

ІНДЕКСОВАНІ ОБЛІГАЦІЇ – АЛЬТЕРНАТИВА БАНКІВСЬКОГО ДЕПОЗИТУ

Володимир
Кублік,
канд. екон. наук,
доцент,
Одеський
державний
економічний
університет

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

У сучасних умовах економіка країни відчуває величезний дефіцит вільних грошових коштів. При цьому, окрім уповільнення економіки, в нинішньому році нас чекає ще і зростання проблем на фінансовому ринку. Різкий стрибок вартості ресурсів радикально змінює структуру фінансового ринку. Не справляючись з дефіцитом ресурсів, проблем зазнають комерційні банки. Банки мають можливість кредитувати лише на короткі терміни – 1-3 місяці. У поточній ситуації залучення фінансових ресурсів через традиційні фінансові інструменти стає неможливим. Тому актуальним є розроблення структурованих фінансових продуктів, орієнтованих на певні класи інвесторів та емітентів.

Питанням конструювання і використання нових фінансових інструментів присвячена значна кількість робіт зарубіжних авторів. До фундаментальної можна віднести [1]. Серед вітчизняних публікацій безперечний інтерес становлять [2,3].

У базових наукових дослідженнях основна увага була приділена розвитку фінансових інновацій в умовах розвинутого ринку цінних паперів. На жаль, поза увагою дослідників залишилися питання розроблення нових фінансових інструментів в ситуації фінансової і економічної кризи в країні, коли традиційні інструменти фондового ринку не працюють.

Мета статті. Показати можливість і доцільність використання структурованих фінансових продуктів у сучасних умовах України.

Результати діяльності Уряду і Національного банку України показують, що монетарні методи придушення інфляції призводять до зростання проблем на фінансовому ринку, уповільнення економіки, звуження грошової пропозиції.

В умовах, що склалися, єдиним виходом для України є прискорений розвиток внутрішнього ринку капіталу. При ефективній організації процесу обігу в народному господарстві внутрішніх інвестицій вони, на відміну від зовнішніх інвестицій, можуть стати постійно поновлюваним ресурсом. А це істотним чином вплине не тільки на економічний, а й на соціальний

клімат у країні. Практичне розв'язання цієї задачі зробить позитивний вплив на багато інших проблем, які здаються сьогодні не вирішуваними: дозволить припинити відтік капіталів та змінити економічну базу середнього класу.

Найбільшим внутрішнім інвестором у нашій країні спроможне стати населення. За оцінками експертів, на руках у населення знаходиться від 40 до 50 млрд дол. США [5]. При цьому, на 30 січня 2009 року загальний обсяг вкладів фізичних осіб становив 13 мільярдів доларів США [4].

Виходячи з вищесказаного, можна стверджувати, що населення України володіє значним інвестиційним потенціалом. Завдання залучення грошових засобів населення в інвестиційний оборот частково полегшується тим, що характеризується високою цільовою спрямованістю.

У разі створення в Україні умов, сприятливих для індивідуальних інвестицій, можна отримати обсяг ресурсів, достатній для задоволення потреби економіки в додаткових ресурсах на досить тривалий період часу. Згідно з проведеним розрахунком, обсяг готівкових грошових коштів, які зберігаються у населення України, становить майже 70 % прогнозованого в 2009 році ВВП.

Одним з напрямів рішення проблеми, що розглядається в роботі, є прискорений розвиток механізму широкомасштабного залучення коштів населення на вітчизняний ринок цінних паперів.

Дослідження, які були проведені наприкінці 2008 р. і спочатку 2009 р. показують, що українське населення відчуває недовіру до будь-яких фінансових посередників і комерційних вітчизняних банків. Виняток становлять комерційні банки з іноземним капіталом. Це підтверджується масовим закриттям депозитних рахунків в українських комерційних банках і продажем цінних паперів відкритих інвестиційних фондів.

Оцінюючи ситуацію, що створилася, Кабінет Міністрів України прийняв постанову «Про випуск казначейських зобов'язань» № 362 від 14 квітня 2009 року. У цій постанові говориться про те, що уряд вирішив випустити 12-місячні державні казначейські зобов'язання на суму 500 млн грн для населення з метою вилучення надлишкової ліквідності. Купонний дохід за облігаціями номіналом 500 грн у документарній формі запланований на рівні 10 грн, що відповідає ставці прибутковості 8% річних.

Думається, що запланований урядом перший випуск казначейських зобов'язань не користуватиметься в населення попитом і не зможе вилучити надлишкову ліквідність. Основною причиною цього є неприваблива ставка прибутковості.

Передбачуваний по даному випуску купонний дохід 8% річних істотно нижче ставок по депозитних вкладах у державних банках – Укресімбанку і Ощадбанку (від 16% до 19%).

Для вирішення поставленого завдання можна скористатися методами фінансового інжинірингу, тобто створити структурований фінансовий продукт, який був би орієнтований на певний сегмент ринку – масового інвестора.

Структуровані продукти мають структуру, дуже схожу на структуру виплат по облігації. У початковий момент часу інвестор вкладає в продукт деяку грошову суму. Протягом терміну життя продукту інвестор отримує проміжні виплати (купони) – або фіксовані, як по стандартній облігації, або змінні, прив'язані до певних ринкових змінних. У визначену дату продукт погашається, і інвестор отримує «номінальну вартість» продукту, яка може бути фіксованою, але зазвичай має заздалегідь невідому величину, яка прив'язана до деяких ринкових змінних.

Необхідно зазначити, що однією з об'єктивних причин недостатньо високого попиту на структуровані продукти в попередні роки було активне зростання вітчизняного фондового ринку. А в умовах швидкого зростання ринку цінних паперів, що спостерігався в Україні останніми роками, багато структурованих продуктів є недостатньо прибутковими формами для вкладань грошових коштів.

У даній статті розглянуто спосіб конструювання таких параметрів облігації, за яких:

1. структура фінансового продукту і формовані ним грошові потоки в найбільшій мірі відповідали б основним інтересам емітента;

2. інвестиційна привабливість продукту була б максимально орієнтована на масового інвестора, яким є населення країни.

Як такий фінансовий продукт можуть бути розглянуті індексовані облігації. У облігаціях такого типу відсоткова ставка «плаває» на підставі індексів. Індокси вибираються індивідуально для кожного конкретного випуску. Як індокси можуть бути використані валютний курс долар/гривня, індекс прибутковості ОВДП, ПТФС-індекс і багато інших.

При виборі плаваючої ставки необхідно вибрати індекс, до якого буде прив'язана ставка. В зв'язку з цим необхідно, щоб:

- індекс, який використовується як база індексації (темپ девальвації, інфляція, прибутковість інших фінансових інструментів) повинен зменшувати вартість запозичення в порівнянні з фіксованою ставкою;

- індекс спирався на інструменти із стабільнішою базою інвесторів, а тому менше підлягав коливанням, ніж інші плаваючі індекси.

Розглянемо деякі варіанти індексу.

Індксація до валютного курсу. Індксація доходу за облігаціями за обмінним курсом дозволяє як інвесторові, так і емітенту зафіксувати валютну прибутковість при їх розміщенні. Інвесторові придбання цих облігацій вигідне при очікуваних високих темпах девальвації або неясної динаміки змінного курсу в майбутньому. З точки зору емітента, емісія облігацій, індексованих за обмінним курсом, виправдана, якщо він

має стабільну валютну виручку або чекає помірних темпів девальвації. Індесуючи дохід за облігаціями за обмінним курсом, емітент фактично переймає на себе валютний ризик.

У даний момент розміщення індексованих за обмінним курсом облігацій втрачає привабливість для уряду оскільки:

- відсутній будь-який реальний прогноз стабільного надходження валютної виручки;
- прогнози девальвації гривни настільки різні (уряд, МВФ, експерти), що немає сенсу обирати його як базовий індекс.

Індесация до рівня інфляції. При виборі цього індексу основною проблемою для емітента стає визначення розміру премії до прибутковості над інфляцією. При вирішенні поставленого в статті завдання розмір премії визначається при порівнянні повної прибутковості індексованої облігації та прибутковості банківських депозитів для фізичних осіб. При цьому прибутковість облігації має бути вищою за прибутковість депозитів комерційних банків. Інакше масовий інвестор вибере більш звичну для нього форму збереження своїх заощаджень.

Якщо як індесация за рівнем інфляції вибирається купонна ставка, то виникають певні методологічні проблеми. По-перше, необхідно визначити, який індикатор використовувати – індекс споживчих цін або індекс цін виробників. По-друге, дані по темпах інфляції офіційно повинні публікуватися після декількох днів після закінчення місяця. Тому виникає питання про те, який показник інфляції використовувати – попереднього місяця або поточного.

Утім, з позицій емітента ці чинники є вторинними, якщо його прогноз щодо зниження темпів інфляції збувається. Оскільки фіксовані відсоткові ставки в цілому мають тенденцію знижуватися повільніше за інфляцію, папери, які індексовані за рівнем інфляції, будуть більш вагомими для емітентів, так як вони швидше реагують на уповільнення темпів інфляції. З точки зору масового інвестора індексовані облігації є гарантованим захистом від інфляції лише в частині купонного доходу.

Розглянемо ще один варіант конструювання індексованої облігації. В цьому разі для індесации за рівнем інфляції вибирається сума при погашенні. Купон-

ний дохід індексується по іншому параметру, який, по суті, і є премією до прибутковості над інфляцією.

Унаслідок того, що як емітент виступає уряд, параметром, за яким індексується купонний дохід, може виступати облікова ставка НБУ. Такий вибір можна пояснити наступним. Темпи інфляції і облікова ставка НБУ є параметрами, які регулюються як Національним банком, так і урядом України. Тому за допомогою вибраних параметрів можна управляти величинами грошових потоків за період дії фінансового інструменту. Інвесторами виступає населення країни, отже, прибутковість по цьому інструменту має бути вищою прибутковості по депозитах комерційних банків за аналогічний період. Ця величина виступає і як критерій ефективності створюваного інструменту.

Величина купонної ставки може бути розрахована як середнє значення облікової ставки НБУ за період (1).

$$C_{i+1} = \frac{y_{i+1} + y_i}{2} \times N, \quad (1)$$

де C_{i+1} – розмір купонного платежу на момент оплати;

y_{i+1} – розмір облікової ставки НБУ на кінець періоду;

y_i – розмір облікової ставки НБУ на початок періоду;

N – номінал облігації.

Розмір суми погашення облігації розраховується таким чином (2):

$$R = N + \left[N \times \frac{I_p + I_0}{2} \right], \quad (2)$$

де R – сума погашення;

I_p – значення рівня інфляції на момент погашення;

I_0 – значення рівня інфляції на момент випуску.

Розглянемо на прикладі результати отриманого фінансового інструменту. Хай конструюється дворічна індексована облігація номіналом 1000 грн. Згідно з проспектом емісії планується здійснити три піврічні купонні платежі, які розраховуються за формулою 1. Сума при погашенні розраховується за формулою 2. Дострокове відкликання не передбачається. Дата випуску – 01.01.2007 р.

За даними НБУ, середньозважена облікова ставка в 2007 році дорівнювала

8%, а в 2008 році – 12%. Індекс споживчих цін у 2007 році становив 116,6%, а в 2008 році – 122,3% відповідно. Відсоткові ставки по депозитах для фізичних осіб (середньозважені в річному обрахуванні) в 2007 році дорівнювали 10,9%, а в 2008 році – 12,3% [4].

Проведені розрахунки з даного фінансового інструменту показують наступний рух фінансових коштів (рис. 1). Внутрішня ставка прибутковості інвестиції в індексовану облігацію становить 16,61%.

Для порівняння можна розрахувати внутрішню ставку прибутковості інвес-

тиції в депозити банку. Якщо на початок періоду, що інвестується, вкласти 1000 грн на депозитний рахунок у банк під 10,95% річних, а потім реінвестувати 1000 грн на другий рік під 12,3% річних, то внутрішня ставка прибутковості такої інвестиції становитиме 11,56%.

Мотивація емітента при створенні і використанні індексованих облігацій, які створюються під певний сегмент ринку, полягає у використанні можливостей структурованих фінансових інструментів для зниження вартості залучених засобів.

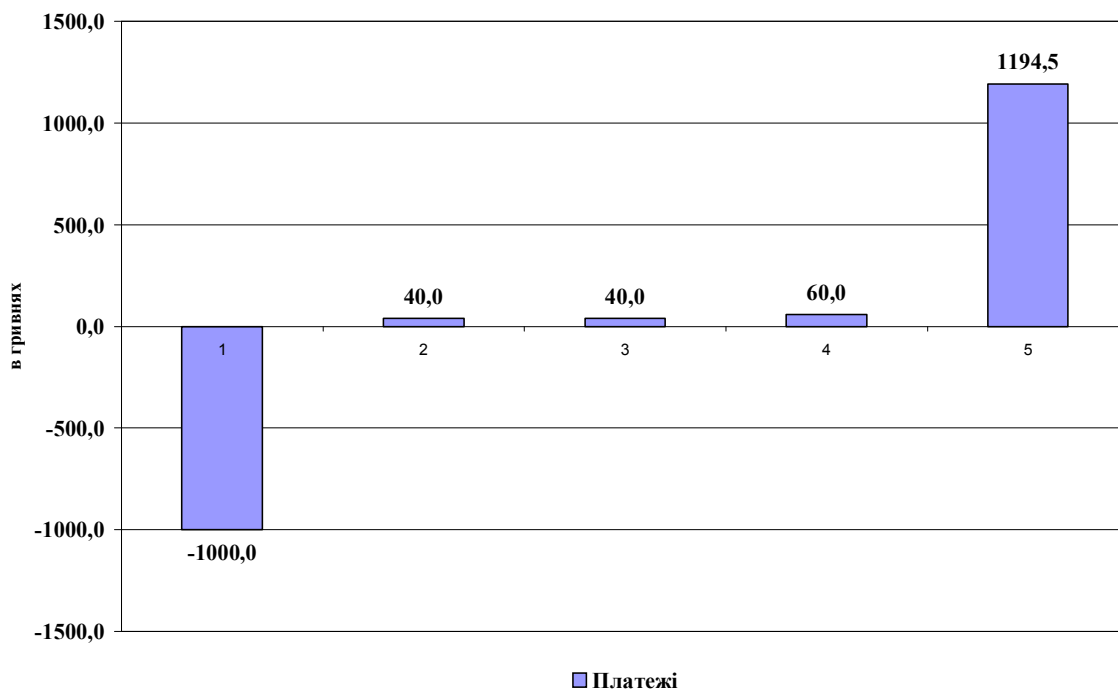


Рис.1 Рух фінансових коштів індексованої облігації

У сучасних умовах для залучення заощаджень населення з використанням звичайних облігацій внутрішньої позики або казначейських зобов'язань Уряд України був би вимушений встановити річний купонний дохід на рівні 30% – 32%. Інакше масовий інвестор, який незнайомий з новими фінансовими інструментами, залишиться в секторі комерційних банків і інвестуватиме свої заощадження в короткострокові депозити (1-3 місяця) під 20%-24% річних.

Мотивація інвестора полягає в тому, що він, використовуючи нові фінансові інструменти, отримує певну гарантію захисту своїх заощаджень від інфляції і при цьому премію за ризик роботи з незнайомим фінансовим інструментом. Більш того, у інвестора з'являється можливість вибору і оцінки прибутковості і надійності різних інструментів різних фінансових інститутів.

Література

1. Маршалл Д.Ф., Бансал В.К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 784 с.
2. Батехин С. Финансовая инженерия и оптимизация финансовых потоков // Финансы. – 2001. – №1. – С.68 – 69.
3. Кульпінський С. Шляхи подальшого розвитку фінансових інновацій в Україні // Банківська справа. – 2003. – № 1. – С. 44 – 51.
4. www.bank.gov.ua
5. www.zn.ua