

КРИВА ДОХІДНОСТІ ЯК ІНДИКАТОР РИЗИКУ ДЕФОЛТУ ЕМІТЕНТІВ ОБЛІГАЦІЙ

ЛЕОНОВ С. В.

доктор економічних наук

Суми

Фінансова криза останніх років, що призвела до економічного спаду у більшості країн, мала негативний вплив як на загальну платоспроможність позичальників, зокрема емітентів облігацій, так і на фінансові результати фінансово-кредитних установ. Тому визначення чинників, які спричинили порушення виконання боргових зобов'язань з боку компаній – емітентів облігацій, є важливим завданням, адже надає змогу здійснювати постійний контроль за факторами ризику дефолту.

Вплив макроекономічних чинників і бізнес-циклів на дохідність суб'єктів господарювання не викликає сумнівів. Ймовірність дефолту державних, муніципальних і корпоративних позичальників має циклічний характер і зростає у період економічної рецесії. Тому при оцінюванні ризику дефолту емітентів облігацій особливу увагу слід приділити аналізу окремих макроекономічних факторів.

Вагомий внесок у дослідження проблеми оцінювання надійності емітентів облігацій здійснено такими вітчизняними та зарубіжними вченими, як: Дж. Бейлі, І. Брітченко, Ф. Блек, Л. Долінський, А. Камінський, Б. Кишакевич, І. Лютий, Р. Мертон, О. Мозговий, С. Мошенський, М. Песаран, Ф. Фабозці, С. Фокарді, В. Шарп, М. Шоулз, Т. Шурман та іншими. Разом із тим узагальнення напрацювань з питань впливу макроекономічних чинників на ризик дефолту емітентів облігацій, дозволяє зробити висновок про необхідність подальших досліджень у цьому напрямі.

Метою роботи є аналіз впливу рівня відсоткових ставок фондового ринку як одного з ключових індикаторів макроекономічного середовища на ризик дефолту емітентів облігацій.

Інвестиційна привабливість облігацій визначається не лише індивідуальними властивостями фінансового інструменту, але й станом зовнішнього економічного середовища, зокрема фінансового ринку. Це пояснюється тим, що на фінансовий стан емітентів корпоративних облігацій впливають не лише ендогенні, але й екзогенні чинники. До зовнішніх факторів можна віднести макроекономічні індикатори, такі як: ВВП, інфляція, безробіття, рівень відсоткових ставок тощо.

Одним із макроекономічних показників, що найбільш інформативно відображає стан економіки та фінансового ринку, є рівень відсоткових ставок. Відсоткова ставка надає уявлення про ціну позикового капіталу для компанії-позичальника, а також про інвестиційні можливості та ризики для кредитора. Як правило,

відсоткова ставка коливається залежно від загальної макроекономічної ситуації. Зважаючи на це, розгляд структури відсоткових ставок надає змогу оцінити очікування щодо майбутнього стану ділового циклу.

Для цілей аналізу найбільш доцільно розглядати дохідність до погашення за державними цінними паперами з фіксованим доходом. Як визначає В. Шарп [1], вказана дохідність представляє собою єдину ставку складних відсотків, що нараховується у банку та надає змогу інвесторові отримати еквівалентну суму виплат за даною облігацією, якщо б кошти інвестувалися не у цінні папери, а у банківський депозит. Використання для аналізу державних облігацій зумовлено тим, що на їх дохідність не впливає різниця у якості випусків, оскільки емітентом завжди виступає держава. Це пояснює можливість безпосереднього порівняння між собою зазначених цінних паперів різних емісій. Крім того, оскільки ринок державних облігацій є найбільшим за розмірами та активністю облігаційним ринком, на ньому існує менше проблем, пов'язаних з неліквідністю, а ціни державних цінних паперів є найбільш репрезентативними та відображають найсвіжішу інформацію [2; 3].

Співвідношення дохідності до погашення державних цінних паперів зі строками до погашення, що надає уявлення про часову залежність відсоткових ставок, відображає крива дохідності. Остання є надійним індикатором стану всієї економіки, а інвестори використовують її для прогнозування економічної кон'юнктури, майбутньої поведінки фондового ринку, рівня відсоткових ставок, розробки стратегій інвестування тощо. З практичної точки зору основна функція кривої дохідності державних цінних паперів полягає в тому, щоб слугувати еталоном при оцінці облігацій та визначенні дохідності в інших секторах ринку боргових інструментів – банківських позик, іпотек, корпоративних боргових зобов'язань та міжнародних облігацій. Отже, внутрішній ринок державних цінних паперів слугує фундаментом для побудови інших ринків боргових інструментів, передусім, корпоративних, шляхом створення необхідної інфраструктури і цінових орієнтирів для інших емітентів та інвесторів.

Існують три найбільш типові форми графіку кривої дохідності, які достатньо часто спостерігаються на ринку боргових цінних паперів (рис. 1). Графік а) відображає зростаючу криву дохідності, тобто при збільшенні строку до погашення дохідність постійно збільшується. Така форма зазвичай називається «нормальною», або «додатною» кривою дохідності. Графік б) має місце, коли дохідність не змінюється залежно від строку до погашення, така крива дохідності називається «постійною». Графік в) показує спадну, або «зворотну», криву дохідності, коли дохідність знижується зі збільшенням строку до погашення [1].

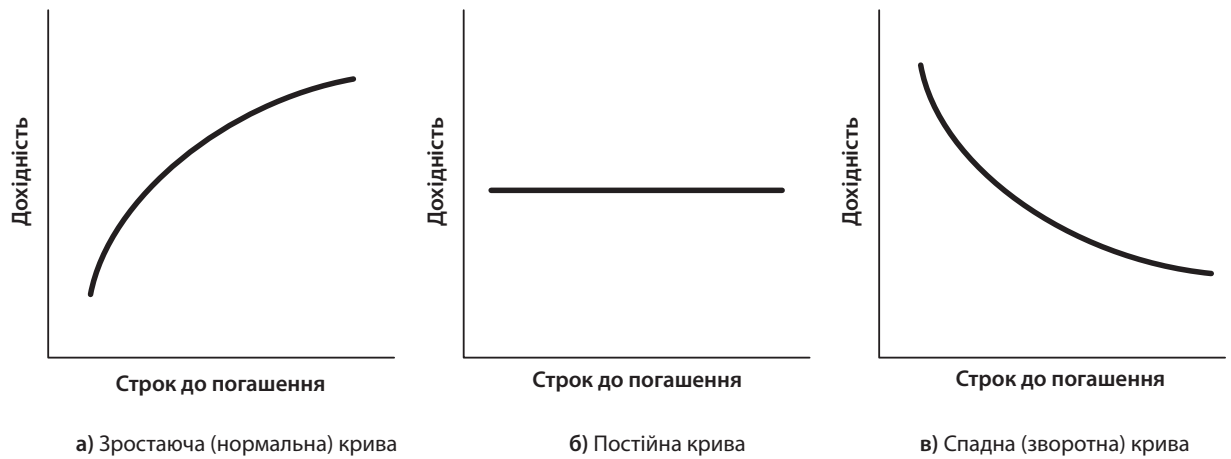


Рис. 1. Типові форми кривої доходності

На різних етапах розвитку фінансового ринку утворюється той чи інший тип кривої доходності. Тимчасова структура відсоткових ставок визначається очікуваннями інвесторів, їх перевагами та згодою брати на себе відповідні ризики. Оскільки вкладення в довгострокові цінні папери зазвичай пов'язані з більшим ризиком через вплив інфляції та підвищеною невизначеністю внаслідок більш тривалого інвестиційного горизонту, найбільш поширеною є зростаюча тенденція доходності до погашення облігацій. Аналіз кривої доходності у довгостроковому аспекті дає змогу визначити, на якій стадії ділового циклу знаходиться економіка. У період економічних підйомів крива доходності має тенденцію зростання, а у період кризи спостерігається від'ємний тренд. Так, наприклад, коли інвестори очікують економічного спаду, вони готові продавати свої короткострокові активи, у результаті чого ціни на ці фінансові інструменти знижуються і доходність до погашення зростає, порівняно з доходністю довгострокових фінансових інструментів.

У зв'язку з вищезазначеним, розглянуто криву доходності до погашення українських облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) у різні моменти часу та здійснено порівняння отриманих результатів з кількістю дефолтів емітентів облігацій. На рис. 2 відображені криві доходності ОВДП з інтервалом у півроку протягом 2008 – 2012 рр. (за даними [4]).

Як зазначалося раніше, крива доходності є інструментом аналізу ринку боргових цінних паперів. При

цьому важливе значення має не тільки форма кривої, але й зміна її положення у часі. Як видно з рис. 2, за період 2008 – 2012 рр. можна виділити два ключові стани ринку. У першому випадку йдеться про кризовий стан 2008 – 2009 рр. У цей час криві доходності були інверсійними (II півріччя 2008 р. – I півріччя 2009 р.), тобто короткострокові доходності були вищими за доходність довгострокових інструментів. Причиною цього стала криза ліквідності кредитного ринку внаслідок суттєвого скорочення пропозиції грошових коштів під дією сукупності факторів, серед яких: скорочення грошової маси в результаті конвертування грошових коштів у іноземну валюту, відтік іноземного капіталу в країни з розвиненим фондовим ринком, скорочення обсягів депозитів, що зменшило можливість надання кредитів інституційними інвесторами (банками).

Така ситуація призвела до того, що позичальники, які залучали кошти для розвитку діяльності в період економічного підйому та не реалізували свої стратегічні цілі (не досягли бажаних фінансових результатів) через погіршення загальноекономічного стану, змушені були шукати способи рефінансування заборгованості. Проте в умовах низької пропозиції грошей та високих відсоткових ставок значна кількість проблемних бізнес-проектів стала неплатоспроможною, що в результаті призвело до підвищення кількості дефолтів на ринку корпоративних облігацій. Найбільша кількість випадків порушення виконання боргових зобов'язань спостерігалася у період II півріччя 2008 р. – I півріччя 2009 р. (рис. 3) (за даними [5]).

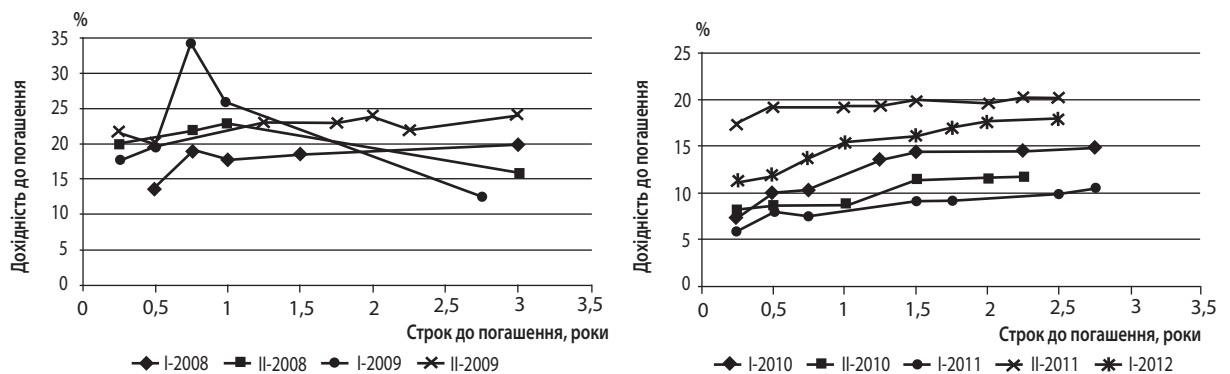


Рис. 2. Крива доходності до погашення ОВДЗ на відповідну дату

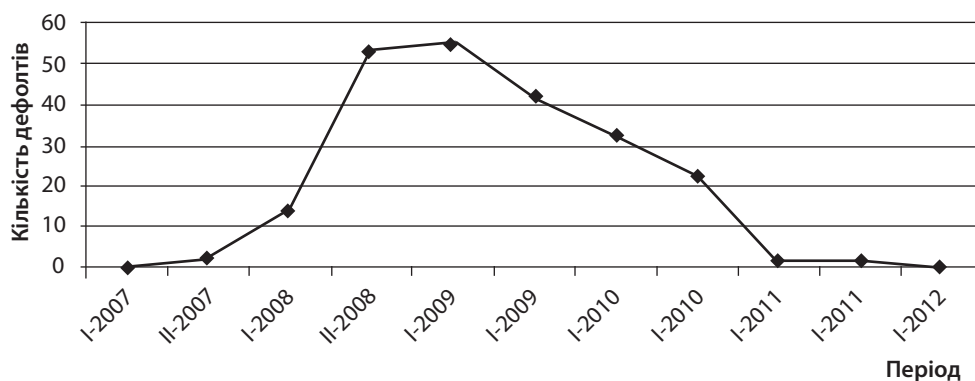


Рис. 3. Динаміка дефолтів емітентів облігацій у піврічному розрізі (2007 – 2012 рр.)

Вирівнювання попиту та пропозиції на кредитні ресурси у II півріччі 2009 р. відбувалося при високому рівні відсоткових ставок (20 – 25%), що погіршило фінансовий стан компаній-позичальників, які реструктурували свої борги. Тому кількість дефолтів емітентів облігацій протягом II півріччя 2009 р.– II півріччя 2010 р. усе ще була значною, хоча кількість неплатежів поступово зменшувалася.

У II півріччі 2010 р.– I півріччі 2011 р. крива дохідності до погашення ОВДП перемістилася вниз у бік суттєвого зниження відсоткових ставок. Причиною цього стало повернення капіталу на ринок боргових цінних паперів та розширення пропозиції грошових коштів. Як наслідок, дохідність ОВДП, які на той час були найменш ризикованим фінансовим інструментом, знизилася до рівня близько 12 – 15%. У свою чергу, зниження відсоткових ставок у державному секторі сприяло перетоку капіталу у корпоративний сектор. Відновлення зацікавленості інвесторів у корпоративних облігаціях зумовило скорочення фінансових витрат позичальників, покращення їх фінансового стану, а відповідно й зменшення кількості дефолтів емітентів облігацій у другій половині 2011 р.

Що стосується періоду II півріччя 2011 р.– I півріччя 2012 р., слід відзначити, суттєве підвищення відсоткових ставок на ринку ОВДП (до 20%), у тому числі й внаслідок державної політики фінансування бюджетного дефіциту. Наявна тенденція мала негативний вплив на фінансовий стан емітентів облігацій, адже призводила до значного підвищення для них вартості позикового капіталу. Збереження такої ситуації у подальших періодах може призвести до ускладнень здійснення платежів з боку позичальників, що зрештою викличе нову хвилю дефолтів на ринку облігацій.

ВИСНОВКИ

Макроекономічні показники відіграють важливу роль при аналізі платоспроможності позичальників та виступають у якості одних з ключових чинників при прогнозуванні динаміки розвитку фінансового ринку. Особливої уваги заслуговує крива дохідності до погашення, що надає змогу оцінювати причини та тенденції зміни відсоткових ставок на ринку капіталу. Форма та динаміка кривої має суттєве значення при оцінці систематичного ризику ринку та може слугувати індикатором кількості дефолтів емітентів облігацій. За результатами

дослідження встановлено, що додатний нахил кривої відсоткових ставок свідчить про очікування подальшого зростання економіки та зниження ризику дефолту. Зменшення або негативний нахил (інверсія кривої) зазвичай сигналізують про погіршення платіжної дисципліни позичальників та підвищення ризику дефолту емітентів облігацій. Моніторинг динаміки кривої відсоткових ставок дозволить на ранніх стадіях виявляти тенденції до її інверсії, а отже підвищення рівня систематичного ризику в економіці.

Отримані результати доцільно використовувати при оцінці довгострокової ймовірності дефолтів на облігаційному ринку, яка залишається відносно постійною протягом одного економічного циклу. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли ; [пер. с англ.]. – М. : Инфра-М, 2001. – 1028 с.
2. Фабоцци Ф. Управление инвестициями / Фрэнк Дж. Фабоцци ; пер. с англ. – М. : Инфра-М, 2000. – 932 с.
3. Qu Y. Macro Economic Factors and Probability of Default / Yiping Qu // European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences. – 2008. – Issue 13. – Pp. 192 – 215.
4. Аналітичний обзор українського ринку облігацій [Електронний ресурс] // Офіційний сайт ООО «Український фондовий центр». – Режим доступу : <http://ufc-capital.com>
5. Офіційний сайт інформаційного агентства «Cbonds» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.cbonds.info>