регулярний обмін думками про можливі особливості інституту повинні починатися завчасно.

Рекомендація 3: Щодо зобов'язань уряду

Що інститут дилерів спрацював, уряд, як рівноправний партнер, повинен буде виконати деякі зобов'язання. Найважливіше з них, це випуск достатньої кількості ОВДП і ринковий підхід до їх випуску. Уряд повинен випускати достатню кількість ОВДП за встановленим попередньо графіком аукціонів і зосереджуватись на крупних випусках.[5] Якщо ОВДП буде випущено

[5] Детальні рекомендації викладені в консультативній роботі V19: "Валютна структура державного боргу України: чому частка облігацій у гривнях повинна бути збільшена", доступній за адресою www.ierpc.org/ierpc/papers/v19_en.pdf

недостатньо, то ліквідність ринку знизиться, і первинні дилери втратять можливість отримувати прибуток на первинному і вторинному ринках. Відповідно, вони не зможуть або не бажатимуть підтримувати функціонування ринку. Крім того, уряд у жодному разі не повинен намагатись змусити первинних дилерів купувати борг із заниженою доходністю. Ціна облігацій повинна визначатись відповідно кон'юнктурі ринку.

Рекомендація 4: Щодо зобов'язань первинних дилерів

Ми пропонуємо зобов'язати первинних дилерів викупляти певний відсоток державного боргу, випущеного за 6 місяців. Відповідно до існуючої практики в Угорщині, Чехії і Ізраїлі, ця частка повинна бути в проміжку 3-5% від запропонованих цінних паперів. Друге головне зобов'язання дилерів повинне полягати в котируванні твердих цін купівлі і продажу на вторинному ринку. Через нестабільність і малі розміри українського ринку, ця вимога щодо котирування повинне спочатку бути обмежено певною кількістю еталонних випусків. Крім того, дилери повинні бути зобов'язані продати або купити за цінами, поданими в котируванні, лише обмежену кількість цінних паперів в день (наприклад 1,25 млн. грн.). Після становлення системи первинних дилерів і значного збільшення ліквідності, ми також пропонуємо обмежити розрив між цінами покупки і продажу по еталонних випусках залежно від часу й розміру випуску облігацій і строку, що залишився до погашення. Вимога щодо котування повинна бути полегшена для великих перепадів на ринку і під час фінансових криз, щоб уникнути тяжких фінансових втрат дилерів.

Нарешті, дилери повинні робити регулярні звіти і аналітичні доповіді про свою торговельну діяльність і про кон'юнктуру ринку. Ми також пропонуємо розглянути можливість проведення зустрічей за обов'язкової участі первинних дилерів раз в два місяці або щоквартально для обговорення поточних подій на основному й вторинному ринку між дилерами і владою.

Рекомендація 5: Щодо привілеїв первинних дилерів

Ключовою пільгою для первинних дилерів в Україні повинен стати виключний доступ до аукціонів по продажу ОВДП аналогічно до ряду країн з перехідною економікою. Ми вважаємо, що спеціального статусу і можливості отримати прибуток від перепродажу і торгівлі облігаціями, достатньо для стимулювання виконання дилерами їх зобов'язань на вторинному і первинному ринку. Ми не пропонуємо виплачувати дилерам комісійні або надавати їм податкові пільги.

Рекомендація 6: Щодо критеріїв відбору, допуску нерезидентів і кількості дилерів

В перші роки після запровадження системи ми пропонуємо тільки банки як первинні дилери, тому що за банками проводиться досить сильний нагляд. Однак, ми пропонуємо дозволити лише банкам з сильним фінансовим становищем і достатнім досвідом ставати первинними дилерам. Щодо іноземних банків, то їм потрібно дозволити й заохочувати ставати первинними дилерами в Україні, оскільки це допоможе збільшити ліквідність і конкуренцію. Тим не менше, іноземні банки повинні будуть відкрити філію в Україні і мати високий кредитний рейтинг (наприклад рейтинг від S&P не менше A- або аналогічний рейтинг від іншого всесвітньо визнаного рейтингового агентства такого як Moody's або Fitch). Взагалі, ми не пропонуємо фіксувати кількість дилерів. Число дилерів повинне визначатись ринком, тобто це має бути кількість банків, що відповідають всім вимогам і захотіли стати первинними дилерами. Однак, має бути не менше 6 дилерів для забезпечення конкуренції і уникнення узгоджених дій з боку дилерів.

Рекомендація 7: Щодо перегляду статусу дилерів, нагляду і організації вторинного ринку

Важливо підтримувати ринок державних цінних паперів відкритим для конкуренції. Статус первинних дилерів переглядатись двічі на рік або принаймні щорічно. Новим бажаючим потрібно дозволяти ставати дилерами, відразу як тільки вони виконають всі вимоги. Первинні дилери повинні оцінюватись на основі фінансової стабільності дилера, виконання ними взятих на себе зобов'язань і активності на первинному і вторинному ринках.

Як було зазначено раніше, ми пропонуємо дозволити тільки банкам ставати первинними дилерами протягом декількох наступних років. Отже, нагляд за первинними дилери повинен здійснювати НБУ. Хоча банки повинні мати ліцензію від Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку (ДКЦПФР), ми не пропонуємо надавати контрольні повноваження щодо інституту первинних дилерів ДКЦПФР. Також ми не виступаємо за обмеження торгівлі облігаціями і котування облігацій на вторинному ринку до фондових бірж. На нашу думку, державні цінні папери повинні торгуватися на біржах і на неорганізованому ринку, як це відбувається в багатьох країнах.

6 Висновки

Український ринок ОВДП є дуже неліквідним. З цим фактом пов’язано багато фінансових проблем і ризиків. Крім того, ця ситуація суттєво ускладнює подальший розвиток фінансового сектора в країні. Отже, розвиток ліквідного внутрішнього ринку державних облігацій повинен стати одним із ключових пріоритетів податкової і економічної політики України.

Основна причина нестачі ліквідності - нестача продуктів на ринку: минулі два роки уряд не приділяв багато уваги випуску облігацій всередині країни, а позичав переважно за кордоном і в іноземній валюті. Таким чином, першочерговим кроком повинно стати відновлення випуску облігацій в національній валюті на основі попередньо оголошеного графіку. Після цього уряд повинен перейти до вирішення подальшої проблеми: відсутності ринкових інституцій для забезпечення ліквідності. Після створення нормативної бази уряд повинен почати переговори з банками, які можуть і зацікавлені стати первинними дилерами. Як тільки банківський сектор переконається у надійності і серйозності нової політики внутрішніх запозичень, уряд повинен запровадити інститут первинних дилерів. Зобов'язання й привілеї первинних дилерів повинні бути ясно викладені в угодах між урядом і дилерами. Ці угоди також повинні включати зобов'язання з боку уряду.
Якщо цей інститут буде запроваджений в потрібний час (тобто після істотного збільшення пропозиції ОВДП) і належним чином, то таке рішення сприятиме зниженню вартості внутрішніх державних запозичень і розширить коло інвесторів в державні цінні папери. Крім того, існування ліквідного й безпечного фінансового інструменту сприятиме управлінню ліквідністю й розширить інвестиційні можливості для фінансових компаній в Україні, і у такий спосіб зробить вирішальний внесок до розвитку фінансового сектора в цілому. Нарешті, ліквідний ринок державних облігацій може привабити істотну кількість іноземного капіталу в країну й у такий спосіб підтримати зростання інвестицій і економічний ріст.

Автори: Крістоф Требеш, Рікардо Джуччі, Віталій Кравчук
Лектор: Роберт Кірхнер
Київ/Берлін, Май 2007

Додаток

Таблиця 1
Обяг торгів внутрішніми державними облігаціями на вторинному ринку в окремих країнах

Країна	Рік	Внутрішні державні облігації в обігу (млрд. доларів США на кінець періоду)	Обсяг торгів на вторинному ринку внутрішніх держаних облігацій (млрд. доларів США)	Співвідношення торгів на вторинному ринку до ВВП (%)	Співвідношення річного обсягу торгів на вторинному ринку до кількості державних облігацій в обігу (%)
Болгарія**	2004	1,90	7,30	30,02	385,32
Хорватія***	2005	4,47	5,01	13,03	112,11
Угорщина***	2006	48,46	175,49	156,70	362,11
Румунія**	2004	7,32	16,96	22,46	231,55
Словаччина*	2006	н/д	33,15	60,17	н/д
Україна****	2005	3,8	4,10	4,77	107,97

Джерела: Державна комісія цінних паперів і фондового ринку України (Річний звіт за 2005 рік), Фондова біржа Братіслави, ПФТС, ЄЦБ, IFS, Erste Bank, IMF World Economic Outlook, Міністерства фінансів, державні статистичні агенства, центральні банки і власні розрахунки.

*Дані про торги на головній біржі країни. Неорганізовані торги (з рук в руки) були менш ніж 10% від загальної цифриl.

** Дані про торгівлю з рук в руки. Торги на організаторах торгівлі (на фондових біржах) відсутні або незначні. Річні цифри базуються на оцінці 260 робочих днів за рік.

*** Дані про загальні торги (з рук в руки і на організаторах торгівлі). Цифра для Хорватії включає торги корпоративним облігаціями, але корпоративні облігації складають менш ніж 10% від ринку облігацій, на якому домінують .

**** Цифра для України - операції з ОВДП за звітністю торговців цінними паперами (за виключенням операцій на первинному ринку). Фактична цифра менше, тому що операції між торговцями цінними паперами звітуються двічі. Після корекції фактичний обсяг оцінюється на рівні 2,5-3 млрд. доларів США (наприклад операції з нерезидентами не обліковуються двічі).

Таблиця 2
Інститут первиних дилерів в ряді країн

Країна	Рік запровадження	Кількість дилерів	Основні зобов'язання дилерів	Основні привілеї дилерів	Перегляд статусу дилерів
Австрія	1989	6 резидентів і 20 нерезидентів	Заявки на не менш ніж 1/26 запропонованих цінних паперів (1 ділиться на кількість дилерів). Котування не передбачені контрактом, але очікуються від дилерів.	Виключне право брати участь в аукціонах. Первинні дилери отримують комісійну винагороду в розмірі 10 базових пунктів за облігації отримані за конкурентними заявками.	Щорічно
Чехія	1997	11	Викуп 3% облігацій на кожному аукціоні (до 50%). Забезпечення 1% від обсягу торгів на вторинному ринку. Тверді двосторонні котування по основним випускам облігацій. Ціни відповідають ринковим і цінам власних угод.	Виключне право брати участь в аукціонах, операціях по викупу і обміну державного боргу. Переважне право виступати контрагентами у операціях з похідними інструментами Міністерства фінансів	Щоквартально
Данія	2003	13	Котування цін покупки і продажу за всіма державними цінними паперами із більш ніж 13 місяців до погашення по операціям до 0,55 млн. доларів США.	Офіційний контрагенти операцій з випуску і викупу державного боргу. Можливість отримувати позички від уряду та Пенсійного фонду.	н/д
Франція	1987	4 резиденти і 16 нерезидентів	Участь у всіх аукціонах і викуп 2% від річного випуску облігацій. Постійне оголошення цін покупки і пропозиції, 2% від всіх операцій на вторинному ринку.	Виключне право участі відсутнє. Право отримувати частку облігацій на неконкурентній основі за середньою ціною конкурентного аукціону.	Кожні два роки
Угорщина	1996	13	Викуп 3% облігацій на кожному аукціоні. Котування для обсягів до не менше 0,55 млн. доларів США для звичайних облігацій і 1,1 млн. доларів США для еталонних облігацій	Виключне право брати участь в аукціонах. Деякі дилери також мають ексклюзивне право продавати державні цінні папери на роздрібному ринку.	Двічі в рік

Країна	Рік запровадження	Кількість дилерів	Основні зобов'язання дилерів	Основні привілеї дилерів	Перегляд статусу дилерів
Ізраїль	2006	19	5%(або 0,5 млн. доларів США) річного випуску облігацій. Двосторонні котування (з обмеженням спреду) із мінімальним обсягом операцій 1,25 млн. доларів США на день для основних випусків.	Право отримувати 80% від купонних облігацій випущених під час конкурентних аукціонів.	н/д
Литва	2004	6 банків і 1 брокерська фірма	1% випущених цінних паперів за квартал. Постійні котування цін продажу і покупки для оголошених об'ємів угод для більшості випусків(деякі винятки для неліквідних випусків або невеликих операцій)	Виключне право брати участь в аукціонах	Щороку
Маврикій	2002	5 банків	Двосторонні котування з максимальним спредом 30 базових пунктів по ряду цінних паперів із строком погашення не менше 2 років	Виключне право подавати заявки третіх осіб для участі в аукціонах. Доступ до спеціального рефінансування такого як репо.	Регулярно
Словенія	2005	5 банків і 1 брокерська фірма	н/д	Виключне право брати участь в аукціонах безпосередньо	н/д
Таїланд	2000	9 банків і 10 торговців цінними паперами	2% держаних цінних паперів за період в 6 місяців. Постійне двостороннє котування за нормальних ринкових умов.	Виключне право подавати неконкурентні заявки. Виключне право проводити операції на відкритому ринку. Консультації з Міністерством фінансів щодо плану.	Щороку
США	1960	21	Конкретні вимоги щодо участі в аукціонах і на вторинному ринку відсутні, але дилери повинні приймати "достатньо значну" участь на первинному і вторинному ринку.	Виключне право на участь в аукціонах відсутнє. Але: Спеціальні торгівельні відносини з Федеральним резервними банками, що дозволяє отримувати рефінансування на вигідніших умовах.	Двічі в рік

Головні джерела: Веб-сайти міністерств фінансів і центральних банків. Певна інформація також взята з Arnone, M. and Ugolini, P. (2006): Primary Dealers in Government Securities. Washington D.C.: International Monetary Fund.

Примітка: конвертація цифр в національних валютах в долари США проводилась використовуючи поточні обмінні курси.