

**Бондарчук А. В.,**

аспірантка Науково-дослідного фінансового інституту  
Академії фінансового управління Міністерства фінансів України,  
науковий співробітник відділення управління державними фінансами  
відділу управління проектами розвитку державних фінансів

## **ПЕРЕДУМОВИ РОЗВИТКУ ВНУТРІШНЬОГО РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ**

*Проаналізовано можливості розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів в Україні. Запропоновано комплекс заходів, спрямованих на розвиток внутрішнього ринку державних цінних паперів в Україні. Обґрунтовано наслідки запровадження випуску індексованих облігацій.*

Ключові слова: внутрішній ринок державних цінних паперів; державні фінансові інструменти; потенційні інвестиційні можливості; облігації внутрішньої державної позики; облігації, індексовані на рівень інфляції.

Внутрішній ринок державних цінних паперів в Україні на сьогодні недостатньо розвинутий, що зумовлено багатьма проблемами та обставинами. Недосконалий процес продажу державних цінних паперів, їх недостатня ліквідність, суттєві ризики, пов'язані з зовнішніми та внутрішніми економічними чинниками, непрозорість та непередбачуваність державних заборозичень – лише частина проблем, що свідчать про необхідність докорінного реформування внутрішнього ринку державних цінних паперів. Тому наукові дослідження шляхів розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів в Україні є актуальними.

Можливості розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів в Україні розглядалися в працях вітчизняних та зарубіжних вчених. Теоретичні та методологічні аспекти створення ринку державних цінних паперів, досвід його розвитку в інших країнах розглянуто В. І. Павловим, І. І. Пилипенком, І. В. Кривов'язюком. Окремі аспекти формування національної концепції пенсійного забезпечення і ролі державних фінансових інструментів у діяльності недержавних пенсійних фондів, страхових компаній висвітлено в працях Л. П. Лондара, В. М. Калитчука. Зарубіжна наукова література з питань розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів представлена публікаціями Світового банку, Міжнародного валютного фонду, USAID.

Метою дослідження є визначення ключових проблем, які необхідно вирішити для формування сприятливих умов та подальшого розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів в Україні.

Одним зі шляхів розвитку фінансового ринку в Україні є підвищення ефективності функціонування сегмента державних цінних паперів.

Державні цінні папери в економічно розвинутих країнах мають виконувати такі функції:

- мобілізації тимчасово вільних грошових засобів комерційних банків, різних організацій, підприємств, небанківських кредитно-фінансових установ і населення;

- активного регулятора грошово-кредитних відносин (зокрема, центральні банки за їх допомогою формують грошово-кредитну політику, координують грошовий обіг);
- забезпечення ліквідності балансів кредитно-фінансових інститутів за рахунок ефективної реалізації потенціалу, закладеного в державні цінні папери.

Питання удосконалення та розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів має суттєве значення для активізації структурної перебудови національної економіки, розвитку послуг з недержавного пенсійного забезпечення, формування антициклічних заходів боргового регулювання тощо.

Забезпечення ефективного управління державним боргом є одним із важливих напрямів, пов'язаних з функціонуванням сфери державних цінних паперів. Значення державних фінансових інструментів особливо важливе для країн з ринковою економікою, що формується, оскільки стан їх розвитку безпосередньо впливає на можливість виконання соціальних зобов'язань держави з одночасним здійсненням заходів, необхідних для відновлення та реструктуризації економіки.

В економічно розвинутих країнах державні цінні папери є головним джерелом формування і реалізації внутрішньої державної заборгованості. Частка емісії державних цінних паперів у несплачених внутрішніх заборгованостях коливається в різних країнах від 20 до 90 %.

Експерти Міжнародного валютного фонду (МВФ) прогнозують збільшення державного боргу України від 39,8 % ВВП на кінець 2010 р. до 42,4 % ВВП у 2011 р. Про це йдеться у звіті МВФ, оприлюдненому на сайті організації. Одним із чинників стрімкого зростання обсягу державного боргу України в 2008–2009 рр. стала реалізація ризиків зміни валютного курсу, коли гривня суттєво девальвувала.

У 2010 р. в структурі державного боргу іноземна валюта становила близько 64 % його обсягу (таблиця), отже питання нівелювання таких ризиків і надалі є дуже актуальним, адже за прогнозними розрахунками Міністерства фінансів України, у 2011 р. на обслуговування і погашення державного боргу Україна витратить 53,5 млрд грн.

Т а б л и ц я

**Державний та гарантований державою борг України (станом на 31.12.2010)**

Показник	дол. США	грн	%
<b>Загальна сума державного та гарантованого державою боргу</b>	<b>54 289 336,46</b>	<b>432 235 410,19</b>	<b>100,00</b>
у тому числі в розрізі валют погашення:			
долар США	16 310 444,55	129 858 866,36	30,04
євро	2 035 717,81	16 207 774,52	3,75
СПЗ	16 261 910,23	129 472 450,65	29,95
українська гривня	19 529 729,75	155 489 849,45	35,97
японська єна	151 534,12	1 206 469,21	0,28

Для попередження зазначених ризиків необхідно розвивати внутрішній ринок державних цінних паперів. Проте внутрішні державні запозичення на сьогодні досить дорогі. Однією з головних причин їх високої вартості є нерозвинутість внутрішнього ринку державних боргових цінних паперів, що пов'язано з низьким рівнем попиту на державні боргові інструменти з боку вітчизняних інвесторів та трейдерів, млявою торгівлею на вторинному ринку, що свідчить про незацікавленість вітчизняних фінансових установ у середньостроковому вкладенні фінансових ресурсів у цінні папери з низьким рівнем поточної ліквідності, відсутністю чіткого графіка емісії боргу, невизначеністю змін в економіці, усвідомлення урядом небезпеки дефолту тощо.

За таких умов стає нагальною потреба в розвитку ринку державних цінних паперів, зокрема через поліпшення регулювання, інтенсивніше надання інформації, диверсифікацію фінансових інструментів, наукове вивчення сукупності теоретичних і практичних питань із залученням міжнародного досвіду. Відтак необхідно здійснювати організаційні заходи з підвищення ефективності функціонування внутрішнього ринку державних цінних паперів, умов їх емісії, розміщення, забезпечення необхідної дохідності й ліквідності, розширення спектра видів цінних паперів.

Найпоширенішими сьогодні на українському ринку державних цінних паперів є облігації внутрішньої державної позики (ОВДП) – цінні папери, що засвідчують внесення власником коштів до державного бюджету та підтверджують зобов'язання держави відшкодувати власнику номінальну вартість цінних паперів у передбачений ними термін з виплатою фіксованого відсотка (якщо інше не передбачено умовами випуску) (рисунок).

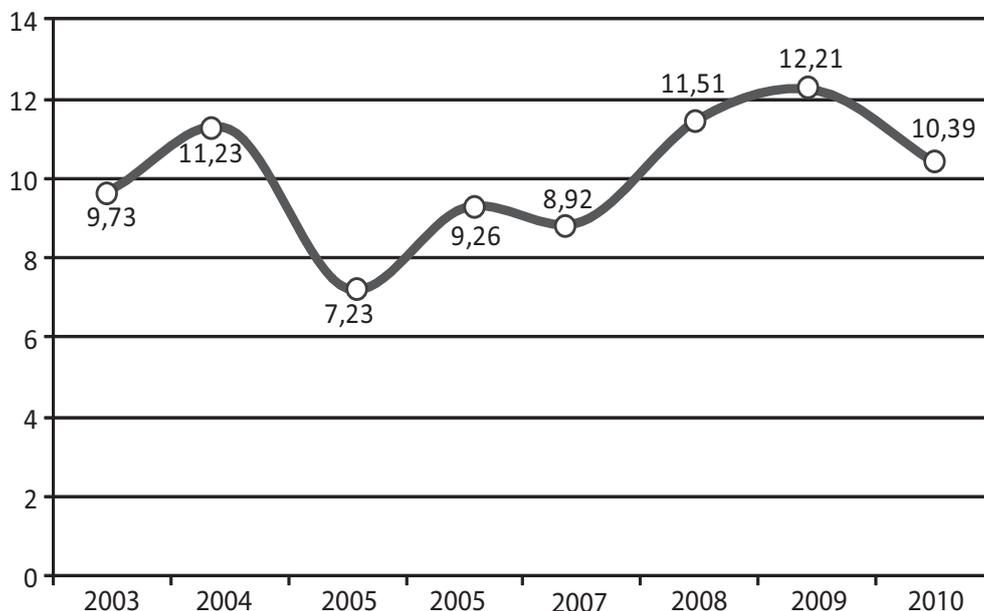


Рисунок. Середньозважена дохідність облігацій внутрішньої державної позики

Складено за даними Національного банку України.

До Державного бюджету України у квітні поточного року від продажу облігацій внутрішньої державної позики на первинних аукціонах було залучено 4,8 млрд грн, з початку року – 15,3 млрд грн<sup>1</sup>.

У квітні 2011 р. Міністерство фінансів України також здійснило випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу ПАТ “Родовід Банк”.

Усього з початку 2011 р. було здійснено розміщення ОВДП з урахуванням паперів для збільшення статутного капіталу НАК “Нафтогаз України” і ПАТ “Родовід Банк” на загальну суму 24,3 млрд грн.

Середньозважена дохідність ОВДП за підсумками проведення аукціонів у квітні становила 8,98 % річних (з початку року – 8,69 %), а з урахуванням зобов'язань, випущених з метою рекапіталізації, – 9,2 % (з початку року – 8,99 % річних). Погашення і сплата доходу щодо ОВДП здійснювалися своєчасно і в повному обсязі, який з початку року дорівнював 17,1 млрд грн, зокрема основний борг – 12,4 млрд грн, сплата доходу – 4,7 млрд грн.

Уряд у 2011 р. планує випустити ОВДП на 48,59 млрд грн для фінансування дефіциту держбюджету. У цій сумі не враховано випуск паперів за програмами капіталізації НАК “Нафтогаз України”, націоналізованих банків і фінансування Аграрного фонду.

За підсумками розміщення на первинних аукціонах ОВДП, до Державного бюджету України в 2010 р. надійшло 40,424 млрд грн.

Усього в 2010 р. Міністерство фінансів України здійснило розміщення ОВДП на загальну суму 70,657 млрд грн з урахуванням паперів, спрямованих на збільшення статутного капіталу НАК “Нафтогаз України”, банків і для погашення простроченої бюджетної заборгованості щодо ПДВ<sup>2</sup>.

Ситуація в Україні склалася так, що наявні види державних цінних паперів не повною мірою задовольняють потреби інвесторів. Як свідчать численні дослідження, потенційні інвестиційні можливості населення країни, страхових компаній, пенсійних фондів, інвестиційних фондів використовуються недостатньо.

На сьогодні в країні визначено комплекс заходів, націлених на розвиток внутрішнього ринку державних цінних паперів.

Результатом спільних зусиль та допомоги, що була надана Світовим банком, Міжнародним валютним фондом та USAID, стала Концепція розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів в Україні на 2009–2013 рр., затверджена Кабінетом Міністрів України 25.03.2009 і спрямована на зниження вартості державних запозичень разом з мінімізацією ризиків. Особливу увагу в документі приділено розвитку ефективного первинного і вторинного ринку державних цінних паперів та створенню прозорого та ліквідного фінансового ринку з розвинутою інфраструктурою<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua).

<sup>2</sup> Мінфін розмістив ОВДП. Новини [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://economics.unian.net>.

<sup>3</sup> Концепція розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів в Україні на 2009–2013 роки від 25.03.2009 № 316-р [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://search.ligazakon.ua>.

З метою розширення внутрішнього ринку цінних паперів та розвитку небанківських фінансових установ проект FINREP<sup>4</sup> надає підтримку Міністерству фінансів України, ДКЦПФР та іншим учасникам фінансового ринку за такими основними напрямами:

- підтримка в реалізації Концепції розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів в Україні на 2009–2013 рр., затвердженої постановою Кабінету Міністрів України від 25.03.2009 № 316-р;
- реорганізація ринку державного боргу за рахунок зниження вартості запозичень на внутрішніх ринках державних облігацій, якого можна досягти за умови забезпечення ефективності функціонування первинного та вторинного ринку;
- впровадження міжнародного досвіду, зокрема практики проведення систематичних аукціонів і організації торгівлі на вторинному ринку на основі системи первинних дилерів, здійснення операцій РЕПО та зворотного РЕПО;
- покращання відносин з інвесторами через регулярне публікування актуальної та достовірної інформації, посилену інформаційну підтримку регулярних аукціонів, вчасне повідомлення про результати їх проведення, використання інших маркетингових методів, які забезпечать прозоре розкриття цін, необхідне для розвитку ринку;
- створення необхідної інфраструктури, зокрема інфраструктури ринків капіталу для випуску і торгівлі державними борговими інструментами, запровадження або поліпшення торгових систем, реєстрів, депозитаріїв, а також систем клірингу та розрахунків.

Урядом України здійснено заходи, спрямовані на виконання зазначених завдань. Зокрема, постановою Кабінету Міністрів України від 14.04.2009 № 363 створено підґрунтя для впровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів. Відповідно до постанови первинними дилерами повинні бути комерційні банки, визнані Міністерством фінансів України, які беруть на себе зобов'язання співпрацювати з Міністерством у сфері розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів в обмін на виключне право участі у розміщеннях ОВДП<sup>5</sup>.

Цю систему було запроваджено після укладання шістьома первинними дилерами договорів з Міністерством фінансів України. Максимальну кількість первинних дилерів встановлено на рівні 16. Станом на 21.08.2010 їхня кількість дорівнювала 12.

Важливе значення має здійснення заходів, передбачених постановою Кабінету Міністрів України “Про затвердження Середньострокової страте-

<sup>4</sup> Проект FINREP [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.finrep.kiev.ua>.

<sup>5</sup> Лондар С. Л. Формування системи первинних дилерів в Україні / С. Л. Лондар, В. Й. Башко // Фінанси України. – 2010. – № 3. – С. 61–64.

гії управління державним боргом на 2011–2013 роки” від 02.03.2011 № 170<sup>6</sup>. Найважливішими з них є:

- здійснення регулярного розміщення державних цінних паперів з різними строками обігу для підтримання кривої дохідності;
- започаткування процесу розміщення ОВДП та казначейських зобов'язань на фондових біржах;
- створення належних умов для ефективного функціонування первинних дилерів та підтримання ними двостороннього котирування державних боргових цінних паперів;
- підвищення ефективності та результативності співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями і фінансово-кредитними установами, пов'язаного із залученням та використанням їх фінансових ресурсів;
- здійснення операцій з активного управління державним боргом та управління ліквідністю єдиного казначейського рахунка і коштів валютних рахунків;
- розширення переліку державних боргових цінних паперів, зокрема індексованих на рівень інфляції, амортизаційних та з можливістю дострокового погашення;
- активізація роботи з випуску державних боргових цінних паперів для населення;
- забезпечення регулярного подання міжнародним рейтинговим агентствам статистичних і аналітичних даних щодо соціально-економічного та політичного становища в Україні;
- співробітництво з міжнародними фінансовими організаціями, фінансово-кредитними та іншими установами в напрямі обміну досвідом і навчання у сфері управління державним боргом;
- підтримка на належному рівні та розвиток інформаційно-технічного забезпечення процесу управління державним боргом, зокрема шляхом удосконалення інформаційно-аналітичної системи “Управління державним боргом”;
- розміщення інформації про управління державним боргом на офіційному веб-сайті Міністерства фінансів України.

Постановою передбачено, що реалізація цих заходів дає можливість планувати співвідношення обсягу державного боргу та внутрішнього валового продукту в 2011, 2012, 2013 рр. на рівні не більш як 32, 30 і 28 %; частку державного внутрішнього боргу – не менш як 46, 46 і 48 %; частку державного боргу з фіксованою ставкою – не менш як 69, 73 і 80 %; середньозважений термін погашення державного боргу – не менш як 4,4 і 5 років.

На окрему увагу заслуговує передбачений постановою напрям, що безпосередньо вплине на реалізацію зазначених планів – розширення переліку державних боргових цінних паперів, зокрема індексованих на рівень

---

<sup>6</sup> Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2011–2013 роки : постанова Кабінету Міністрів України від 02.03.2011 № 170 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://search.ligazakon.ua>.

інфляції, амортизаційних та з можливістю дострокового погашення, адже при забезпеченні стабільності й керованості ринку державних цінних паперів перевагу слід віддавати нескладним інструментам на зразок середньої довгострокових ОВДП.

Такі інструменти, як індексовані до рівня інфляції цінні папери, дають змогу зберегти реальну вартість вкладених грошей. Запровадження випуску індексованих облігацій уможливить досягнення таких цілей:

1. Зменшення вартості запозичень. У разі превалювання премії за інфляційний ризик та завищених інфляційних очікувань можна досягнути економії в обслуговуванні.
2. Зменшення ризиків рефінансування. Розширення бази інвесторів дає змогу диверсифікувати джерела запозичень шляхом залучення до фінансування дефіциту бюджету пенсійних фондів, домогосподарств, страхових компаній, інвестиційних фондів. Концентрація власників таких цінних паперів є значно меншою, ніж у випадку з облігаціями з фіксованою дохідністю, що зменшує залежність уряду від поведінки окремих великих інвесторів.
3. Підвищення довіри до антиінфляційної політики уряду. Використання урядом індексованих облігацій стане найкращим стимулом для уряду та одночасно підтвердженням його зацікавленості у проведенні важеної фіскальної політики, яка не призводить до зростання рівня інфляції.
4. Підвищення ефективності управління державним боргом та ліквідністю.
5. Підвищення ефективності антиінфляційної політики на основі індикативної інформації, отриманої при запровадженні індексованих облігацій. Оскільки ринок індексованих облігацій, на відміну від експертних та емпіричних прогнозів, дає змогу щоденно отримувати очікувані ринком рівні інфляції, облігації з індексованою дохідністю є найкращими індикаторами очікувань ринкових суб'єктів.
6. Посилення схильності до організованих заощаджень в умовах високої інфляції.

Розвиток інструментарію ринку державних цінних паперів України допоможе зробити його надійним джерелом залучення фінансових ресурсів і створити відповідну інфраструктуру для інвесторів.

Для забезпечення розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів необхідно:

1. Поліпшити пропозицію державних цінних паперів шляхом: регулярного розміщення широкого спектра облігацій внутрішньої державної позики за строками обігу в обсягах, що забезпечать виконання плану державних запозичень, встановленого законом про державний бюджет на відповідний рік; запровадження механізму ринкового ціноутворення під час розміщення державних цінних паперів для врахування інтересів інвесторів; здійснення емісії облігацій внутрішньої державної позики виключно для інвестування пенсійних активів, сформованих у системі накопичувального пенсійного забезпечення, дохідність яких враховує рівень інфляції.

2. Виявити ризики державного боргу та здійснювати управління ними шляхом: розроблення методологічної та нормативно-правової бази управління ризиками; запровадження системи внутрішнього контролю за управлінням ризиками; організації проведення в межах запозичених коштів операцій з державним боргом, включаючи обмін (операції своп) та достроковий викуп державних боргових зобов'язань з метою економії бюджетних коштів та мінімізації відсоткового ризику.
3. Підвищити ліквідність державних цінних паперів шляхом: залучення торговців цінними паперами до здійснення котирування державних цінних паперів на вторинному ринку та підтримання біржового курсу таких цінних паперів; розроблення нормативно-правових актів, що сприятимуть використанню державних боргових зобов'язань як інструменту управління ліквідністю; розміщення на конкурсних засадах вільних коштів єдиного казначейського рахунка серед фінансових установ на умовах тимчасової купівлі державних цінних паперів з подальшим поновленням цих коштів до кінця року.
4. Поліпшити імідж держави як емітента державних цінних паперів через підвищення передбачуваності та прозорості державного запозичення шляхом: затвердження річного графіка первинного розміщення державних цінних паперів та завчасного оприлюднення проспектів емісій державних цінних паперів; розміщення та обігу державних цінних паперів на фондових біржах; запровадження сучасної конкурентної процедури проведення аукціонів, яка передбачає розміщення державних цінних паперів в один етап; запровадження загальноприйнятих міжнародних процедур та формул нарахування відсотків за державними зобов'язаннями для стимулювання попиту на них; поширення таких стандартизованих даних, необхідних для ефективного функціонування ринку державних цінних паперів, як щоденні котирування цінних паперів на внутрішньому ринку, крива дохідності державних цінних паперів тощо.