**Содержание**

Содержание 1

Введение 2

1. Сущность рынка государственных ценных бумаг 2

1.1. Рынок государственных ценных бумаг 2

1.2. Государственные ценные бумаги 2

2. Характеристика рынка государственных ценных бумаг 2

2.1. Украинский рынок государственных ценных бумаг 2

2.2. Рынок государственных ценных бумаг США 2

3. Перспективы развития рынка государственных ценных бумаг 2

Заключение 2

Список использованной литературы 2

**Введение**

В условиях рыночной экономики финансовое здоровье государства, его перспективы определяются, прежде всего, состоянием государственного бюджета, величиной его дефицита, а также величиной государственного долга - агрегированной характеристикой этого дефицита.

В развитых странах мира накоплен большой опыт в управлении государственным долгом, прежде всего рыночными методами, связанными с использованием различных финансовых инструментов, призванных обеспечивать результативное воздействие на величину государственного долга и его структуру. Одним из таких инструментов являются государственные ценные бумаги. Рынок государственных ценных бумаг - это, с одной стороны, один из индикаторов состояния всей экономики, а с другой - одна из болевых точек, воздействие на которую может замедлить или ускорить процессы рыночных преобразований.

Рынок государственных ценных бумаг – важный компонент финансовых рынков мира. Государственные ценные бумаги считаются наиболее ликвидным и наиболее надежным видом капиталовложений, который привлекает корпорации и население, используются как эталон свободного от риска дохода, как альтернатива другим вложениям капитала.

В мире централизованный выпуск ценных бумаг используется в качестве инструмента государственного регулирования экономики: как рычаг воздействия на денежное обращение и управления объемом денежной массы; а также как средство не эмиссионного покрытия дефицита государственного и местного бюджетов, способ привлечения денежных средств предприятий и населения для решения тех или иных конкретных задач.

Таким образом рынки государственных ценных бумаг играют важную роль в финансировании государственного бюджета, в поддержании ликвидности финансовой системы, регулировании экономической активности.

Правительство может привлечь краткосрочные и долгосрочные средства за счет продажи разных видов ценных бумаг инвесторам, что требует значительного доверия к нему с боку общества и абсолютной готовности правительства к выполнению своих обязательств. Это особенно касается стран с переходной экономикой, правительство которых привыкли изымать значительную часть доходов юридических лиц и использовать прямые кредиты центрального банка для покрытия расходов бюджета.

Актуальность избранной темы связана с тем, что в условиях централизованной системы управления, существовавшей в нашей стране, рынок государственных долговых обязательств практически отсутствовал. А в период перехода от административной к рыночной экономики государственные ценные бумаги являются одним из направлений не инфляционного покрытия бюджетного дефицита путем привлечения частных средств, а так же могут быть важным источникам средств для большого количества правительственных проектов. К тому же формирование первичных и вторичных рынков государственных ценных бумаг способствуют росту и повышению гибкости национальной финансовой системы, позволяет частному и государственному сектору лучше реагировать на сигналы рынка.

В ведущих странах мира накоплен богатый опыт в рыночном управлении государственным долгом, введены в практику различные виды государственных финансовых инструментов, моделируются и выпускаются разнообразные финансовые гособязательств, отвечающие интересам различных групп населения и институциональных инвесторов (торговых и промышленных фирм, банков и финансовых компаний).

Целью данного реферата является всесторонняя характеристика рынка государственных ценных бумаг в Украине, выявление проблем этого рынка и оценка перспектив его развития.

Для его рассмотрения этого вопроса используются материал учебников Опарин В.М «Финансы» и Кудряшов В.П. «Финансы». Рынок государственных ценных бумаг хорошо освещен на сайтах Министерства финансов Украины и Национального банка Украины.

В курсовой работе использованы такие Закона Украины: «О ценных бумагах и фондовой бирже» и «О государственной регуляции рынка ценных бумаг в Украине», различные постановления Кабинета Министров Украины и положения о деятельности НБУ.

**1. Сущность рынка государственных ценных бумаг**

## 1.1. Рынок государственных ценных бумаг

**Рынок государственных ценных бумаг** – особая форма торговли финансовыми ресурсами, которая опосредствуется выпуском и обращение государственных ценных бумаг. Это важнейший элемент фондового рынка любой страны. В странах с развитой рыночной экономикой *рынок* *государственных ценных бумаг выполняет следующие* **функции**:

* во-первых, с его помощью осуществляется централизованное заимствование государством временно свободных денежных средств у коммерческих банков, инвестиционных и финансовых компаний, различных предприятий и населения. Полученные таким образом денежные ресурсы традиционно используются для не инфляционного финансирования дефицита государственного бюджета. То есть, средства, полученные от реализации государственных ценных бумаг, позволяют без инфляционно покрыть дефицит государственного бюджета ;
* во-вторых, различные государственные ценные бумаги активно используются при проведении центральными банками денежно-кредитной политики. На практике это означает регулирование с помощью государственных обязательств размеров денежной массы, находящейся в обращении;
* в-третьих, государственные ценные бумаги, будучи надежными и ликвидными активами, применяются для поддержания ликвидности балансов финансово-кредитных учреждений. [7]

Таким образом именно государственные ценные бумаги могут стать основой для формирования развитого отечественного фондового рынка в случае их размещения на условиях, что определяются рыночной конъюнктурой.

Общая хозяйственная и политическая нестабильность обязательно будет причиной значительного колебания курса государственных ценных бумаг. Это сделает их одним из наиболее востребованных товаров на фондовой биржи.

Рынки ценных бумаг подразделяются на **первичный** и **вторичный**, **биржевой** и **внебиржевой.**

*Первичный рынок* ценных бумаг - это рынок, который обслуживает выпуск (эмиссию) и первичное размещение ценных бумаг. *Вторичный рынок* является рынком, где производится купля-продажа ранее выпущенных ценных бумаг, характеризуется операциями перепродажи ценных бумаг.

По организационным формам различают *биржевой рынок* (фондовая или валютная биржа) и *внебиржевой рынок*.

*Внебиржевой рынок* - сфера обращения ценных бумаг, не допущенных к котировке на фондовых биржах. На внебиржевом рынке размещаются также новые выпуски ценных бумаг. Внебиржевой рынок организуется дилерами, которые могут быть или не быть членами фондовой биржи. Внебиржевой рынок ценных бумаг проводится по телефону, телефаксу, компьютерным сетям. Он занимается главным образом ценными бумагами тех акционерных обществ, которые не имеют достаточного количества акций или доходов для того, чтобы зарегистрировать (пройти листинг) свои акции на какой-либо бирже. Внебиржевой рынок ценных бумаг проводится по телефону, телефаксу, компьютерным сетям. Он занимается главным образом ценными бумагами тех акционерных обществ, которые не имеют достаточного количества акций или доходов для того, чтобы зарегистрировать (пройти листинг) свои акции на какой-либо бирже.

Операции с ценными бумагами проводят фондовые биржи (для бумаг в валюте - валютные биржи) и инвестиционные институты.

*Фондовая биржа* представляет собой организованный и регулярно функционирующий рынок по купле-продаже ценных бумаг. Организационно-фондовая биржа представлена в форме хозяйствующего субъекта, работающего по лицензии и занимающегося обращением ценных бумаг. Под обращением ценных бумаг понимаются их купля, продажа, а также другие действия, предусмотренные законодательством, приводящие к смене владельца ценных бумаг. Биржа не является коммерческим предприятием. Как хозяйствующий субъект биржа предоставляет помещение для сделок с ценными бумагами, оказывает расчетные и информационные услуги, дает определенные гарантии, накладывает ограничения на торговлю ценными бумагами и получает комиссионные от сделок. Функции фондовых бирж заключаются в мобилизации временно свободных денежных средств через продажу ценных бумаги в установлении рыночной стоимости ценных бумаг и в установлении рыночной стоимости ценных бумаг.

*Государство* как правило, *выпускает ценные бумаги с целью привлечения средств для*:

* финансирования текущего бюджетного дефицита;
* погашения ранее размещенных займов;
* обеспечения кассового исполнения государственного бюджета;
* сглаживания неравномерности поступления налоговых платежей;
* обеспечения коммерческих банков ликвидными резервными активами;
* финансирования целевых программ, осуществляемых местными органами власти;

поддержки социально значимых учреждений и организаций. [8]

Как уже раньше было сказано одним из направлений покрытия бюджетного дефицита является привлечение частных средств путем продажи государственных ценных бумаг. Однако следует заметить что выпуск государственных ценных бумаг является наиболее экономически целесообразным методом финансирования бюджетного дефицита по сравнению с практикой заимствования средств в центральном банке и привлечением доходов от эмиссии денег. Действительно, использование кредитных ресурсов центрального банка сужает его возможности регулирования ссудного рынка и поэтому практически во всех странах с рыночной экономикой установлены ограничения на доступ правительства к этим ресурсам. Покрытие дефицита бюджета через эмиссию денег приводит к поступлению в оборот необеспеченных реальными активами платежных средств и связано с инфляцией, расстройством денежного обращения.

Правительство Украины, например, в 1996 году за счет выпуска внутренних государственных займов планировало профинансировать дефицит госбюджета в размере 150 трлн. крб, то есть на 32,5 %. Конечно же, масштабы привлечения государством средств путем эмиссии ценных бумаг в разных государствах далеко не одинаковы. Так, например, в 1989 году в Италии соотношение общего объема выпущенных ценных бумаг и валовым внутренним продуктом составляет 50,6 %, в Японии – 40,4 %, в то время как в Франции – 17,7 %, а в ФРГ – 16,6 %. [13]

Следует отметить, что необходимость выпуска долговых инструментов может появиться в связи с потребностью погашения ранее выпущенных правительством займов даже без дефицитности бюджета текущего года. Кроме того, независимо от наличия указанных причин, в рамках одного бюджетного года нередко возникают относительно короткие разрывы между государственными доходами и расходами. Они обычно связаны с тем, что пик поступлений платежей в бюджет приходится на определенные даты, установленные для их уплаты и подачи налоговых деклараций, в то время как бюджетные расходы имеют более равномерное распределение по времени.

Выпуск некоторых видов государственных ценных бумаг может способствовать сглаживанию неравномерности налоговых поступлений, устраняя тем самым причину кассовой несбалансированности бюджета. Например, Казначейство (министерство финансов) Великобритании выпускает именные налогово-депозитные сертификаты, которые могут по желанию их держателей либо в любое время быть возвращены обратно, либо использованы при уплате налогов. В последнем случае по сертификатам выплачиваются повышенные проценты, благодаря чему стимулируется интерес плательщиков к заблаговременному внесению сумм налоговых платежей и снижается вероятность кассовых разрывов между доходами и расходами бюджета.

Государственные ценные бумаги могут выпускаться для финансирования программ, осуществляемых органами власти на местах, а также для привлечения средств во внебюджетные фонды. Государство вправе выпускать не только свои собственные ценные бумаги, но и давать гарантии по долевым обязательствам, эмитируемым различными учреждениями и организациями, которые по его мнению заслуживают правительственной поддержки. Такие долевые обязательства приобретают статус государственных ценных бумаг.

Финансирование государственного долга посредством выпуска государственных ценных бумаг сопряжено с меньшими издержками, чем привлечение средств с помощью банковских кредитов. Это связано с тем, что правительственные долевые обязательства отличают высокой ликвидностью и инвесторы испытывают гораздо меньше затруднений при их реализации на вторичном рынке, чем при перепродаже ссуд, предоставленных взаймы государству. Поэтому государственные ценные бумаги в странах с рыночной экономикой, как правило, являются одним из основных источников финансирования внутреннего долга.

## 1.2. Государственные ценные бумаги

**Ценные бумаги** представляют собой денежные документы, удостоверяющие права собственности или отношения займа владельца документа по отношению к лицу, выпустившему такой документ (эмитенту).

**Государственные ценные бумаги ⎯** это долговые обязательства эмитента ( юридическое лицо осуществляющее выпуск ценных бумаг - государства, чаще всего в лице казначейства) перед приобретателем данных обязательств (держателем государственных ценных бумаг) в том, что эмитент обязуется в срок и в полной мере погасить ценные бумаги, выплачивать причитающиеся проценты, если таковые следуют из договора о покупке ценных бумаг, а также выполнять прочие обязательства, которые оговорены в договоре. Это источник финансирования расходов государства, территориально-административных органов управления, муниципалитетов; форма вложений денежных средств физическими и юридическими лицами и способ получения ими доходов от этих вложений.

Государственные ценные бумаги могут выпускаться центральными органами, органами власти на местах, отделенных, относительно независимыми, государственными учреждениями, а так же организациями, которые пользуются государственной поддержкой. Поэтому отдельные ценные бумаги, выпущенные частными юридическими лицами, могут иметь, в определенной мере, характер государственных бумаг, если государство гарантирует доходность по ним.

К ценным бумагам, в целом, и к государственным ценным бумагам, в частности, относятся денежные документы:

* удостоверяющие право владения или отношения займа;
* определяющие взаимоотношения между лицом, выпустившим эти документы, и их владельцем;
* предусматривающие, как правило, выплату дохода в виде дивидендов или процентов, а также возможность передачи денежных и иных прав, вытекающих из этих отношений, другим лицам.

Необходимо определить назначение государственных ценных бумаг:

Во-первых, государство использует их как метод мобилизации денежных сбережений граждан, временно свободных финансовых ресурсов институциональных инвесторов (страховые компании, пенсионные фонды и др.) для финансирования расходов бюджета, превышающих его доходы.

Во-вторых, ценные бумаги используются для регулирования денежного обращения.

Например, в США эмиссия наличных денег осуществляется центральным банком - Федеральной резервной системой (ФРС) под приемлемое обеспечение, главным образом государственными облигациями. После размещения на первичном рынке государственные ценные бумаги обращаются на вторичном рынке. При необходимости ФРС скупает их у коммерческих банков. В результате этой операции увеличиваются резервы коммерческих банков в ФРС. А это значит, что коммерческие банки могут выдавать предпринимателям значительно большие суммы кредитов. Так, изменяя суммы выпуска и скупки ценных бумаг и учетные ставки по кредитам, ФРС регулирует денежное обращение.

К числу государственных ценных бумаг, принятых в мировой практике, относятся следующие ценные бумаги: государственные облигации, казначейские векселя, сберегательные сертификаты.

Рассмотрим эти вида ценных бумаг.

**Облигация** - это долговое денежное обязательство, по которому кредитор предоставляет эмитенту заем. Эмитент, выпустивший ценную бумагу, обязуется уплатить владельцу облигации в оговоренный срок номинальную стоимость бумаги и ежегодно (до погашения) фиксированный или плавающий процент. Значит облигацией признается ценная бумага, закрепляющая право держателя на получение от эмитента в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от стоимости облигации или иного имущественного эквивалента. [1]

Таким образам облигация является ценной бумагой, удостоверяющей отношение займа между ее владельцем (кредитором) и лицом, выпустившим ее (эмитентом, должником) и удостоверяют:

* факт предоставления владельцем бумаги денежных средств эмитенту;
* обязательство эмитента вернуть долг через определенное время; право инвестора получать в виде вознаграждения за предоставленные денежные средства определенный процент от номинальной стоимости облигации.
* процент по облигациям остается постоянным или изменяется незначительно. Поэтому облигации - ценные бумаги с фиксированным доходом или твердо доходные бумаги.

Облигации выпускаются с целью привлечения денежных средства для покрытия госбюджета и реализации государственных проектов и служат источником финансирования расходов бюджета, превышающих доходы; формой сбережений средств граждан и организаций и получения ими дохода.

Существуют разные виды облигаций зависимо от эмитента, способа выплаты дохода, сроков действия, на которые они выпускаются, условий обращения и их надежности.

*Государственные облигации* выпускают центральные органы управления. Как правило, эмитентом является Министерство финансов. Полученные средства направлены на покрытие бюджетного дефицита или финансирования определенных инвестиционных проектов. *Облигации местных займов* выпускают местные органы управления.

В зависимости от способа выплаты дохода различают процентные, дисконтные и конвертируемые облигации. *Процентные* облигации предусматривают выплату дохода в виде годового процента, что устанавливается до номинальной стоимости. По *дисконтным* доход формируется в виде разницы между номинальной стоимостью и ценами покупки. *Конвертируемые облигации* предусматривают не выплату дохода, а обмен их на новые. При этом номинальная стоимость приобретенных облигаций увеличивается, то есть доход образуется за счет разницы между номинальной стоимостью новых и предыдущих облигаций

На облигации указана номинальная стоимость. Она может быть продана за сумму меньшую, чем номинальная стоимость (со скидкой).

Тогда лицо, выпустившее ее, обязано возместить ее держателю в предусмотренный срок номинальную стоимость. Доход держателя в этом случае образуется в виде разницы между номинальной и продажной ценой. Облигация может быть продана по номинальной стоимости либо по рыночной цене. В этом случае лицо, выпустившее облигацию, обязано возместить ее держателю в предусмотренный срок номинальную стоимость и уплатить ему фиксированный процент. При покупке облигации по номиналу доход держателя равен полученному проценту. При перепродаже облигаций по рыночной цене держатель ее имеет доход или убыток в виде разницы .между ценой покупки и ценой продажи и доход в виде процента. В случае фиксированного процента облигации - твердо доходные ценные бумаги.

По срокам различают срочные, бессрочные и облигации с правом досрочного погашения. *Срочные* выпускаются на определенные периоды, которые не могут изменяться. В зависимости от продолжительности периода они делятся на краткосрочные (до одного - двух лет), среднесрочные (до пяти лет) и долгосрочные (более пяти – десяти лет). Следует заметить что, в каждой стране существует свой подход к определению терминов разделения облигаций на краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные. *Бессрочные облигации* не предусматривают определения терминов их выпуска.

В зависимости от условий обращения облигации, делят на две группы: со *свободным* и *ограниченным* обращением в зависимости от прав на их переход от одного к другому владельцу.

По надежности облигации делятся на обеспеченные и не обеспеченные. *Обеспеченные облигации* предусматривают гарантии их погашения и выплаты дохода в соответствии с установленными сроками. Обеспечением таких облигаций может быть недвижимое имущество, земля и тд. Государственные облигации независимо от того, указывается или нет объекты и формы их обеспечения, всегда считаются обеспеченными, поскольку государство не может обанкротится и всегда считаются обеспеченными, поскольку государство не может обанкротится и всегда имеет достаточные ресурсы и потому его облигации выступают эталоном надежности.

**Казначейские обязательства –** вид ценных бумаг на предъявителя, что размещаются среди населения, и свидетельствуют об внесении их владельцами средств в бюджет и дают право на получение финансового дохода. Выпускают такие виды казначейских обязательств: краткосрочные (до одного года); среднесрочные (от 1 до 5 лет); долгосрочные (от 5 до 10 лет). [1]

*Краткосрочные казначейские векселя* являются формой долгового обязательства государства, выпускаются на срок, как правило, до одного года под покрытие бюджетного дефицита с выплатой дохода в виде дисконта. Таким образом, краткосрочные казначейские векселя - государственные обязательства, погашаемые обычно в пределах одного года со времени их выпуска и реализуемые с дисконтом, т. е. по цене ниже номинала, по которому они погашаются (либо продаваемые по номиналу, а выпускаемые по цене выше номинала).

*Среднесрочные казначейские векселя*, казначейские боны ⎯ казначейские обязательства, имеющие сроки погашения от одного до пяти лет, выпускаемые обычно с условием выплаты фиксированного процента.

*Долгосрочные казначейские обязательства* ⎯ со сроком погашения до десяти лет и более; по ним оплачиваются купонные проценты. По истечении срока обладатели таких государственных ценных бумаг имеют право получить их стоимость наличными или рефинансировать в другие ценные бумаги. В некоторых случаях долгосрочные обязательства могут быть погашены при наступлении предварительной даты, т. е. за несколько лет до официального срока погашения.

**Сберегательный сертификат** – письменное свидетельство банка о депонировании денежных средств, которое удостоверяет право вкладчика на получение после истечения установленного срока депозита и процентов по нему. [1]

Термин *сберегательные сертификаты* как ценная бумага имеет два значения:

* документ - свидетельство кредитного учреждения о депонировании денежных средств, удостоверяющее право вкладчика на получение депозита (депозитные сертификаты), или свидетельство банка о получении денег от граждан для долгосрочного их сбережения (сберегательные ; сертификаты);
* вид облигаций государственных займов.

Сертификаты дают возможность привлечь вкладчиков свободных денежных средств.

Владелец сертификата получает доход либо в виде процента, либо в виде разницы между суммой, подлежащей выплате, и покупной ценой сертификата.

Сберегательные сертификаты выдаются срочные (под определенный договорной процент на определенный срок) или до востребования

Именные сертификаты обращению не подлежат, а их продажа (отчуждение) другими лицами является не действительным. Сберегательные сертификаты на предъявителя могут обращаться на вторичном рынке. В продажную цену включается и начисленный на момент продажи процент;

Депозитные сертификаты до востребования дают владельцу право на изъятие определенных сумм по предъявлении сертификата. На срочных депозитных сертификатах указаны срок отплаты и размер причитающегося процента.

Итак, государственная ценная бумага - это форма существования государственного долга, это долговые ценные бумаги, эмитентом которых выступает государство.

Государственные ценные бумаги имеют как правило 2 преимущества перед другими ценными бумагами:

- самый высокий уровень надёжности для вложенных средств и соответственно минимальный риск потери основного капитала и доходов по нему

- льготное налогообложение по сравнению с другими ценными бумагами или направлениями вложения капитала. Часто на государственные ценные бумаги отсутствуют налоги на операции с ними и на получаемые доходы

Правительство выпускает долговые обязательства широкого спектра сроков от казначейских векселей сроком в 3 месяца до облигаций сроком 30 лет.

С помощью выпуска в обращение государственных ценных бумаг решаются следующие основные задачи: финансирование государственного бюджета на не инфляционной основе, т.е. без дополнительного выпуска денег в обращение; финансирование целевых государственных программ в области жилищного строительства, инфраструктуры, социального обеспечения и т.д.

**2. Характеристика рынка государственных ценных бумаг**

## 2.1. Украинский рынок государственных ценных бумаг

В соответствии с Законом Украины «Про ценные бумаги и фондовую биржу» центральные и местные органы власти имеют право выпускать два типа ценных бумаг: облигации внутреннего займа и казначейские обязательства. А в соответствии с указами Президента Украины выпускаются облигации внешнего займа.

**Государственные облигации внутреннего займа.**

Государственные облигации широко используются правительствами стран как инструменты привлечения ссудных средств для финансирования текущего бюджетного дефицита и обслуживания государственного долга. В большинстве стран внутренние государственные облигации занимают самую важную часть в инструментальной структуре государственного долга.

В развитых странах, как правило, практически вся задолженность государства воплощена в ценных бумагах, которые выпускаются для внутреннего и внешнего рынка. Эмитируя ценные бумаги, государство выступает на финансовых рынках в роли заемщика, причем на рынке ценных бумаг государственные структуры – такие, как министерства финансов – является наиболее крупным заемщиком.

Большая часть ценных бумаг, что эмитируются государствами, размещенная на их внутренних рынках. В, например, в мире на внутренние государственные долговые ценные бумаги приходятся на 95% от общей суммы задолженности, а на внешние, соответственно – лишь 5%.

Правда, в Украине последнее соотношение принципиально отличается от средних мировых пропорций. В структуре прямого государственного долга, оформленного ценными бумагами, на внутренние бумаги приходится лишь 38.5%, а на внешние облигации, соответственно – 61.5%.

Кроме того, внутренние государственные облигации занимают, в подавляющем большинстве стран, и основную часть национальных рынков ценных бумаг с фиксированным доходом. Если взять группу стран с формующейся экономикой, к которым принадлежит и Украина, то здесь в 2000 году государственные долговые ценные бумаги составляли в среднем 64%, а долговые ценные бумаги частного сектора – 36%, от совокупного объема внутреннего рынка ценных бумаг с фиксированным доходом. [13]

В среднем в мире наибольшую часть облигаций, выпущенных на внутренних рынках, удерживают банки. Однако, во многих странах с формующейся экономикой, ключевыми инвесторами во внутренние долговые ценные бумаги стали такие инвесторы, как пенсионные фонды и страховые компании.

Внутренние государственные облигации, как правило, являются менее рискованным финансовым активом в данной стране. С точки зрения обязательности выполнения, инструменты внутреннего рынка государственных заимствований являются менее жесткими обязательствами. Их невыполнение не означает таких серьезных негативных последствий для кредитного рейтинга государства, как дефолт за международными облигациями и другими внешними долговыми инструментами. Так, например, дефолт по кредитам МВФ, Мирового банка и большинства еврооблигаций автоматически тянет за собой кросс-дефолт по всем обязательствам.

Как правило, нарицательная стоимость внутренних государственных облигаций выражается в национальной валюте. Относительная долгосрочность делает внутренние государственные ценные бумаги удобным инвестиционным инструментом для портфельных инвесторов с долгосрочными обязательствами в национальной валюте.

Важно отметить и то, что рынки большинства государственных ценных бумаг – это рынки оптовые, то есть подавляющими инвесторами на которых выступают крупные инвесторы (пенсионные и инвестиционные фонды, страховые компании, банки, корпорации), а не частные инвесторы.

Особенно привлекательной для этой группы инвесторов могут быть долгосрочные государственные облигации, поскольку это может предоставлять им возможность сбалансировать за сроками свои долгосрочные пассивы с такими же долгосрочными активами.

Начало образования в Украине рынка внутреннего государственного долга можно считать 1994 год, когда в правительстве появилось четкое понимание необходимости создания механизмов не эмиссионного покрытия дефицита бюджета, и когда начала формироваться нормативная база.

Первый выпуск украинских государственных облигаций был совершен в марте 1995 года соответственно постановлению Кабинета Министров Украины № 586 от 23 августа 1994 года «Про выпуск облигаций внутреннего государственного займа 1995 года».

Первый аукцион по размещению государственных облигаций, в котором брали участие 11 коммерческих банков, проводился 10 марта 1995 года, второй и третий – соответственно 11 и 18 апреля. На этих аукционах было размещено облигаций на общую сумму эмиссии 1 трлн крб. (10 млн. грн.) под высокую доходную ставку и привлечено средств в бюджет на сумму 1187,2 млрд. крб.

Рынок ОВГЗ начал по настоящему быстро расти с 1996 года. В этот период наблюдается значительная трансформация структуры покрытия бюджетного дефицита – замены кредитов НБУ на займы через рынок государственного долга. При этом остается значительный дефицит бюджета. Займы осуществлялись практически за счет краткосрочных инструментов (в основном до 1, максимум 1,5 г.). На протяжении этого периода номинальные доходности значительно снизились, а реальные остались на довольно высоком уровне. Среди инвесторов, кроме банков, начинают появляться нерезиденты. Их часть постепенно увеличивается и достигает в 1997 году 70% от размещенных облигаций. [11]

Летом 1997 года в портфелях иностранных инвесторов находилось 50% ОВГЗ. Прилив иностранного капитала сопровождалась ревальвацией гривны, ростом валютных резервов НБУ. Но, вовремя не ограничив прилив иностранного капитала, правительство допустило ошибку. Не развив достаточной базы внутренних инвесторов, оно поставило себя в зависимость от динамики мировых финансовых рынков.

Реальные ставки доходности на рынке ОВГЗ в период его бурного развития были сильно высокими, что с одного бока способствовало привлечению довольно больших средств от нерезидентов, а с другой – привела к большой нагрузке на бюджет в виде затрат на обслуживание долга по ОВГЗ.

Все это привело к тому, что существование рынка ОВГД оказалось недолгим, а результаты его функционирования за 1995 - сентябрь 1998 года – очень негативными для Украины. Начиная с 1998 года, основным покупателем на аукционах становится Нацбанк. Если в 1997 году НБУ закупил приблизительно 14% годовой эмиссии ОВГЗ, то в 1998 году его участие выросла до 52%. В начале августа НБУ имел в своем портфеле около 60% ОВГЗ, нерезиденты – по 20%. [12]

В августе – сентябре 1998 года было осуществлено несколько конверсий ОВГЗ. Наиболее удачными были конверсии для нерезидентов, поскольку они имели значительно лучшие условия.

Главным результатом конверсии ОВГЗ резидентов (больших коммерческих банков) было появление нового инструмента – конверсионных ОВГЗ (КОВГЗ) – на сумму более 687 млн. грн. по номиналу. В этот период рынок, как таковой, фактически исчезает. Практически единственным покупателем ОВГЗ становится НБУ.

После принятия в мае 1999 года закона «Про Национальный банк Украины», НБУ утратил право покупать ОВГЗ непосредственно на первичных аукционах, но осталась возможность совершения этого через вторичный рынок или делать это через банки, рефинансируя их на соответственную сумму.

Период реструктуризации государственных долговых обязательств перед коммерческими кредиторами закончился в апреле 2000 года масштабной реструктуризацией розных внешних украинских облигаций на сумму 2,6 млрд. дол. Приблизительно в этот же период начались разговоры про необходимость возрождения рынка внутреннего долга.

22 марта НБУ утверждает «Положение про порядок осуществления учреждениями банковской системы операций на рынке ВОГЗ», а 10 апреля Кабинет Министров принимает постановление «Про выпуск ОВГЗ 2000 года». Первый аукцион прошел уже 11-13 апреля. На них было привлечено 1,2 млрд. грн. За официальными данными выпуск выкупил один из наибольших банков. [1]

Причиной же таких поспешных действий Правительства была необходимость осуществления 14 апреля денежной выплаты на 220 млн. дол. в счет накопленных процентов владельцев внешних облигаций. После этого на протяжении 2000 года объемы операций на первичном рынке ОВГЗ были очень небольшими.

Значительным событием на рынке внутренних государственных облигаций стала полная реструктуризация портфеля ОВГЗ Нацбанка в сентябре 2000 года – были выпущены так называемые процентные ОВГЗ (ПОВГЗ) на общую сумму 9,56 млрд. грн. Именно они стали основными инструментами вторичного рынка в 2001 – 2002 году.

31 января 2001 года Правительство принимает новое постановление (№ 80) о ОВГЗ. Согласно ему на рынке появились государственные ценные бумаги с новыми названиями – краткосрочные государственные облигации (КГО) и средне срочные государственные облигации (СГО). Первые – дисконтные инструменты с периодом обращения до года; другие – с квартальными купонами и периодом обращения от 1 до 5 лет. Согласно этому постановлению были также увеличен номинал одной облигации – с 100 до 1000 грн. Привлеченные средства на первичном рынке на притяжении этого периода находились на довольно низком уровне, за исключением эпизодичных всплесков (особенно в декабрях, когда Правительству срочно необходимо было закрывать дырки в бюджете). [6]

В 2002 года Минину, в основном за счет повышения доходности, удалось разместить выпуск средне срочных облигаций (СГО). Это было 11 июля. Выпуск СГО был размещен на 80 млн. грн., сроком в 1,5 лет, под доходность в 14%. Минфин пытался увеличить сроки инструментов, эти попытки были удачными только в июле и в августе 2002 года (частично за счет повышения доходности).

В мае 2003 года удалось привлечь 165 млн. грн. под среднюю доходность 9,2% на средний срок в 25,9 месяцев. На протяжении лета 2003 года средний срок размещения ОВГЗ составил приблизительно 14 –17 месяцев, но объемы привлечения были очень скромными, постепенно снижались, и составили всего 46 млн. грн. [11]

Незначительное увеличение объема привлеченных средств в сентябре было осуществлено благодаря размещению 2 сентября 1,5 летних СГО на 50 млн. грн. Объемы привлечения в октябре и ноябре еще выросли, составили 117,5 млн. грн. и 89,7 млн. грн. соответственно. Основным стимулирующим фактором купли среднесрочных облигаций коммерческими банками была и остается возможность получения под них рефинансирования в НБУ

Попытки продления срок займов продолжаются и до сих пор.

В ноябре 2002 года в постановление № 80 были внесены изменения и в декабре на рынке появились два новых вида ОВГЗ: долгосрочные государственные облигации с досрочным погашением и амортизационные долгосрочные государственные облигации. Вместе они стали известны как ДГО. Изменением в постановлении № 80 введены так же и ДГО с изменяющейся ставкой дохода (индекс инфляции плюс 2 процентных пункта), но этот тип облигаций не получил никакого спроса на аукционах в декабре 2002 года. Поэтому, сейчас этот тип облигаций, предусмотренный нормативною базою (для них существуют основные условия выпуска), но они до сих пор не были выпущены и в обращении их нет.

Полный срок обращения ДГО составляет 5 –5,5 лет. Они были выпущены на относительно большую сумму (1,3 млрд. грн.), но размещены преимущественно не рывковыми методами, при этом основными покупателями выступили большие системные банки, в первую очередь Ощадбанк.

Как уже было сказано, в конце августа 1998 года в результате конверсии были выпущены так называемые КОВГЗ (конверсионные облигации внутреннего государственного займа) на общую сумму 687 млн. грн. Они были выпущены шестью сериями равного объема срокам на 3-5,5 лет. Последнее погашение КОВГЗ состоялось 27 февраля 2004 года. [11]

Наибольший объем на рынке занимают ПОВГЗ, которые были выпущены в сентябре 2000 года в результате реструктуризации облигационного долга Правительства перед НБУ. В настоящее время в обращении находятся приблизительно на 7,53 млрд. грн. по номиналу, сроком погашения то нескольких недель до 7 лет. [1]

Особенностью ПОВГЗ является то, что они имеют плавающую процентную ставку, привязанную к индексу потребительских цен, при этом номинальная стоимость не индексируется в зависимости от инфляции.

Фактически, в течение 2001 – 2002 гг. ПОВДП были почти исключительным инструментом, какой Нацбанк использовал для проведения операций на открытом рынке. Начиная с 2003 года, ПОВГЗ не продаются вообще и находятся исключительно в собственности НБУ. [12]

Кроме облигаций, что выпускаются на рынке, в обращении находятся так же уже существующие облигации, выпущенные в 1998 и 2000 гг. Таким образом, если исключить КОВГЗ и ПОВДП, на 1 сентября 2004 г. в обращении находятся внутренние государственные облигации:

* • краткосрочные государственные облигации (КДО)
* • среднесрочные государственные облигации (СДО)
* • долгосрочные государственные облигации (ДДО) в том числе:
  + ДДО с досрочным погашением
  + амортизационные ДДО.

Министерство финансов дисциплинированно исполняет свои обязательства по погашению и выплатам процентов по государственным облигациям, однако реального успеха в развитии рынка ОВГЗ до сих пор достичь не удалось: рынок остался недостаточно прозрачным, а конкуренция практически отсутствует, даже на первичном рынке.

Непосредственным заемщиком на рынке внутреннего долга Украины выступает Министерство финансов, которое действует от имени Правительства (Кабинета Министров Украины). [1]

Минфин проводит первичные аукционы по размещению ОВГЗ каждый вторник. Аукцион по размещению КГО проводится каждую неделю во вторник, а аукционы по размещению СГО проводятся каждый месяц в первую, и последую полную неделю во вторник, уплата средств – на следующий день. [1]

Проводятся аукционы Нацбанком – генеральным агентом Минфина по выпуску и погашению ОВГЗ.

С 7 августа 2003 года функционирование первичного рынка начало регламентироваться новым нормативным документом Нацбанка, который был согласован с Минфином. Принятие этого документа немного отчистило старую нормативную базу, за счет отмены кое-каких старых положений, но принципиально мало, что изменилось в технологии функционирования первичного рынка.[1]

Судя по официальным заявлением, в ближайшем будущем не следует ожидать каких-либо существенных изменений в политике Минфина на рынке внутреннего государственного оборота.

В Украине в 2001 г. основным покупателем ОВДП выступил Пенсионный фонд Украины. Он выкупил возле 70% от общего объема размещения ОВДП в 2001 г. (порядка 800 млн. грн.). Часть коммерческих банков составила возле 20%, а большая часть этих 20% приходилась на Сберегательный банк. Остальные облигации (10%) приобрела еще одна государственная структура – Фонд гарантирования вкладов физических лиц. [12]

В 2002 – 2004 гг. картина по-видимому немножко изменилась в сторону системных банков, поскольку у Пенсионного фонда в этот период было меньше свободных средств, чем в 2001 г. Но это не является особенно важным, поскольку суть от этого не изменяется. Портфели ОВДП Украинских инвестиционных фондов и страховых компаний являются очень небольшими.

Физические лица и нерезиденты, на настоящее время, на рынке практически отсутствует (а если и есть, то точно держат совсем незначительные пакеты).

Что касается нерезидентов, постановление КМУ и НБУ 1996 года, требует осуществления нерезидентами операций с ОВДП исключительно через уполномоченные коммерческие банки.

**Государственные облигации внешнего займа.**

Развитию рынка международных облигаций способствовало много факторов, среди которых следует выделить большой рост выпусков долговых ценных бумаг правительствами стран с целью финансирования значительных бюджетных дефицитов, а также сокращение ограничений на движение капиталов между странами.

Вообще, международными облигациями считаются облигации, которые размещаются на заграничных рынках. В зависимости от рынков, на которых размещаются международные облигации, их можно разделить на такие виды: еврооблигации, иностранные облигации и глобальные облигации.

Чаще данную классификацию ограничивают первыми двумя пунктами. Глобальные облигации – это, в принципе, гибрид двух первых видов инструментов.

Еврооблигации – это средне- и долгосрочные облигации, которые выпускаются правительствами стран, муниципальными и корпоративными заемщиками и размещаются посредством международного синдиката за пределами, как страны-эмитента, так и страны, в валюте которой они деноминированы. Еврооблигации являются наиболее распространенным видом международных облигаций.

Значительно менее распространены так называемые иностранные облигации. Они выпускаются и размещаются эмитентом в определенном иностранном государстве в валюте данного государства посредством синдиката из данного государства. Эмитент обязан придерживаться правил и инструкций, предусмотренных органами власти страны, где осуществляется выпуск. Поэтому иностранные облигации отличаются от обычных “внутренних”, как правило, режимом налогообложения, методом размещения, объемом раскрытия информации, ограничениями на круг потенциальных покупателей. Наиболее известным и крупным региональным рынком иностранных облигаций является, рынок иностранных облигаций в США.

За последние 10 лет выпуск глобальных облигаций приобрел достаточно большую популярность, ведь возможность торговать облигациями и на Европейском международном рынке, и на внутреннем рынке США значительно улучшает потенциальную ликвидность выпуска и, соответственно, может существенно снизить стоимость заимствования для эмитента, а также расширить его базу инвесторов.

Облигации внешнего государственного долга 1995 года, в долларах США, выпущены Министерством финансов Украины от имени правительства Украины с целью реструктуризации его долга русской газодобывающей компании «Газпром» в 1995 г. Номинальная стоимость облигаций 5000 дол. США каждая и годовой ставкой купонного дохода 8,5%. В то время Украина рассматривалась на международных рынках как очень рискованный заемщик и цены Украинских облигаций были очень низкими.

4 февраля 2000 года Министерство финансов Украины представило предложение об обмене облигаций внешнего государственного займа 1995 года. В результате этой замены на протяжении 2000 –2002 г. Украина осуществила эмиссию еврооблигаций на общую сумму 1 млрд. 167,67 млн. евро и 1 млрд. 587,55 млн. дол. Эти облигации с купонным доходам 10% и 11%в евро и долларах США, соответственно. Купоны по ним уплачиваются ежеквартально. Подлежат погашению частичными платежами два раза в год до 2007 года. 15.09.2004 года Министерство финансов осуществило очередную выплату по купонам, основной суммы долга по этим облигациям Общая сумма платежа составила 125,5 млн. евро и 133,4 млн. дол. При этом выплата процентов по еврооблигациям равняется 16,4 млн. евро и 24,4 млн. дол., погашение основной суммы долга – соответственно 109,1 млн. евро и 109, млн. дол. [11]

Важной предпосылкой обмена было отсутствие прямого списания какой-то части долга. Кроме того, предложение об обмене предусматривало также достаточно большую выплату накопленных процентов тем, кто согласился на обмен.

После реструктуризации 2000 года начался новый этап развития рынка Украинских суверенных еврооблигаций. На этом этапе Украина ни разу не нарушала своих обязательств по обслуживанию долга, осуществляя платежи своевременно и в полном объеме. За счет этого, экономического роста в последние годы и определенного продвижения в сфере рыночных реформ международные инвесторы значительно увеличили свое доверие к Украине.

Постепенно отношение международных инвесторов к Украине улучшалось. А после того, как по итогам 2001 года Украинские еврооблигации оказались наиболее доходным долговым инструментом из развивающихся стран, на Украину обратил свое внимание значительно более широкий круг инвесторов, чем работало с Украинскими долгами в 1999-2000 годах.

Повысилось доверие инвесторов к Украинским инструментам т.к. они стали рассматривать кредитные риски Украины как намного ниже. Рыночные цены по Украинским облигациям уже значительно выросли, а доходности, соответственно, упали.

В июне 2003 г. Правительство Украины успешно разместило еврооблигации объемом 800 млн. дол. США под доходность 7.65% на срок в 10 лет. При этом совокупный спрос на Украинские облигации достигал почти 5 млрд. дол. США. В конце сентября 2003 г. было осуществлено до размещение этих облигаций на 200 млн. дол. США. [11]

Этот выпуск был представлен обычными облигациями с фиксированной ставкой процента, без возможности какого-то досрочного погашения хотя бы части номиналу.

Первая выплата процентов по Украинским суверенным еврооблигациям 2003 г. была осуществлена – 11 декабря 2003 г., на 38.25 млн. грн. [11]

По итогам заявок инвесторов после прайсена украинских еврооблигаций, что состоялся 26 февраля 2004 года, было принято решение про выпуск украинских облигаций внешнего государственного долга термином 7 лет на сумму 600 млн. долларов США со ставкой доходности 6,875%. Соответственное Постановление украинского Правительства опубликовано в газете “Урядовий кур’єр”. Последний термин погашения облигаций – 4 марта 2011 год. Доход выплачивается полугодовыми купонами.

Третьего сентября 2004 года было осуществлено первый купонный платеж в размере 20628000 дол. США по облигациям внешнего государственного долга текущего года с погашением в 2011 году, что имеют доходность 6,875% годовых. [12]

Основными инвесторами в Украинские международные облигации выступают специализированные фонды развивающихся рынков и российские банки.

Среди первой группы инвесторов можно выдел, например, группу Alliance Саріtal. Регулярно появляются сообщения, даже в национальной прессе, относительно увеличения или уменьшения ее фондами части Украинских еврооблигаций в их инвестиционных портфелях. Среди российских банков следует выделить в первую очередь Инвестиционный Банк “ТРАСТ”. Он является одним из наиболее профессиональных российских инвестиционных банков и в 2002 году активно работал в сфере торговли Украинскими еврооблигациями, а также принял участие в качестве одного из менеджеров до выпускания долларовых еврооблигаций Украины.

**Облигации местного займа.**

Муниципальные облигационные ссуды – один из важных инструментов финансирования критических общественных потребностей, таких, как развитие систем електро-, водоснабжения и канализации, строительство жилья, развитие транспортных сетей, строительство объектов образования, охраны здоровья и т. др. Инвестиционные проекты, которые должны реализовывать местные органы власти, как правило, нуждаются в больших инвестициях и имеют длительный срок окупаемости. Такие проекты удобнее всего финансировать путем выпуска муниципальных облигаций, ведь кредиты редко выдаются на длительные сроки. Оформление муниципального долга в ценных бумагах может делать его более ликвидным, что в результате снижает стоимость заимствования.

Следует отметить, что к муниципальному долгу относят обычно не только долг местных органов власти, но и долг субъектов федерации (в странах с федеральным укладом), а также долг автономных республик и т. др. Поэтому к муниципальным облигациям относятся не только облигации, выпущенные муниципалитетами, но и облигации субфедерального или субнационального уровня.

Основным критерием классификации этих облигаций является способ обеспечения обязательств по муниципальным ценным бумагам. Муниципальные ценные бумаги выпускаются либо как генеральные облигации, либо как доходные облигации. Первые обеспечиваются всеми доходами и другими финансовыми источниками эмитента, а также его правом на исправление налогов; вторые, обслуживаются за счет доходов от специально обусловленных проектов. Доходные облигации предусматривают, что выплаты основной суммы и процентов осуществляются лишь в том случае, когда был достигнут достаточный уровень доходности проекта.

Муниципальные облигации характеризуются большинством тех же самых черт, какие присущие другим ценным бумагам с фиксированным доходом. Однако можно выделить как минимум три черты (кроме типа эмитента) муниципальных облигаций, которые отличают их от других инструментов класса активов с фиксированным доходом. Во-первых, это безналоговый статус, который часто предоставляется доходам от муниципальных облигаций на национальном уровне.

Во-вторых, достаточно часто муниципальные облигации имеют много дат погашения, то есть выпускаются в серийной форме. Хотя они рассматриваются и регистрируются как единственный выпуск, фактически это несколько отдельных эмиссий, ценные бумаги в которых не являются взаимозаменяемыми и торгуются отдельно. Такая структуризация выпусков обусловлена постепенной отдачей инвестиционных проектов, под которые выпускаются облигации, что делает целесообразным делать выпуск таким, чтоб согласовывались сроки и объемы денежных потоков от проекта и платежей по обслуживанию облигационного выпуска.

Вместе с тем, в настоящие времена становятся все более популярными муниципальные облигации с разовым погашением – в конце срока обращения. Это объясняется их потенциально значительно высшей ликвидностью по сравнению с серийными облигациями.

Если говорить об удельном весе рынков муниципальных облигаций в совокупных объемах внутренних облигационных рынков, то следует отметить два момента: 1) этот удельный вес является небольшим (максимум 10-11% - в США) и 2) этот удельный вес в большинстве стран снижается.

Вообще, муниципальные облигации сейчас считаются такими, что наиболее активно вытесняются из национальных рынков ценных бумаг. [13]

В значительной степени они перемещаются на международные рынки. Так, на рынке еврооблигаций Канадская провинция Онтарио одалживает больше ресурсов, чем центральное правительство Канады. Также достаточно активными являются немецкие земли, итальянские области, Бразильские провинции. Можно говорить, что в конце 1990-х годов наблюдалось достаточно активное встречное движение: муниципалитеты оставляли национальные рынки ради международных; финансовые институты, напротив, существенно перераспределяли свои эмиссии в интересах внутренних рынков.

Правовая база для заимствований и выпуска долговых обязательств региональными и местными органами власти была создана в 1991 г. с принятием Закона о бюджетной системе. В этом же году был принят и Закон Украины “О ценных бумагах и фондовой бирже”, в котором было определено право выпускать облигации городскими и областными органами власти. При этом последний Закон не требовал, чтоб выпуск муниципальных облигаций проходил регистрацию в каких-то центральных органах власти.

Однако первые муниципальные облигации были выпущены лишь весной 1995 г., впоследствии после начала работы рынка государственных облигации. Почти все выпуски муниципальных облигаций в Украине были осуществлены до 1998 г.

До вступления в силу положения Государственной комиссии из ценных бумаг и фондового рынка (ДКЦПФР) “О порядке выпуска и обращения облигаций местного займа” вопросы выпуска и размещения муниципальных облигаций не были практически урегулированы законодательно. Для выхода на рынок местный совет должен был лишь принять решение о выпуске облигаций. Никаких ограничений в объемах, анализа окупаемости проектов, механизмов организации рынка в законодательном поле не было.

При таких условиях муниципальные облигации охотно использовались для создания разного рода безналоговых финансовых схем (Днепропетровск, Херсон), для жилищных проектов (Львов), и даже для финансовых афер с грубым нарушением законодательства.

Наибольшей активности рынок достиг летом в 1997 г., когда доходность по государственным облигациям снизилась, и местные органы смогли конкурировать за финансовые ресурсы с государством. В период лета-осени 1997 г. десять советов объявили о своих планах выйти на рынок. Но затем наступил финансовый кризис, ставки на рынке ОВДП повысились, и рынок муниципальных облигационных ссуд опять утих.

Вообще, первые реальные попытки привлечения финансовых ресурсов посредством муниципальных облигационных ссуд в отдельных регионах Украины начали осуществляться в 1995 г.

Первыми в Украине эмиссию муниципальных облигаций осуществили в столице. С целью финансирования строительства жилья и метрополитена были выпущены дисконтные облигации. Нарицательная стоимость одной облигации составляла 50 млн. руб. (500 грн.) Облигации были выпущены в без документной форме. С апреля 1995 г. по январь 1996 г. было привлечено почти 190 млрд. руб. - 1.9 млн. грн. или возле 1 млн. дол. США. Доходность размещения в январе 1996 г. определялась как учетная ставка НБУ плюс 5 процентных пунктов. Потом было принято решение о прекращении ссуды, но все шесть серий выпущенных облигаций было погашено.

До 1998 г. в Украине было осуществлено 15 выпусков муниципальных облигаций на сумму почти 300 млн. грн. Наибольшими эмитентами были Крым (125 млн. грн.) и Одесса (61 млн. грн.).

По данным Министерства финансов Украины, в 1995 – 1997 годах решения о выпуске местных ссуд было принято городскими советами 11 городов Украины (осуществлены в 10 городах). Планировалось привлечь в местные бюджеты 400 млн. грн. Но реально от размещения ссуд был получен лишь 220 млн. грн. [11]

Кроме Одессы в 1998 году еврооблигации планировали выпустить Киев, Автономная Республика Крым, Харьков и Днепропетровск. Кризис 1998 года тоже очень негативно повлиял на развитие всех финансовых рынков в Украине, в том числе и на рынок муниципальных облигаций.

На Украинском рынке муниципальных облигаций произошли скандальные дефолты. Очень негативный опыт облигационных ссуд города Одесса и Автономной Республики Крым. По-видимому, это негативно повлияло не только на заинтересованность инвесторов в этом рынке, но и на желание государственной власти проводить либерализацию системы заимствований органов местного самоуправления.

Для усиления контроля за выполнением долговых обязательств 18 июня 1998 р. был выдан Указ Президента Украины № 655/98 “О благоустройстве внутренних и внешних заимствований, что осуществляются органами местного самоуправления”, который фактически запретил осуществлять местные заимствования без согласования с Министерством финансов.

С момента введения в действие Указа и вплоть до второй половины 2003 г. Минфин не согласовал ни одного местного заимствования.

В результате принятия Указа Президента № 655/98 все муниципальные заимствования, включая выпуски муниципальных облигаций, стали подлежать обязательному согласованию в Министерстве финансов. Выпуск муниципальных облигаций стало возможным лишь после согласования его размера с Министерством финансов Украины.

Важным событием, которое касается рынка муниципальных облигаций в Украине есть принятие в июне 2001 г. Бюджетного кодекса. Он является базовым законодательным документом, без которого не было возможно бы создать полноценную систему регуляции муниципальных заимствований (было бы тяжелым принятие других подзаконных актов в этой сфере).

Основные нормативные документы, которые непосредственно касаются муниципальных заимствований и муниципальных облигаций, были приняты лишь в 2003 г. - в феврале и в октябре.

Вообще, 2003 год и, особенно, 2004 год характеризовались общим повышением заинтересованности разных субъектов ведения хозяйства – как потенциальных эмитентов, так и разного рода посредников – в рынке муниципальных облигаций.

После того, как власть Киева объявила о намерении осуществить заимствование на внешнем рынке путем выпуска еврооблигаций, и принятие 24 февраля 2003 г. Кабинетом Министров постановления относительно порядка осуществления заимствований в местные бюджеты, целый ряд муниципалитетов Украины заявили об интересе к привлечению средств путем выпуска облигаций.

В конце февраля - в начале марта такие заявления прозвучали, как минимум, со стороны Харькова, Львова, Донецка и Автономной Республики Крым. Планы некоторых органов местного самоуправления ограничивались лишь внутренним облигационным рынком, а некоторые говорили и о возможности внешних облигационных заимствований. [11]

Здесь следует отметить, что согласно с Бюджетным кодексом, осуществлять заимствование вообще имеют право лишь города и АР Крым, а внешние заимствования имеют право осуществлять лишь города с численностью населения свыше 800 тысяч жителей по официальным данным государственной статистики.

2003 - 2004 гг. становится годами возобновления функционирования рынка муниципальных облигаций в Украине. Таким образом, Украинский рынок муниципальных облигаций начинает возрождаться лишь сейчас.

На современном этапе основной характерной чертой Украинского рынка муниципальных заимствований в целом и Украинского рынка муниципальных облигаций в частности является активное формирование и коррекция нормативной базы.

На данный момент на внутреннем рынке муниципальных облигаций обращается лишь один выпуск – облигации города Одесса, которые являются порождением реструктуризации в 2000 году Одесской ссуды. Точные данные относительно деталей этой реструктуризации не известны (информация в прессе относительно этого является очень ограниченной). Поэтому точный объем новых облигаций города Одесса, которые находятся в обращении, является неизвестным.

Фактически, на настоящее время, пока еще внутреннего рынка муниципальных облигаций в Украине не существует (как и на протяжении последних 5 лет). Но уже началось и происходит активное формирование этого рынка.

## 2.2. Рынок государственных ценных бумаг США

Ценные бумаги, которые являются долговыми обязательствами правительства США, юридически оформленными федеральными властями с обязательством выплатить их в установленные сроки погашения. Постановление Конгресса (Acts, 1, 65; U.S.C., 5/241) возложило на Казначейство и на Секретаря Казначейства подготовку планов совершенствования и управления доходами и поддержки госкредита.

Согласно Публичному закону 92-5, произведено изменение второго Закона об облигациях Свободы (U.S.C., 31/757b), обеспечивающее, что в любой момент времени номинальная сумма обязательств, выпущенных и обращающихся в силу этого закона, а также номинальная сумма выпущенных и обращающихся обязательств, гарантируемых в части капитала и процентов Соединенными Штатами, не должна превышать в совокупности 400 млрд. дол., постоянный предел государственного долга.

Законом (P.L. 90-39) установлено что номинальная сумма процентного дохода и сертификатов участия выпущенных согласно разделу 303(с) Закона о создании федеральной национальной ипотеки (U.S.C., 12/1717с) бумаг и обращающихся в любой момент времени, должен быть добавлен к сумме, которая должна приниматься во внимание при определении, выполнены ли требования вышеупомянутых положений. Согласно совместной резолюции Палаты представителей № 520, постоянный лимит задолженности был увеличен до 1290,2 млрд. дол. (890,2 млрд. временного предела в дополнение к постоянному пределу 400 млрд. дол.). Ввиду большой вероятности сохранения высокого дефицита бюджета кажется возможным дальнейшее увеличение временного предела государственного долга [13]

Закон о государственном долге предполагает единоличное решение министра финансов о продаже ценных бумаг, выпускаемых на конкурентной или другой основе, на процентной или вексельной основе, на комбинированной основе или по такой цене или ценам, какие может предписать министр финансов.

**Типы ценных бумаг.**

ВЕКСЕЛЯ КАЗНАЧЕЙСТВА (Treasury bills). Векселя казначейства выпускаются по цене ниже номинала, и проценты по ним не выплачиваются. Поэтому вкладчик получает прибыль от разницы между ценой покупки и ценой продажи или нарицательной стоимостью на срок погашения; она должна рассматриваться как обычные доход или убыток, а не как прирост или потеря капитала, что, и предусмотрено в Налоговом кодексе.

Торги по трех- и шестимесячным векселям Казначейством обычно проводятся еженедельно по понедельникам, с оплатой на следующий четверг, через окружные банки ФРС, выступающие финансовыми агентами Казначейства. Торги по 52-недельным векселям проводятся через каждые четыре недели, обычно по средам. Специальные векселя со сроком погашения вскоре после сроков налоговых оков налоговых платежей могут предлагаться несколько раз в году. Иногда на торги выставляются векселя управления наличностью или векселя федеральных фондов, обычно подлежащие оплате в пределах нескольких дней и помогающие Казначейству пережить временные трудности, связанные с периодами нехваток денежных средств в начале некоторых месяцев. Они продаются только большими блоками участникам рынка, представляющим на рассмотрение минимальные предложения 10 млн. дол.

Тендеры по продаже векселей Казначейства проводятся с конкурентными и неконкурентными предложениями цены. Конкурентные предложения должны выражаться в ценовой основе 100, неконкурентные заявки обычно до 500 тыс. дол. без заявленной цены полностью принимаются по средней стоимости принятых конкурентных заявок. Векселя выпускаются только в форме бух. записей в широком диапазоне достоинств, кратных 5000 дол., от минимального достоинства 10 тыс. дол. и могут быть обменены только на более низкие достоинства. [13]

Сертификаты задолженности (Certificates of indebtedness). Тип КРАТКОСРОЧНОЙ ЦЕННОЙ БУМАГИ со сроком погашения в один год, больше не выпускается Казначейством; их заменили векселя Казначейства.

КАЗНАЧЕЙСКИЕ БИЛЕТЫ (Treasure notes). Казначейские билеты имеют сроки погашения не менее одного года и не больше 10 лет, и т. о. находятся в промежуточном классе по срокам погашения. Казначейство регулярно выпускало двух-, четырех- и пятилетние казначейские билеты; трехлетние казначейские билеты выпускались реже; обычно предложения казначейских билетов, включая семилетние и десятилетние, делаются в ходе ежеквартальных операций рефинансирования. Казначейские билеты можно предлагать общественности за наличную подписку, в обмен на выпущенные и обращающиеся билеты или билеты с истекающим сроком погашения, или для подачи предложений (обычно в терминах дохода) на торги. По казначейским билетам выплачиваются проценты; они имеются в достоинствах начиная с 1000 дол. (кроме казначейских билетов со сроком погашения менее 4 лет); максимальные достоинства достигают 1 млн., 100 млн. и 500 млн. дол. Выпуск казначейских билетов стал наиболее распространенным типом эмиссии ценных бумаг в финансовой практике Казначейства. [13]

ОБЛИГАЦИИ СОЕДИНЕННЫХ ШТАТОВ

Инвестиционные облигации серии В - нерыночные 2,75-процентные облигации, выпущенные, имели одинаковый паритет с рыночными 2,5-процентными облигациями.

Данные облигации были непередаваемыми, нерыночными и не погашаемыми держателем, но их можно было обменять по выбору владельца на 1,5-процентные пятилетние рыночные казначейские билеты; выплаты процентов производились два раза в год. Эти ценные бумаги имели срок погашения только пять лет; на момент погашения последних облигаций серии В их имелось в обращении всего на 21 млн. дол. [13]

Разные ценные бумаги (Miscellaneous issues). Наиболее важные типы нерыночных ценных бумаг - серия правительственных облигаций, выпущенных Казначейством непосредственно для правительственных агентств, траст-фондов и банковских учреждений; СБЕРЕГАТЕЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ США; серии облигаций штатов и местных органов власти, выпускаемые правительствами штатов и местными органами власти для реинвестирования доходов в предварительное рефинансирование своих не облагаемых налогами, согласно практике Налогового управления, долговых обязательств; серия иностранных. ценных бумаг и ценных бумаг в инвалюте, первые из которых имеют достоинство в долларах, а вторые - в валюте страны, производящей покупку, выпускаемые в виде векселей, краткосрочных векселей, казначейских билетов или облигаций иностранных правительств.

**Статус государственных ценных бумаг.** Ценные бумаги правительства США представляют самую распространенную форму кредита на американских инвестиционных рынках; доверие и репутация американского правительства отражаются на его прямых и гарантируемых ценных бумагах. Т. о., в инвестиционной практике доходы от американских государственных ценных бумаг с различными сроками погашения являются точкой отсчета в безрисковом получении доходов на вложенные средства с точки зрения финансового риска (способность и готовность платить). Как обладатель наивысшего суверенитета в политической системе США, правительство США имеет полномочия, которые могут быть мобилизованы для своевременной оплаты обязательств государственного долга: 1) являясь единственной национальной налоговой властью в политической системе, правительство фактически превращает национальное богатство и национальный доход в основу для доходов, позволяющих удовлетворять свои обязательства; 2) власть регулировать цены - исключительно федеральное полномочие, пусть и не рассматриваемое в консервативных финансах как активный фактор поддержки. Стройная банковская система, координация финансовой политики и денежно-кредитной политики составляют более прочную гарантию способности Казначейства оплачивать и рефинансировать свои обязательства, чем второй фактор - большая кредитная способность банковской системы и типично большой объем государственных ценных бумаг, приобретенных банками.

Кроме того, большой объем, хорошо распределенные вклады и активные рынки, поддерживаемые дилерами государственных ценных бумаг, делают государственные ценные бумаги идеальными, с точки зрения ликвидности, как для учреждений, так и для частных лиц. Рыночные их типы представляют собой вторичные резервы для институциональных инвесторов и вкладывающих капитал учреждений. Сберегательные облигации, не являясь рыночными, изолированы от рыночных колебаний для индивидуальных держателей, которые могут погашать их по указанной стоимости погашения.

**Классификация государственных ценных бумаг США.**

1. Рыночные или нерыночные. К рыночным ценным бумагам относятся векселя, краткосрочные векселя, казначейские билеты, а также облигации. К нерыночным ценным бумагам относятся сберегательные облигации, депозитные облигации, облигации инвестиционной серии, специальные ценные бумаги, а также иностранные серия и серия в инвалюте.

2. Ценные бумаги с фиксированной процентной ставкой или со скидкой. Единственные рыночные ценные бумаги, которыерые продаются со скидкой, - это векселя Казначейства, хотя вопрос выпуска ценных бумаг на процентной основе или на основе дисконта полностью отнесен на усмотрение Казначейства.

3. Прямые или гарантируемые обязательства. Гарантируемый долг американских правительственных агентств, например, долговые обязательства Управления военных заводов и долговые обязательства Федерального управления жилищного строительства (нерегулярные выпуски).

4. С правом досрочного погашения или без права досрочного погашения. Для обеспечения гибкости в управлении долгом Казначейство выпустило некоторые из рыночных облигаций с нефиксированными датами погашения, чтобы имелась возможность погасить эти облигации по номинальной стоимости до конечного срока погашения на любую полугодовую дату начисления процентов на основании уведомления (обычно приблизительно четыре месяца). Датой первого погашения является первая дата, указанная в описании обязательства до конечного срока погашения. Казначейство досрочно погашало находящиеся в обращении облигации только в том случае, если рефинансирование могло приводить к экономии на процентах по сравнению с процентной ставкой на обращающиеся ценные бумаги. [13]

Ценные бумаги федеральных органов. Объем не гарантируемых обязательств федеральных агентств, которые не являются прямым долгом американского правительства, но пользуются правительственной поддержкой, в последние годы заметно увеличился, что отражает увеличение открытого рыночного финансирования заинтересованными организациями. Хотя правительство не принимает за них никакой ответственности, прямой или косвенной, обязательства гарантируются обязательствами банков, работающих в рамках банковской лицензии федеральных органов под правительственным наблюдением. И относится к обязательствам, выпущенным на рынок долгосрочного ссудного капитала такими корпорациями, поддерживаемыми федеральными властями, как Федеральные банки среднесрочного кредита и Федеральные земельные банки.

Различные ценные бумаги федеральных агентств ориентированы на институционных инвесторов, вследствие их высокой конкурентоспособности и доходности, на 25-50 базисных пунктов превышающей доходность прямых обязательств с сопоставимыми сроками погашения.

В абсолютном, а также процентном представлении, на нетто-основе рост долга штатов и местного долга превысил рост федеральных долговых обязательств (выпущенных и обращающихся на руках у населения).

**Налоговый статус государственных ценных бумаг.**

Векселя. Согласно Налоговому кодексу, любой доход, полученный от казначейских векселей, связан ли он с выплатой процентов или выгодой от их продажи или другого размещения, не освобождает от уплаты налогов. Также и потеря от продажи или другого размещения любых таких векселей не связана с какими-либо специальными налоговыми последствиями. Векселя подпадают под действие налогов на имущество, на наследство, на дарение или др. акцизных сборов, как федеральных, так и штатов, но освобождены от любых налогов на капитал или проценты, налагаемых в настоящее время и в будущем любым штатом или любым органом Соединенных Штатов, или любыми местными налоговыми учреждениями. Для целей налогообложения сумма скидки, с которой векселя первоначально продавались Соединенными Штатами, должна рассматриваться как процент.

Сертификаты задолженности, ноты и облигации. Доход, полученный от таких ценных бумаг, подпадает под действие всех налогов, которые в настоящее время и в будущем следуют из Налогового кодекса. Ценные бумаги подпадают под действие налогов на имущество, на наследство, на дарение или др. акцизных сборов, как федеральных, так и штатов, но освобождены от любых налогов на капитал или проценты, налагаемых в настоящее время и в будущем любым штатом или любым органом Соединенных Штатов, или любыми местными налоговыми учреждениями.

Только в отношении сберегательных облигаций любое приращение в стоимости, представленное различием между оплаченной ценой и стоимостью, полученной при погашении (как в срок, так и до срока официального погашения), для целей налогообложения должно рассматриваться как процент.

Специальные ценные бумаги, являющиеся инвестициями различных правительственных фондов и подлежащие оплате только за счет таких фондов, не связаны с налоговой ответственностью.

В соответствии с постановлением Казначейства обмен 2,75-процентных инвестиционных облигаций серии В, на 1,50-процентные пятилетние казначейские билеты не создает какой-либо выгоды или потери с точки зрения федерального подоходного налога. Казначейские билеты, выдаваемые в обмен, принимают на себя финансовую основу обмениваемых облигаций при вычислении выгоды или потери после последующей продажи или другого. размещения казначейских билетов. При определении того, является ли прирост или потеря капитала долгосрочными или краткосрочными, используется полный период непрерывного владения (облигациями, а позже казначейскими билетами). [13]

**Рынок государственных ценных бумаг.** Практически вся торговля рыночными ценными бумагами американского правительства и федеральных агентств происходит на внебиржевом рынке ценных бумаг, хотя правительственные облигации внесены в список на Фондовой бирже Нью-Йорка, и торговля неполными лотами государственных ценных бумаг была введена на Американской фондовой бирже. Первичные рынки поддерживаются банковскими и небанковскими дилерами, которые, в свою очередь, обслуживаются брокерами по правительственным обязательствам, которые не определяют рынки, но обеспечивают дилеров информацией о котировках и брокерских торговых операциях. В операциях открытого рынка торговое бюро Федерального резервного банка Нью-Йорка ведет дела только с признанными или первичными дилерами.

Система торговли государственными ценными бумагами отличается различными уникальными особенностями. Ценные бумаги, отличные от векселей Казначейства, обычно котируются по курсу покупателя, а курс, предлагаемый продавцом, выражается в процентах (с минимальной градацией 1/32) от 100 дол. номинальной стоимости. (для процентных ценных бумаг фактическая оплаченная цена будет также включать все начисленные по выпуску проценты начиная с последней даты оплаты). Различие между ценой покупателя и ценой продавца, каждая из которых - нетто-цена без дилерской комиссии, называется разницей и обычно очень невелика для наиболее активных ценных бумаг, так что доминирующим фактором является объем совершаемой сделки. Котировки могут также выражаться в долях 1/64.

Векселя Казначейства котируются по нетто-цене, определяемой размером учетной ставки от полной номинальной стоимости, исходя из 360 дней в году. Т. о., для векселей со сроком погашения шесть месяцев или меньше, пересчитанный годовой доход на основе дисконта может быть рассчитан как эквивалентный доход по облигациям (за 365 дней). [13]

Для векселей Казначейства со сроком погашения более шести месяцев Казначейством и ФРС используется другой расчет, приводящий к более низкому пересчитанному на год эквивалентному доходу по облигациям, потому что по облигациям (и др. процентным ценным бумагам) дважды в год выплачиваются проценты, а по векселям Казначейства - нет).

Обычно государственные ценные бумаги доставляются на следующий деловой день после дня сделки; кроме того, возможно организовать сделку за наличный расчет (оплата и поставка в день сделки) или отсроченную поставку, при которой будет иметь место наращивание процента на дату отсроченной поставки. В случае сделок с неполным лотом нормальный срок поставки - пять полных деловых дней после дня сделки.

Оплата за поставку государственных ценных бумаг производится в федеральные фонды, т. е. фонды в федеральном резервном банке. Казначейство США разработало систему бух. записей для осуществления поставок государственных ценных бумаг, что позволило банкам хранить государственных ценных бумаг в федеральном резервном банке на счетах с компьютеризованным хранением записей. Т. о., дилеры государственных ценных бумаг должны производить оплату через банки-члены, которые, связавшись по линии связи с ФРС, в ответ на перевод средств производят необходимые передачи ценных бумаг, хранящихся там в системе бух. записей, к др. банкам-членам, действующим от лица их дилеров, работающих с государственными ценными бумагами. Банки дилеров участвуют в таких операциях за собственный счет.

**Электронная котировка.** В последние годы все большее распространение получило использование электронных систем котировки, которые фактически привели к радикальным переменам в процедурах котировки и торговли на рынке государственных ценных бумаг. В электронные системы котировки входят исполнительные системы и доска объявлений. Используя систему доски объявлений, идентифицированные дилеры-участники вносят в список свои расценки на ценные бумаги, которые выводятся на видео экраны для информирования подписчиков или получателей, которые, в свою очередь, для совершения сделок должны непосредственно связаться с соответствующим дилером, обычно по телефону. Исполнительная система также показывает на видео экране котировки фирм-продавцов и фирм-покупателей, но участники, выдвигающие предложения, не указываются. Т. о., чтобы произвести сделки, заинтересованный участник, желающий совершить фактические сделки покупки или продажи, должен войти в контакт с менеджером видео экрана, которые будет покупать или продавать от лица заинтересованного участника и одновременно продавать или покупать у не раскрываемого участвующего дилера, предложившего свои котировки.

Электронные системы котировки зарекомендовали себя как быстродействующее, дешевое и широко используемое средство распространения данных по котировкам предложения и спроса на государственные ценные бумаги (такие системы уже используются и для распространения данных по др. котировкам денежного рынка и валютным курсам). Они одновременно предоставляют данные по спросу и предложению всем участникам и т. о. дают возможности для непрерывной фактической торговли. Поэтому считается, что электронные исполнительные системы преобразуют дилерскую торговлю в реальный аукционный процесс. [13]

Государственные ценные бумаги в Америке выполняют жизненно важную роль в инвестиционных и кредитных структурах, являясь ликвидными текущими активами для учреждений и отдельных лиц, и служат доходными активами и средством обеспеченного покрытия казначейских билетов ФРС. Хотя, с консервативной точки зрения, чрезмерное увеличение правительственного долга нежелательно, финансовая системе будет весьма трудно приспособиться к серьезному изъятию, в результате которого существенно сократились бы выпуск и разнообразие государственных ценных бумаг.

**3. Перспективы развития рынка государственных ценных бумаг**

Соответственно пункту 3.5 “Повышения эффективности государственных финансов” Программы деятельности Кабинета Министров Украины “Открытость, действенность, результативность” в сфере долговой политики Правительством будут приняты, в частности, такие меры:

• минимизация расходов на обслуживание государственного долга;

• осуществление постепенного перехода от внешних заимствований к внутренним;

• развитие внутреннего рынка государственных средне- и долгосрочных долговых обязательств.

Бесспорно, такие намерения Правительства являются обнадеживающими. Если они будут реализованы, то рынок внутренних государственных облигаций в Украине может снова стать эффективным, привлекательным рынком. Правда, в этот раз не за счет слишком высоких доходностей, а за счет таких признаков как эффективность, ликвидность, прозрачность, удобство инфраструктуры.

Принципиально важным есть то, какие приоритеты поставило для себя Правительство в долговой политике.

Если приоритетность идет в последовательности перечня вышеупомянутых мероприятий, то ситуация с рынком государственного долга может остаться на месте. “Минимизация расходов на обслуживание” государственного внутреннего долга, вообще, не должна быть коротко или даже среднесрочным приоритетом. Если не будет развитым рынок средне- и долгосрочных внутренних государственных облигаций, то по существу то и внутреннего долга, как такого, не будет. Тогда задание из минимизации расходов по его обслуживанию просто исчезнет само собой, поскольку размеры этих выплат будут очень незначительными. Уже сейчас “рыночный внутренний долг” находится на очень низком уровне по отношению к ВВП: если не учитывать ПОВДП, то объем рыночного облигационного государственного внутреннего долга составляет лишь 1% от ВВП. [11]

Другое дело, если под минимизацией расходов понимается уменьшение расходов за счет второго пункта, то есть перехода от внешних заимствований к внутренним. Но, проанализировав фактические действия Правительства в этом году и заявления относительно планов на следующий год, вряд ли можно быть уверенным в приведенном в предыдущем предложении толковании приоритетов Правительства.

Конечно, выпуск Украинских еврооблигаций в 2004 г. достаточно успешным, но пока еще, происходит тенденция, противоположная заявленной – внутренний долг заменяется внешним. В течение современного этапа развития рынка внутренних государственных облигаций он использовался Минфином почти исключительно для покрытия кассовых разрывов и финансирования дефицита госбюджета. Однако в современной экономике роль рынка внутреннего государственного долга возводится далеко не только до средства финансирования бюджетного дефицита.

Правительство может привлекать средства под большие общественно необходимые и, в то же время, рентабельные инвестиционные проекты. Но для того, чтобы это делать необходимо, иметь эффективно функционирующую, профессиональную структуру, которая бы осуществляла оценку и отбор таких проектов.

Если смотреть на этот вопрос более широко, и учитывать международный опыт, то необходимо говорить о создании определенной структуры, ответственной за финансовый риск- менеджмент государства. Наиболее распространенным вариантом таких структур в мире являются так называемые агентства по управлению (государственным) долгом. Конечно, что кроме управления пассивами (долгами и условными обязательствами) государства такое агентство влияет и на размещение активов государства (отбор инвестиционных проектов). Это является необходимым в силу того, что от того, как будут использованы заимствуемые государством средства, непосредственно зависит возможность их возвращения.

В этом отношении в Украине произошло определенное движение. В апреле 2003 г. народные депутаты зарегистрировали Проект Закона о Государственном долге Украины, которым предусматривается создание Агентства из управления государственным долгом. Важную информацию относительно изменений на рынке ОВДП содержит проект Государственного бюджета на 2004 г.

Предусматривался выпуск 5-летних ОВДП на сумму 1.926 млрд. грн. в счет погашения задолженности госбюджета за НДС перед экспортерами. Предлагалось, чтоб облигации были амортизационными – с ежегодным погашением 20% нарицательной стоимости. Следует отметить, что Верховная Рада уже отказывалась предоставить право Кабмину выпустить подобные облигации для погашения задолженности перед экспортерами. [11]

Таким образом, есть достаточно существенная вероятность того, что в будущем году на рынке ОВДП снова будут доминировать нерыночные, нестандартные инструменты, что являются порождением реструктуризации тех или других долгов. Одной интересной характеристикой развития рынка корпоративных облигаций стало появление крупных выпусков ведущих государственных предприятий, или предприятий, большинство акций которых находится в собственности государства. Наиболее ярким примером является выпуск облигаций на сумму в 500 млн. грн. государственным территориально-отраслевым объединением “Юго-западная железная дорога” (срок к погашению этих облигаций – 3 года, ставка проценту 12%, ежемесячный купон). По своей сути, это есть квази - государственные облигации. [12]

Безусловно, такие большие выпуски могут стать ориентиром на рынке корпоративных облигаций, но было лучше бы, если бы этим ориентиром выступал развитой, ликвидный рынок ОВДП. Рынок квази - государственных облигаций, который начал формироваться, не может быть полноценным заменителем рынка внутренних государственных облигаций для финансовой системы страны.

Может подумать, что рынок ОВДП только вычитает потенциальные ресурсы, которые бы могли быть направлены на кредитование реальной экономики (в отличие от рынка корпоративных облигаций). Но это есть так, лишь когда привлеченные средства направляются исключительно на потребление. В странах с сильным государственным финансовым менеджментом большая часть привлеченных за счет рыночных государственных заимствований средств идет на конкретные инвестиционные проекты.

Следовательно, ликвидный и эффективный рынок государственных облигаций – это большое общественное благо.

Простая статистика свидетельствует о том, что рынки корпоративных облигаций, и других инструментов с фиксированным доходом, в большей мере развитые в тех странах, где более развитыми являются рынки государственных облигаций и связанных с ними инструментов.

Не нужно переоценивать эффект вытеснения, когда государственные заимствования вытесняют частные. Действительно, так было в 1996 -1998 гг., но в нормальной экономике государственные и корпоративные заимствования скорее дополняют друг друга, чем конкурируют. Позитивное влияние развитого рынка внутренних государственных ценных бумаг значительно превышает эффект вытеснения.

Развитие рынка внутренних государственных облигаций является достаточно сложной и долгосрочной задачей. Некоторые из важных предпосылок его эффективного развития невозможно достичь в короткие сроки. Это есть, например, создание мощных национальных долгосрочных инвесторов, таких как пенсионные фонды и компании по страхованию жизни.

Но есть и такие вещи, которые можно осуществлять уже прямо сейчас. Среди таких мероприятий необходимо выделить следующие:

• определенное повышение доходности размещения облигаций;

• последующая стандартизация сроков инструментов;

• концентрация на выпуске простых стандартных инструментов;

• повышение прозрачности рынка;

• совершенствование микроструктуры рынка.

В сфере совершенствования микроструктуры главными направлениями является: ввод системы первичных дилеров, упрощение процедуры проведения первичных размещений внутренних государственных облигаций та замена много ценовых аукционов на моноценовые.

О перспективах рынка Украинских международных облигаций можно говорить в двух аспектах. С одной стороны – это перспективы развития этого рынка в мировом масштабе, то есть увеличение его размера, ликвидности, объемов торговли, расширение базы международных инвесторов, и т. др.

В этом плане развитие рынка зависит от экономического развития Украины и долговой политики государства и отдельных негосударственных заемщиков. Если Украина будет успешно развиваться, то база потенциальных инвесторов в Украинские международные облигации (но и Украинские инструменты вообще) кардинальным образом расширится. Это, безусловно, будет способствовать и повышению объема рынка, и росту его ликвидности.

Однако будет расти ли этот рынок, даже при таком оптимистичном сценарии, зависит еще и от того, в какой мере долговой политикой Правительства Украины будет предусмотрено использование внешних источников финансирования государственных потребностей. Большинство стран сейчас пытается развивать рынок внутреннего долга. Соответствующие рекомендации предоставляются и многими международными экспертами (из МВФ, Мирового банка, ОЕСР, Банка международных расчетов и др.). Вполне возможно, что Украина тоже изберет этот путь (хотя пока еще действия Правительства говорят о противоположном). Тогда вероятным будет сохранение умеренного объема рынка Украинских международных облигаций – для того, чтобы иметь в наличии определенный “барометр” взглядов международного финансового сообщества на Украину – но объем рынка не будет расти. С другой стороны, любопытным является также вопрос развития рынка с точки зрения участия в нем внутренних Украинских инвесторов, например пенсионных фондов, страховых компаний, инвестиционных фондов.

Участие резидентов-инвесторов в рынке Украинских международных облигаций зависит, во-первых, от того, будет ли и в дальнейшем либерализован режим инвестирования резидентов Украины в эти инструменты. Как известно, НБУ недавно улучшил свой режим, но все еще не в достаточной мере, чтоб можно была говорить о свободном инвестировании резидентами в Украинские еврооблигации. Так, например, запрещено покупать валюту на межбанковском рынке для приобретения Украинских суверенных облигаций. То есть, резиденту можно купить эти инструменты лишь при условии наличия определенных валютных активов.

Последующая судьба этого вопроса будет зависеть от позиции других регуляторов финансовых рынков Украины – Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовом рынке и Государственной комиссии по регуляции рынков финансовых услуг. [11]

Но даже в случае полной либерализации инвестиций инвестиционных и пенсионных фондов в Украинские суверенные еврооблигации их участие в этом рынке отнюдь не гарантировано. Если внутренние рынки ценных бумаг успешно будут развиваться и будут обеспечивать достаточный уровень ликвидности и прозрачности, то потребность пенсионных, инвестиционных фондов, страховых компаний в доступе к международному рынку (в том числе и к Украинским международным облигациям) не будет большой. Украинские институциональные инвесторы смогут просто достигать более высоких реальных доходностей на внутреннем рынке капиталов, чем на внешнем.

Однако на сегодняшний день внутренние рынки все еще остаются неразвитыми. И при таких условиях Украинские пенсионные фонды и другие институты контрактных сбережений могут стать весомой группой инвесторов на рынке еврооблигаций Украины (при условии либерализации их доступа к этому рынку).

Развитие рынка внутренних муниципальных облигаций является достаточно сложным заданием. В некоторых странах проекты по развитию этого рынка реализовывались в рамках более широких проектов по развитию муниципальных заимствований (или даже развития местного самоуправления вообще) посредством разных международных институтов и доноров.

Развитие рынка муниципальных облигаций во многих странах часто сдерживается нехваткой общей реформы системы муниципальных финансов. В Украине уже много сделано в этом направлении – был принят Бюджетный кодекс, проведенные изменения в системе меж бюджетных отношений.

Но много важных вопросов все еще остаются нерешенными. Особенно это касается обеспеченности муниципалитетов так называемыми “собственными доходами”, то есть такими доходами, объем которых контролируется в основном самим муниципалитетом. Основным видом таких доходов являются местные налоги и собрания. Они составляют сейчас лишь несколько процентов от совокупных доходов Украинских местных бюджетов. В большинстве стран основным источником собственных доходов муниципалитетов выступает налог на недвижимость.

Однозначно можно утверждать, что, кроме совершенствования системы муниципальных финансов, развитие рынка внутренних муниципальных облигаций будет нуждаться в наличии развитого базового долгового рынка – рынка внутренних государственных ценных бумаг. Развитой рынок внутренних государственных ценных бумаг будет предоставлять базовый ориентир доходности для всех других внутренних долговых рынков и будет способствовать более высокой ликвидности всех финансовых рынков в Украине.

На сегодняшний день этот рынок развитой очень слабо – он очень малый за объемом и неликвидный. Те законодательные ограничения, которые были установлены на данный момент относительно муниципальных заимствований в Украине, являются относительно мягкими. Существует лишь одно ограничение – выплаты процентов не могут превышать 10% расходов общего фонда местного бюджета. Хотя даже это ограничение может стать ограничивающим, если у определенного города будет надежный большой инвестиционный проект, а общий фонд бюджета этого города будет относительно малым.

Министерство финансов уже сейчас проводит работу по доработке нормативно- правовой базы относительно муниципальных заимствований и существует реальная возможность введения в ближайшем будущем дополнительных ограничений на объем муниципального долга или пересмотр действующего 10-процентного нормативного коэффициенту расходов на проценты за ссудами. В зависимости от того, которые будут изменения, будут зависеть и перспективы развития рынка муниципальных заимствований. В случае введения дополнительных нормативных коэффициентов, которые сильно будут ограничивать возможные объемы муниципальных заимствований, рынок муниципальных облигаций в Украине останется очень незначительным. [11]

Большинство инвестиционных проектов, которые необходимо реализовывать Украинским городам, носит долгосрочный характер. Поэтому и основным сегментом рынка муниципальных облигаций должен стать рынок муниципальных ценных бумаг со сроком 4-5 лет и больше. Для развития рынка таких долгосрочных выпусков очень необходимой есть появление на финансовом рынке Украины активов институтов контрактных сбережений. Речь идет, прежде всего, о негосударственных пенсионных фондах и компаниях по страхованию жизни, а также долгосрочные институты общего инвестирования закрытого типа.

Увеличению инвестиционного спроса на внутренние муниципальные облигации должно способствовать положение банковской нормативной базы: более низкий коэффициент взвешивания при расчете показателя адекватности регулятивного капитала для муниципальных облигаций (по сравнению с кредитами муниципалитетам) в определенной мере будет способствовать банковским инвестициям в муниципальные облигации.

Сдерживающим фактором для выпуска долгосрочных муниципальных облигаций может быть озабоченность потенциальных инвесторов относительно выполнения обязательств за облигациями следующей местной властью. Ведь прецедент с Одессой показал, что это является очень серьезным риском. Опыт других стран показывает, что этот фактор может быть на протяжении длительного времени тормозом развития рынка муниципальных облигаций. Если говорить о внешнем рынке, то здесь следует отметить существование значительной вероятности пренебрежения внутренним рынком со стороны наибольших городов, которые имеют право на внешние заимствования. Частичным подтверждением этому является то, что первое Украинское муниципальное облигационное заимствование после 5- годового перерыва было осуществлено именно на внешнем рынке – ссуда Киева в конце июля - в начале августа этого года объемом 150 млн. дол. США. [13]

**Заключение**

Развитие финансовых рынков в государствах с переходной экономикой является важным элементом реформ. Эти рынки играют очень важную роль в превращении сбережений в инвестиции и перемещение денег и капитала с одного сектора в другой для более эффективного их использования. Сбалансированная структура финансового рынка, без сомнения, обеспечила бы полное использование финансовых ресурсов, стимулировала бы и ускоряла развитие отраслей и регионов, гарантировала бы экономический рост государства.

Рынок государственных ценных бумаг – это неотъемлемая часть внутреннего финансового рынка, и его рост в большей мере может способствовать развитию, стабильности и эффективности финансовой системы. Кроме того, что государственные бумаги являются надежным источником дохода, они делают экономику более гибкой к рыночным сигналам.

Тем более что выпуск государственных ценных бумаг для финансирования государственных расходов в переходной период кажется более привлекательным в сравнении с роста денежной массы за счет эмиссии или кредитов центрального банка, потому что:

* Размещение ценных бумаг позволяет правительству финансировать свои расходы без увеличения совокупной денежной массы;
* Продажа ценных бумаг часто является дешевым путем (по сравнению с увеличением налоговой нагрузки или денежной массы) финансирование государственных расходов;
* Рынок государственных ценных бумаг является составляющей частью национальных финансовых рынков;
* Выпуск ценных бумаг позволяет правительству приспособить структуру и время займов к своим теперешним и будущим потребностям;
* Активная торговля государственными ценными бумагами способствует уменьшению разницы между рыночными ставками привлечения и предоставления в заем денежных ресурсов и снижению расходов финансовых посредников;
* Обращение государственных ценных бумаг способствует росту ликвидности и гибкости экономики в целом;
* Существование хорошо развитых вторичных рынков дает возможность использования государственных ценных бумаг при проведении денежной политики центрального банка страны;
* Развитие первичных и вторичных рынков государственных ценных бумаг позволяет правительству полной мерой контролировать высокие темпы инфляции;
* Обращение государственных ценных бумаг отвечающий существующим международным стандартом делает экономику более стабильной и привлекательной для иностранных инвесторов.

В тоже время некоторые недостатки интенсивного использования продажи ценных бумаг для финансирования государственных расходов, например:

* новые выпуски государственных ценных бумаг могут увеличить государственный долг и таким образом переносить часть финансовой нагрузки на будущее поколение;
* Развитие первичных и вторичных рынков государственных ценных бумаг может вызвать нежелательное распределение финансовых ресурсов и иметь негативное влияние (эффект вытеснения других инвестиций) на развитие других финансовых рынков страны;
* Большие суммы замов могут привести к увеличению номинальных процентных ставок и сделать расходы бюджета восприимчивыми к изменением процентных ставок;
* Использование ценных бумаг ослабляет желание правительства и других органов власти контролировать свои расходы и, кроме того, может увеличить зависимость правительства от своих кредиторов.

Отечественный рынок так или иначе государственных ценных бумаг находится в стадии становления, однако опыт зарубежных стран свидетельствует о важной роли этих ценных бумаг как источника формирования заемного капитала. В условиях развитой рыночной экономики государственные ценные бумаги, послужат необходимым средством мобилизации денежных средств. Для инвестора облигации будут одним из надежнейших способов помещения капитала.

**Список использованной литературы**

1. Закон Украины «О ценных бумагах и фондовой бирже» от 18.06.1991г. №1201 –XII, с изменениями и дополнениями от 05.02.2004 року N 1455-IV.
2. Закон Украины “О государственной регуляции рынка ценных бумаг в Украине”
3. Постановление Кабинета Министров Украины № 1455 от 22.09.2000 “О выпуске процентных облигаций внутренней государственной ссуды 2000 года”.
4. “Положение о депозитарной деятельности Национального банка Украины”, утвержденное постановлением Правления НБУ № 114 от 19.03.2003 и зарегистрированного в Минюсте по № 304/7625 от 15.04.2003.
5. “Положение о порядке проведения операций, связанных с размещением облигаций внутренних государственных ссуд”, утвержденное постановлением Правления НБУ № 248 от 18.06.2003 и зарегистрированного в Минюсте за № 551/7872 от 7.07.2003.
6. Постановление Кабинета Министров Украины № 80 от 31.01.2001 “О выпусках облигаций внутренних государственных ссуд”.
7. Опарин В.М. Финансы (Общая теория). 2-е изд. К.:КНЕУ, 2001г.
8. Кудряшов В.П. Финансы. Учебное пособие/ Херсон: К – 88 Олди - плюс, 2002г.
9. деньги. Кредит. Банки / Под ред. Е.Ф. Жукова – М, 1999г.
10. Официальный сайт Министерства финансов Украины (www.minfin.gov.ua).
11. Сайт Национального банка Украины (www.bank.gov.ua).
12. Электронная энциклопедия банковского дела и финансов (www.cofe.ru/Finance).