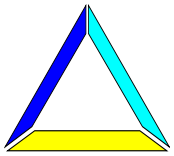
ІНСТИТУТ ЕКОНОМІЧНИХ ДОСЛІДЖЕНЬ ТА ПОЛІТИЧНИХ КОНСУЛЬТАЦІЙ В УКРАЇНІ
НІМЕЦЬКА КОНСУЛЬТАТИВНА ГРУПА ПРИ УРЯДІ УКРАЇНИ

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



V 19

Валютна структура державного боргу України: чому частка облігацій у гривнях повинна бути збільшена

Резюме

Український уряд очевидно надає перевагу запозиченням в іноземній валюті. У 2006 р. Міністерство фінансів випустило лише 14% облігацій в національній валюті, не зважаючи на бюджетний план що залучення 47% запозичень всередині країни. У нашій роботі стверджується, що такий підхід не є оптимальним з економічної точки зору. Головною причиною для цього є те, що низькі об'єми випуску державних облігацій у гривнях є одною з ключових перешкод для розвитку українського ринку облігацій. Дієвий ринок державних облігацій є надзвичайно важливим для всього фінансового сектору України, тобто грошово-кредитного ринку, банківського і страхового секторів, а також пенсійних і інвестиційних фондів. Ліквідний ринок державних облігацій надає відправну точку для прийняття цінових і інвестиційних рішень і тому. Також державні облігації - це безризикові інструменти необхідні для управління інвестиціями, ліквідністю і ризиками. Більше того, накопичення надмірних зовнішніх зобов'язань призводить до появи значних фіскальних і макроекономічних ризиків і може обмежити простір для прийняття стратегічних рішень у сфері валютної та монетарної політики.

У всьому світі країни з перехідною економікою останнім часом збільшили частку внутрішнього боргу і доклали зусиль задля розвитку ліквідних ринків внутрішніх облігацій. На нашу думку, Україна повинна наслідувати прикладу цих країн. Важливим заходом для розвитку ринку облігацій на даному етапі стане, на нашу думку, збільшення ліквідності шляхом випуску більших обсягів стандартизованих державних облігацій деномінованих в гривнях. Для цього ми рекомендуємо уряду дотримуватись передбаченого бюджетом на 2007 рік розподілу і здійснювати (щонайменше) 33% запозичень у національній валюті. Проводити меншу частину запозичень всередині країни буде безвідповідально. Використовуючи прості розрахунки і реалістичні припущення ми показуємо, що додаткові виплати відсотків по домашньому боргу порівняно з внутрішнім є незначними порівняно з загальними видатками бюджету. Додаткові витрати є більш ніж виправданими враховуючи численні переваги більш розвинутого внутрішнього ринку облігацій і повинні розглядатись як вигідна інвестиція в розвиток фінансового сектору. Нарешті, ми пропонуємо збільшити частку внутрішнього боргу до 50% у середньостроковій перспективі.

Зміст

1. Вступ
2. Валютна структура державного боргу в Україні - короткий огляд і тенденції
3. До більшого розуміння тенденції до зовнішнього боргу: Які головні аргументи на його користь?
4. Аргументи проти високої частки боргу в іноземній валюті
5. Борг в національний валюті і борг в іноземній валюті – Порівняння переваг і недоліків
6. Рекомендації

1. Вступ

Останнім часом, питанням розвитку ринків облігацій й вибору між запозиченнями в національній і іноземній валюті приділялося багато уваги у країнах з перехідними економіками. Намагаючись краще захистити свою економіку від глобальних ризиків, багато азіатських і латиноамериканських країн змінили структуру свого боргу від боргу в іноземній валюти до боргу в національній валюти. Паралельно, вони доклали зусиль задля розвитку ліквідних ринків внутрішніх облігацій для цих нових внутрішніх цінних паперів. НА сьогодні, міжнародна тенденція до запозичень в національній валюті й росту ринків внутрішніх облігацій сильна як ніколи і вже досягла країн Центральної Європи й Співдружності Незалежних держав (СНД). В 2006 р. Чехія, Словаччина, Польща і Угорщина всі мали частки внутрішнього боргу в проміжку 70 - 80 % від загального боргу. Також Росія показує тенденцію до збільшення запозичень в місцевій валюті. За 2003-2006 рр., Росія більш ніж подвоїла частку внутрішнього боргу від приблизно 19 % до більше ніж 40 %.

В Україні питання розвитку ринку облігацій теж обговорюється все більше і більше. Обговорення в пресі, серед політичних діячів і міжнародних організацій піднімає багато проблем, включаючи питання регулювання ринку облігацій і нагляду за діяльністю його учасників, організації ринку, вибір системи первинних дилерів або можливі проблеми пов'язані з відсутністю достатньої кількості інвесторів. Ми можемо бачити, що ці проблеми важливі і, фактично, вони типові для країн на початковій стадії розвитку ринку облігацій. Однак, обговорення часто зосереджувалося на занадто детальних, технічних питаннях і фундаментальне стратегічне питання щодо валютної структури запозичень не розглядалось. На нашу думку, головним питанням в сфері облігацій для українських високопосадовців повинно стати визначення належної стратегії щодо боргу в національній та іноземних валютах. Це зумовлено тим, що на початковому етапі стратегія уряду щодо вибору валюти запозичень є вирішальною для розвитку ринку облігацій.

У цій роботі обговорюються "за" і "проти" стратегії державних запозичень щодо валютної структури боргу. Під валютною структурою ми маємо на увазі частки боргу, що деноміновані в національній і в іноземних валютах[1]. Ця робота має наступну структуру. Розділ 2 описує останні тенденції державних запозичень. У розділі 3 ми пропонуємо і обговорюємо головні аргументи на користь залучення боргу в іноземній валюти. У розділі 4, ми описуємо можливі переваги збільшення випуску облігацій в гривні. У розділі 5 порівнюються переваги й недоліки збільшення внутрішнього боргу. Нарешті, у розділі 6, ми формулюємо конкретні рекомендації.

2. Валютна структура державного боргу в Україні - Короткий огляд і тенденції

Прямий державний борг України на кінець 2006 р. складався з 83% боргу деномінованого в іноземній валюті і 17% боргу в національній валюті. Розглянувши потоки запозичень(див. табл. 1), ми бачимо що частка випуску облігацій у національній валюті значно змінюється з року в рік. В 2005 р. відбулось значне збільшення випуску 2005, коли іноземні інвестори з'явилися на ринку. Через Оранжеву революцію наприкінці 2004 р. і очікування укріплення гривні, іноземні кредитори й інвестиційні фонди все більше цікавились Україною. Відповідно, у першій половині 2005 р. уряд розмістив державних облігацій в місцевій валюті на рекордну суму 6.9 млрд. грн. (т. зв. ОВДП).[2]

[1] Зверніть увагу, що питання валютної структура зовнішнього боргу, тобто вибір між доларами США, євро, японськими єнами, швейцарськими франками або іншими валютами для зовнішніх запозичень не обговорюються в даній роботі. Однак, це дуже важлива тема, що потребує подальшого вивчення і аналізу

[2] Чисті купівлі ОВДП нерезидентами різко збільшилися і наблизилися до позначки 1 млрд. доларів США у січні-квітні 2005 р. За весь 2004 рік такі покупки становили 407 млн. доларів США

Таблиця 1

Випуск облігацій державної позики у 2003-2006 рр. (потоки)

Рік	Облігації в іноземній валюті, млн. доларів США	Облігації в національній валюті, млн. доларів США	Частка облігацій в національній валюті, %
2003	1000.0	217.8	17.9
2004	1100.0	373.6	25.4
2005	718.8	1270.9	63.9
2006	1923.1	313.4	14.0

Джерело: Власні обчислення на основі даних НБУ й Міністерством фінансів

Після цього, діяльність уряду на первинному ринку ОВДП призупинилась, і за останні півтора років була випущена лише невелика кількість облігацій внутрішньої позики. Одною з причин для виходу України з внутрішнього ринку запозичень став успішний повторний продаж Криворіжсталі у жовтні 2005 р., оскільки частина від доходів приватизації у розмірі 4,8 млрд. доларів США використовувалася для фінансування бюджетного дефіциту і погашення заборгованості по державній зовнішній позиці.[3] Крім того умови випуску облігацій, пропоновані урядом не змогли привабити внутрішніх або іноземних інвесторів. На протязі всього 2006 року, уряд не надто вдало розміщав ОВДП з доходністю біля 9 %. Відповідно, ряд аукціонів провалився, особливо по розміщенню більш довгострокових облігацій.

Навпаки, умови випуску облігацій зовнішньої державної позики були достатньо привабливими, щоб викликати істотний попит на міжнародних ринках. У листопаді 2006 р., уряд розмістив випуск єврооблігацій на суму 1 млрд. доларів США із строком обороту десять років і низькою доходністю 6,58 %. Після успішного roadshow, попит на облігації вдвічі перевищив обсяг випуску. В останньому кварталі 2006 року також було розміщено два випуски облігацій у швейцарських франках на суму 784 млн. франків, і один випуск в японських єнах на суму 35 млрд. єн (приблизно. 300 млн. доларів США) із досить низькими доходностями.[4]

Таблиця 2

Середньозважені строки до погашення і доходність державних облігацій у 2003-2006 рр.

	Єврооблігації		ОВДП	
Рік	**Середній строк до погашення (років)**	**Середньозважена доходність (%)**	**Середній строк до погашення (років)**	**Середньозважена доходність (%)**
2003	10.00	7.65	1.17	9.76
2004	6.09	7.15	2.31	10.35
2005	10.00	4.95	2.86	6.91
2006	6.75	5.48	2.70	9.26

Джерело: Власні обчислення на основі даних НБУ й Міністерством фінансів

У табл. 2 подані середній строк до погашення і середню доходність для внутрішніх і іноземних державних облігацій випущених у 2003 – 2006 рр. Як бачимо на табл. 2, зовнішні облігації мають в середньому триваліші строки обертання і нижчу доходність ніж ОВДП . Взагалі, слід відзначити що велика частина ОВДП належить НБУ або комерційним банкам і що оборот торгівлі ОВДП досить незначний.

[3] Більш детально це питання висвітлено у нашій консультативній роботі V11 щодо надходжень від приватизації, що можна знайти за адресою http://ier.org.ua/papers_ur/v11_ur.pdf.

[4] Зверніть увагу, що всі згадані випуски меншого обсягу були розміщені приватно, тобто запропоновані обмеженому колу інвесторів і не були призначені для обертання на вторинному ринку.

У цілому, можемо бачити тенденцію до збільшення запозичень в іноземній валюти з боку українського уряду. Крім того, очікується, що така тенденція, імовірно, продовжиться. На 2007 рік, бюджет передбачає залучення тільки 33 % запозичень у національній валюті, а решту 67% в іноземній валюті. Бюджет на 2006 рік передбачав залучення 47 % запозичень у національній валюті.

3. До більшого розуміння тенденції до зовнішнього боргу: Які головні аргументи на його користь?

Намагаючись зрозуміти чітку тенденцію до боргу в іноземній валюті, у цьому розділі ми обговорюємо головні аргументи на користь вищої частини запозичень в іноземній валюті, які обговорювалися в Україні. Це - (i) можливість легшого і дешевшого фінансування за кордоном (ii) проблема відсутності внутрішнього попиту й (iii) небезпека витиснення приватного сектору.

(i) Умови доступу на ринки (тривалість і вартість кредиту)

Ключовим аргументом на користь великої частки випуску облігацій в іноземній валюті, стали умови доступу на ринки за кордоном кращі ніж в Україні. Як показано вище, процентні ставки для іноземних облігацій є переважно нижчими, а термін до погашення більший ніж для внутрішніх облігацій. Загалом кажучи, це - типове ситуація для країн з перехідною економікою. Крім того, потрібно підкреслити, що ситуація для держав з перехідною економікою в цей час особливо сприятлива. Глобальна ліквідність перебуває на рекордних рівнях і готовність міжнародних інвесторів приймати ризики особливо велика, розриви між доходністю державних облігацій стоять на історично низьких рівнях. Кредитори також готові позичати свої гроші на дуже тривалий час.[5] Крім того, макроекономічні показники України розглядаються як вельми пристойні, і рейтингова оцінка українських запозичень міжнародними агентствами була значно покращена в останні роки.

Таким чином , уряд, здається, використовує у своїх інтересах сприятливу ситуацію, запозичаючи переважно в іноземній валюті. На жаль, немає ніякої гарантії, що умови в Україні й світовій економіці в цілому залишаться настільки ж хорошими, як вони є зараз. Несподівані шоки в Україні чи за кордоном можуть привести до знецінення гривні, що збільшить витрати на обслуговування зовнішнього боргу й може наразити на небезпеку виконання бюджету. Тоді, зовнішній борг може виявитись дорожчим ніж здавалося раніше.

Крім того, потрібно відзначити, що на процентну ставка ОВДП може побічно впливати урядова політика. На даний момент, інвестори можуть мати труднощі з продажем облігації в бажаний час отримавши справедливу ціну через низьку ліквідність на ринку. Через ризик ліквідності який несуть інвестори вони вимагають більші процентні ставки. Це означає, що певна частина різниці між внутрішніми і зовнішніми процентними ставками можна пояснити низькою ліквідністю ринку внутрішніх облігацій. Однак, уряд - як один із основних гравців на первинному ринку - є в значній мірі відповідальним за низку ліквідність внутрішнього ринку і міг би підвищити ліквідність випускаючи більше облігацій. Інакше кажучи, вища частка випуску ОВДП, ймовірно, зменшить різницю між процентними ставками для ОВДП і зовнішніх облігацій.[6] Аналогічно, тривалість облігацій збільшуватиметься, якщо уряд буде забезпечувати ліквідність на ринку облігацій.

(ii) Недолік попиту на внутрішньому ринку боргових цінних паперів

Інший аргумент, який часто згадується – те, що "просто немає ніякого ринку", тобто занадто мало попиту, щоб випускати боргові зобов'язання усередині країни. Часто, це твердження підкріплюють, вказуючи на численні аукціони ОВДП, що не знайшли покупців. Ми погоджуємося, що інвесторів в Україні залишається досить мало й що багато потрібно зробити, щоб сприяти більшій кількості й розмаїтості можливих інвесторів. Однак, ми вважаємо, що цей аргумент недосконалий. Чому так? Головна причина, чому уряд не зміг

[5] Багато латиноамериканських країн успішно провели обмін своїх короткострокових цінних паперів на більш довгострокові інструменти. Польща навіть розмістила 50-річні облігації.
[6] Беззаперечно, проведення стійкої фіскальної і монетарної політик має більше значення ніж розмір премії за ризик.

розмістити запозичення в національній валюти, він пропонував процентні ставки на рівні нижче ринкового. У другій половині 2006, Міністерство фінансів запропонувало двох- й трьохрічні ОВДП з доходністю у 9,0-9,5%, що дуже мало порівняно з доходами, що виплачувались на більшість корпоративних облігацій (з 11% до 16%) або на більшість муніципальних облігацій (11%-13%). Розширення ринку корпоративних облігацій показує, що в Україні існує достатній попит на облігації, якщо тільки вони оцінені в ринкових курсах. У результаті непривабливих доходів і обмеженого обсягу державних цінних паперів, ряд українських банків також змінив їхній портфель цінних паперів до корпоративних облігацій в останніх місяцях.

Крім непривабливої доходності, що нестача попиту на облігації в гривні можна також пояснити перешкодами іноземцям, що бажають вкладати капітал в такі облігації. Фактично, нерезиденти, які хочуть купити внутрішні облігації, мусять заповняти значну кількість документів і сплатити збір до пенсійного фонду у розмірі 1.0 % від їхнього капіталу за обмін валют. Так званий "податок до пенсійного фонду" за безготівкову купівлю іноземної валюти передбачає, що іноземці, що входять і виходять із ринку вимагають вищого доходу для українських облігацій порівняно з активами подібного класу ризику. Багатообіцяючим є законопроект, що обіцяє поступово скасовувати цей податок до 2010р.[7] Однак, на даному етапі така перешкода залишається.

(iii) Витиснення

Третій аргумент проти збільшення фінансування в національній валюті - ризик "витиснення" приватних інвесторів. Є побоювання, що як тільки значні кількості державних облігацій в гривні будуть розміщені з більш високою доходністю, українські банки й підприємства вирішать вкладати капітал у надійніші державні облігації замість того, щоб вкласти їхні гроші в корпоративні папери або інвестиційні проекти. Крім того, підприємства, що залучають кошти, випускаючи корпоративної облігації, можуть стикнутися із збільшеними витратами на фінансування, тому що інвестори захочуть отримувати вищу доходність.

Проблема витиснення важлива й повинна бути врахована при підготовці стратегії запозичень. Хоча, ми не думаємо, що збільшення випуску внутрішніх облігацій в розумних межах, тобто до 50 % загального річного випуску облігацій, приведе до значного витіснення інших типів цінних паперів поточній ситуації в Україні. По-перше, додатковий попит на облігації можна отримати від іноземних інвесторів - як тільки будуть запропоновані відповідні ринковим умовам доходності. По-друге, твердження, що ринки корпоративних облігацій в значній мірі виграє від ліквідніших ринків державних облігацій, видається цілком виваженим. Фактично, ринки державних і корпоративних облігацій повинні розглядатися скоріш як взаємодоповнюючі ніж взаємозамінні(див. обговорення в наступній секції).

4. Аргументи проти високої частки боргу в іноземній валюті

Є три головних аргументи проти занадто високої частки боргу в іноземній валюті. Насамперед, надмірна концентрація на зовнішніх джерелах фінансування перешкоджає функціонуванню внутрішнього ринку облігацій, що в свою чергу може загрожувати фінансовому сектору України в цілому. По-друге, великий обсяг зовнішнього боргу в країні приводить до зменшення дієвості монетарної і валютної політики. По-третє, борг в іноземній валюті тягне за собою високі фінансові та макроекономічні ризики, які можуть бути зменшені, за рахунок випуску боргових зобов'язань в національній валюті.

(i) Слабкий внутрішній ринок урядових облігацій затримує розвиток фінансового сектора

Як в країнах з розвиненою економікою так в країнах з перехідною економікою, внутрішній ринок урядових облігацій відіграє ключову роль у фінансовій системі таких країн. Насамперед, такі облігації служать надійною(безризиковою) точкою відліку для всього фінансового ринку. Ліквідні й значні ринки державних облігацій забезпечують так звану криву доходності, графік, на якому відображено взаємозв'язок між доходністю подібних

[7] Дивіться нашу консультативну роботу щодо збору до пенсійного фонду на: http://ier.org.ua/papers_ur/v7_ur.pdf

облігацій і строком до погашення. По суті, крива доходності показує ринкові очікування щодо майбутніх процентних ставок і тому є ключовим інструментом для аналітиків.[8] Без кривої доходності облігацій економіка втрачає критичне джерело інформації для цінових і інвестиційних рішень. Відсутність діючої кривої доходності в Україні найбільш очевидна на ринку корпоративних облігацій. З огляду на те, що наявна лише обмежена інформація щодо безризикової ставки, визначення належної процентної ставки для окремого випуску корпоративних облігацій потребує великих зусиль як з боку аналітиків так і інвесторів. Кожне цінове рішення на ринку корпоративних і муніципальних облігацій повинне прийматись на індивідуальній основі, що є дуже неефективним методом. Більш ліквідний внутрішній ринок для державних облігацій призвів би до значних позитивних наслідків ринку корпоративних боргових цінних паперів, які є важливим і ефективним джерелом довгострокового фінансування для компаній і великих інвестиційних проектів.[9]

Держані облігації також використовуються як застава для банків і як безризиковий актив для інвестування. Банки і можливі інституційні інвестори в Україні поки що не мають великого вибору об'єктів для вкладення коштів, особливо коли мова йде про активи з низьким ризиком. Беручи до уваги відсутність діючого ринку державних облігацій, середньострокові безризикові капіталовкладення в гривні і об'єднання ризиків фактично не можливі. Однак, за відсутності достатньої кількості правильно оцінених і ліквідних державних облігацій для інвестування, інвестиційні та пенсійні фонди, і страхові компанії навряд чи будуть далі розвиватися в Україні. Це не тільки погано для розвитку фінансового сектора в цілому, але й серйозна перешкода для запровадження другого й третього рівень пенсійної системи. Інші труднощі полягають у тому, що, за відсутності діючого ринку облігацій, банки не мають змоги утримувати ліквідних, безризикові цінні папери (державні облігації) серед своїх активів. Це, у свою чергу, перешкоджає належному функціонуванню міжбанківського ринку, який є визначальним для регулювання ліквідності. Нарешті, стандартизовані й ліквідні державні облігації могли б також допомогти збільшити заощадження домогосподарств в гривні, тому що вони давали б додаткову можливість для вкладення коштів окрім банківських вкладів.

Отже, ринок державних облігацій необхідно розглядати як передумову успішного розвитку фінансового ринку. Український уряд останнім часом підтримував розвиток ринку в ряді сфер, включаючи банківський сектор, іпотечні ринки, фондові біржі, а тепер почав також приділяти увагу грошово-кредитним ринкам і ринках похідних цінних паперів. Навпаки, на ринок облігацій важко за минулі півтора роки не звертали багато уваги. Однак, нестача внутрішніх безризикових активів і відсутність інформації щодо очікувань процентних ставок і цін на цінні папери перешкоджають розвитку всього фінансовому сектору. Таким чином, ринки внутрішньої облігації також заслуговують самої ретельної уваги. Як вже говорилося раніше, передумова для такого розвитку - активна й сприятлива для ринку стратегія внутрішніх запозичень. Отже, з точки зору фінансового сектору, зменшення частки боргу в іноземній валюті може стати надзвичайно корисним для країни.

(ii) Обмеження для монетарної і валютної політики

Другий головний аргумент проти наявної стратегії випуску державних цінних паперів переважно в іноземній валюті - це поява серйозних обмежень для монетарної і валютної політики в Україні. Значні обсяги боргу вираженого в іноземній валюті перешкоджають запровадженню нової, можливо гнучкішої система валютних курсів. Навіть для існуючого,

[8] Крива доходності показує взаємозалежність між вартістю запозичень і строком, на який позичаються гроші. Звичайно крива доходності має додатній нахил (тобто йде вверх), тому що доходність для довгострокових облігацій вища ніж для короткострокових. Як правило, інвестори вимагають вищу доходність за утримування активу протягом довшого часу, тому доходність збільшується разом з строком випуску облігацій.

[9] Необхідно мати на увазі, що фінансові ринки розвинутих країн, з диверсифікованою базою інвесторів, дозволяють уникнути надмірної концентрації ризиків банками, що використовують переважно позичений капітал і тому є вразливими до криз. Більш того, ліквідніший ринок облігацій може знизити вартість фінансування для реального сектору. По суті, за визначенням, облігації можуть бути продані і куплені на вторинному ринку і тому вони несуть в собі нижчу премію за ліквідність ніж ринок банківських кредитів, для якого, як правило не існує вторинного ринку.

відносно низького, боргу в іноземній валюті[10], будь-яка зміна обмінного курсу гривні буде мати безпосередній вплив на бюджет. Чим більше накопичено боргу в іноземній валюті, тим сильніші фінансові наслідки зміни обмінного курсу. Відповідно, зміна валютної політики від теперішньої фактичної прив'язки до долара США, ставатиме все складнішою, чим довше триватиме існуючий підхід до проведення запозичень. Ми погоджуємося з багатьма українськими політиками і вважаємо, що в середньостроковій перспективі потрібний гнучкіший підхід до формування курсу гривні.[11]

Перехід до гнучкішої валютної політики також вимагає активнішого проведення монетарної політики через угоди репо і операції на відкритому ринку.[12] Однак, ці непрямі інструменти монетарної політики можуть ефективно застосовуватися, лише якщо для учасників ринку широко доступна оборотна, надійна застава на зразок внутрішніх державних облігацій. Через високу частку зовнішнього боргу, така ситуація відсутня в Україні. Відсутність ліквідного ринку державних облігацій заважає центральному банку впливати на процентні ставки для всього спектру строковості. Крім того, це означає, що працівники центрального банку не мають надійної інформації про довгострокові процентні ставки, тобто про очікування ринку щодо макроекономічних подій, інфляції й монетарної політики. В Україні, відсутність відповідних державних цінних паперів змусило НБУ надавати кредити овернайт без забезпечення, що не відповідає кращим прикладам міжнародної практики. Аналогічно, НБУ змушений використовувати головним чином власні цінні папери (депозитні сертифікати), щоб стерилізувати приплив іноземної валюти. Усі вищезгадані фактори показують, що без ліквідного ринку внутрішніх облігацій, монетарна політика не може проводитись на належному рівні. Перехід до монетарної політики з внутрішніми орієнтирами, як-от таргетування інфляції, є майже неможливим без виконання цієї умови.

(iii) Зовнішня заборгованість спричиняє фінансові й макроекономічні ризики

Загальновідомо, що зовнішній борг спричиняє вищі макроекономічні і фінансові ризики ніж борг в національній валюти. Головна причина такої відмінності – це валютний ризик, який ніколи не може нехтуватись у відкритій і не диверсифікованій перехідній економіці, такій як українська. Хоча існують переконливі підстави, для того щоб очікувати тиск в сторону укріплення гривні в коротко- і середньостроковій перспективі, ми не можемо бути впевнені, що в наступних роках не відбудеться несприятливого політичного або економічного шоку, внутрішнього чи зовнішнього, що призведе до економічного спаду . У випадку несподіваного різкого знецінення гривні, витрати на обслуговування боргу й виплати основної суми в гривні підвищаться пропорційно й зможуть відтягнути на себе значні бюджетні ресурси. Фіскальні ризики можуть бути особливо великими, тому що реальне знецінення має тенденцію відбуватися в погані економічні часи. У такому випадку, бюджет буде зазнавати тиску з двох боків (i) через зменшення доходів від податків через спад ділової активності (ii) від зростання видатків на обслуговування боргу в іноземній валюті. Наслідком може стати серйозна макроекономічної кризи в країні, що викличе зростання податків, урізання витрат або навіть кризу неплатежів.

[10] Станом на 31.12.2006 державний борг в іноземній валюті становив 13,6% від оціночного ВВП за 2006 рікі(прямий і гарантований державний борг в іноземній валюті).

[11] Див. консультативну роботу ІЕД V1 щодо валютної політики в Україні за адресою pttp://ier.org.ua/papers_ur/v10_ur.pdf

[12] Операції на відкритому ринку включають продаж або купівлю державних облігацій центральним банком в обмін на національну валюту або депозити в центральному банку. Операції змінюють монетарну базу, а тому і пропозицію грошей, зменшуючи її при продажу облігацій і збільшуючи її при купівлі облігацій. Так звана угода "репо" це угода про продаж і зворотну купівлю, у якій продавець цінних паперів, таких як урядові облігації, погоджується викупити їх назад в певний час і за певною ціною. Репо дають центральному банку гнучкість, в тому що вони дозволяють центральному банку додати ліквідність в один день і вилучити її в інший за одну операцію.

5. Борг в національний валюті і борг в іноземній валюті – Порівняння переваг і недоліків

За поточної ситуації в Україні існують серйозні аргументи за й проти здійснення великої частини запозичень і іноземній валюті. Зрозуміло, що уряд повинен продовжувати випускати значну частину державних цінних паперів в іноземній валюті. Тим не менше, питання, що ми ставимо в цій частині полягає в тому, чи є існуючий підхід, тобто здійснення 86% нових запозичень за кордоном, є загалом вигідним для країни. По-перше, ми оцінюємо, скільки уряд заощаджує, позичаючи в іноземній валюті, з вузької точки зору управління боргом. Пізніше, ми застосовуємо ширший економічний підхід, беручи до уваги перешкоди, які створює існуючий підхід до формування боргу для економічного розвитку країни.

З точки зору управління боргом існує ряд стандартних інструментів для визначення оптимальних обсягів і структури, зокрема валютної, державного боргу.[13] Найкращі міжнародні методи поєднують (i), підхід керування активами і пасивами (ALM) спрямований на зменшення майбутніх бюджетних ризиків уряду й (ii) портфельний підхід до керування портфелем цінних паперів для аналізу взаємозалежності між витратами і ризиками різних боргових стратегій (заснованих на методах оцінки кількості активів(VAR), що перебувають під загрозою, та оцінки кількості можливих додаткових витрат). Крім того, метод перевірки граничних сценаріїв(stress testing) дає необхідну інформацію щодо потенційних ризиків. Однак, ми не будемо представляти ніяких складних статистичних методів моделювання, оскільки такі моделі вимагають великого аналізу й роботи над даними, що виходить за межі цієї роботи.

Однак, перед продовженням, ми хотіли б оцінити фіскальні переваги залучення коштів в іноземній валюті. Тобто, використовуючи простий сценарій і нескладні обчислення, ми прагнемо підрахувати, скільки уряд заощаджує, позичаючи в іноземній валюті й в скільки обійшлося б збільшення запозичень в гривні. У вставці 1 представлено короткий огляд.

[13] Зверніть увагу, що управління державним боргом стосується лише структури державного боргу, а не його рівня. Якщо конкретніше, то управління боргом передбачає оптимізацію боргового портфелю з точки зору строків погашення, структури процентних ставок(фіксованих чи плаваючих) і валютної структури. Як було сказано раніше, дана робота розглядає лише останній аспект.

Вставка 1

Скільки уряд заощаджує, позичаючи в іноземній валюті? Проста ілюстрація для 2007 року

Припущення:

- Загальні запозичення в 2007 році: 11.63 млрд. грн. (як передбачено в бюджеті на 2007 рік)
- Сценарій 1: продовжується практика попереднього року , тобто 86 % запозичень проводиться в іноземній валюті
- Сценарій 2: уряд діє у відповідності до бюджетного плану, тобто в іноземній валюті проводиться 67% запозичень.
- Процентна ставка для випуску облігацій за кордоном: 5.48 % (середньозважена доходність державних облігацій в іноземній валюті випущених в 2006 році, див. таблицю 2),
- Доходність державних облігацій в гривнях всередині країни: 11 %

Ключове питання:

Скільки уряд зможе заощадити в 2007 році, позичаючи 84% в іноземній валюті замість тільки 67% (як заплановано в бюджеті)?

Щоб показати додаткові витрати бюджету (короткострокові) через більшу вартість боргу в національній валюті в порівнянні з боргом в іноземній валюті, ми проводимо обчислення для простого сценарію відповідно до досить щедрими припущеннями. Ми беремо бюджет на 2007 рік за основу і бачимо, що він передбачає валові запозичення в сумі 11.63 млрд. грн., з них 33 % у національній валюті (3 829 млн. грн. і 67 % в іноземній валюті (7 798 млн. грн.). Офіційний план позичати 67 % від всіх потрібних коштів за кордоном - наш основний сценарій. Однак, враховуючи практику уряду у 2006 році, ми розглядаємо другий сценарій, у якому ми припускаємо, що Міністерство фінансів продовжить позичати більшу частку, а саме 86 % від нового боргу у іноземній валюті 1

Скільки уряд заощадив би в 2007 р., позичаючи лише 14 % (1.62 мільярда грн.) у порівнянні з 33 % (3.83 мільярда грн.) у національній валюті? Щоб оцінювати це, ми беремо середній зважений дохід державних облігацій в іноземній валюті як крапка відліку, що була 5.48 % в 2006 (див. Таблицю 2). Тепер, ми припускаємо, що внутрішній борг міг легко бути поміщений по доходу 11 % на внутрішньому ринку, бути цим як 2 або 3-літніми облігаціями ОВДП. Відзначте, що цей курс на 5.52 % вище (більш ніж подвоюються) чим середній курс, заплачений за іноземні облігації, оплачувані будь-якими видами законних платіжних коштів і на 2 % вище чому основний тариф, недавно пропонований урядом для 2-літніх облігацій ОВДП. З метою ринків на сьогодні, імовірно, що курс 11 % залучив би достатній внутрішній і закордонний попит.

Відповідь:

Для цього сценарію, прості обчислення показують, що додаткові витрати на обслуговування внутрішніх облігацій у порівнянні з іноземними облігаціями склали б **122 млн. грн. щорічно, що відповідає 0.08 % плану видатків бюджету** на 2007 рік. Збільшення частки ОВДП до 50 % призвело б до додаткових виплат доходу по облігаціям у розмірі 230 млн. грн. або 0.14 % від запланованих видатків на 2007 рік.

Звичайно, наші ілюстративні розрахунки правильні лише для короткострокового періоду. Обчислення на триваліший термін вимагало б більш складних обчислень, заснованих на ряді припущень, наприклад щодо майбутньої інфляції, динаміки валютного курсу і майбутніх змін середніх строків випуску і доходності ОВДП. Також потрібно підкреслити, що заощадження за рахунок здійснення зовнішніх запозичень будуть накопичуватись, тобто кожного року до дати погашення облігацій уряд зможе виплачувати менші проценти. Однак, потрібно мати на увазі, що в більш довгостроковому плані на витрати на обслуговування зовнішнього боргу в гривнях можуть змінитися пропорційно валютному курсу. Ці валютні ризики особливо високі для недавніх розміщень облігації у швейцарських франках й єнах, тому що українські урядовці не в змозі безпосередньо впливати на курс гривні японської єни або швейцарського франка.

[1]Відзначте, що бюджетні плани стосовно розподілу між зовнішніх і внутрішніми джерелами боргу не є обов'язковими і можуть бути перерозподілені. В 2006, уряд планував залучити 47 % коштів у національній валюті, проте актично залучив тільки 14 %.

[2]Наше обчислення включає наступні прості кроки: По-перше, ми обчислили можливе збільшення запозичень у національній валюті при збільшенні їх частки від 14 % до 33 % запланованого запозичень на 2007 р., тобто на 19 %. Отриману цифру в 2209 млн. грн. ми помножили на різницю між доходністю внутрішніх облігацій і єврооблігацій тобто на 5,52%. Таким чином ми отримали зазначену в тексті суму 122 млн. грн.

Загалом, дані показують, що здійснення більшої частки запозичень в національній валюті не призведе до надмірних витрат - особливо, якщо брати до уваги валютні ризики зовнішнього боргу. Вищезгадані додаткові витрати оцінюються в розмірі 0.08 % бюджетних видатків в 2007 році і є незначними в порівнянні з великими сумами передбаченими для субсидування

сільського господарства, вугільної промисловості та на інфраструктурні проекти. Ми вважаємо, що витрати, які оцінено в 122 млн. грн, в 2007 році будуть вкладені дуже гарно, оскільки вони, імовірно, дозволять зробити важливий крок для повноцінного ринку облігацій і, таким чином, до появи розвинутого фінансового сектору України в цілому. Розвинутий ринок державних облігацій може принести дуже багато користі для функціонування грошового-кредитного ринку, ринку корпоративних облігацій, розвитку банківського сектору і страхової справи. Це, у свою чергу, може спонукати компанії залучати більше коштів в гривні, що зняло б макроекономічні ризики в цілому. Нарешті відзначимо, що недоліки внутрішніх облігацій, пов'язані з досить короткими строками обертання, не є критичними. Насправді, облігації ставатимуть більш довгостроковими по мірі покращення ліквідності ринків державних облігацій. Загалом, порівнюючи переваги і недоліки збільшення частки ОВДП, бачимо, що переваги є набагато суттєвішими ніж недоліки.

6. Рекомендації

На нашу думку, дискусія щодо ринку облігацій в Україні повинна зосередитися на питанні щодо випуску державних облігацій в гривні. Від того, чи буде уряд залучати в значних обсягах фінансування в гривнях в наступному році(роках), чи продовжуватиме покладатись в основному на зовнішні джерела коштів для покриття бюджетного дефіциту, залежатиме майбутнє ринку облігацій в Україні. Тільки якщо Міністерство фінансів випускатиме достатню суму боргу в національній валюті, ринок зможе розвитися належним чином і державні облігації зможуть виконувати найважливіші для ринку функції: точки відліку і ліквідних безризикових активів. Тому ми робимо наступні рекомендації:

Рекомендація 1: Уряд повинен чітко виконувати передбачене в бюджеті співвідношення і проводити принаймні 33 % запозичень в національній валюті у 2007 р. Надалі, частка гривневих запозичень повинна поступово збільшитися до 50 % і більше.

Як було вказано вище, численні переваги ліквіднішого ринку внутрішньої облігацій достатні, щоб виправдати поточні недоліки облігацій в національній валюти, тобто вищі процентні ставки і менший строк залучення коштів. Крім того, різниця між доходністю внутрішніх облігацій і єврооблігаціями буде знижуватися, а строки випуску ставатимуть довшими паралельно із збільшенням ліквідності внутрішнього ринку. Для початку уряд повинен здійснювати більше запозичень у формі 2-річних або 3-річних ОВДП.

Рекомендація 2: Уряд повинен проводити орієнтовану на ринок стратегію випуску.

Щоб уряд розміщав більшу частку державних облігацій на внутрішньому ринку, необхідно, щоб уряд поліпшив умови випуску для потенційних інвесторів всередині країни. Насамперед, доходності пропонованих облігацій повинні відповідати очікуванням ринку і не бути надмірно низькими. По-друге, діалог з учасниками ринку і стабільність ринку повинні поліпшитись, наприклад за рахунок привселюдно оголошеного, передбачуваного і надійного календаря аукціонів. По-третє, уряд повинен зосередитись на випуску невеликої кількості видів стандартизованих облігацій, щоб сприяти ліквідності ринку й розвитку надійної кривої еталонної прибутковості.

Подальші кроки:

Випуск більшої кількості державних облігацій у національній валюті й використання орієнтованої на ринок стратегію випуску - не єдині кроки необхідні для сприяння розвитку ринку облігацій й покращення управління державним боргом. Також дуже важливо, щоб уряд розробив цілісну програму реформ для покращення інфраструктури, нормативно-правової основи функціонування, і регуляторної політики для первинного і вторинного ринку облігацій в Україні. Крім того, Міністерство фінансів повинне застосовувати досконаліші методи управління боргом, такі як керування активами і пасивами, портфельні методи оптимізації.[14]

Автори: Крістоф Требеш, Рікардо Джуччі і Віталій Кравчук
Рецензент: Роберт Кірхнер
Київ/Берлін: лютий 2007 р.

[14] Щодо управління державним боргом читайте в консультативній роботі V14 щодо "Регулювання боргу державного сектору в Україні " на: http://ier.org.ua/papers_ur/v14_ur.pdf