

**Грубляк О. М.,**

викладач кафедри фінансів

Буковинської державної фінансової академії

## **ВПЛИВ СТАНУ ЕКОНОМІКИ ДЕРЖАВИ НА РИНОК ОБЛІГАЦІЙ ВНУТРІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ПОЗИК**

*Визначено сутність та види державних цінних паперів, порядок їх розміщення на фінансовому ринку України. Проаналізовано взаємозв'язок доходності облігацій внутрішньої позики та загально-го стану економіки, фінансового ринку. Розкрито сучасний механізм функціонування ринку ОВДП.*

Ключові слова: державні цінні папери, облігації внутрішніх державних позик, облігації зовнішніх державних позик, доходність облігацій.

Державні облігації є важливим інструментом фінансового ринку країни, за допомогою їх випуску держава залучає великі обсяги фінансових ресурсів для державного бюджету, має можливість обслуговувати державний борг у разі, якщо не вистачає доходів бюджету. Крім того, облігації внутрішніх державних позик є важливим інструментом грошово-кредитної політики країни. Державні облігації також справляють значний вплив на формування ціни на інші фінансові активи, що здійснюють обіг на фінансовому ринку, оскільки ці активи мають найнижчий ступінь ризику.

Водночас фізичні та юридичні особи, які володіють тимчасово вільними грошовими коштами, отримують ефективне та низькоризикове джерело їх вкладення.

Механізм функціонування ринку державних цінних паперів досліджують провідні економісти та вчені всього світу. Класики політекономії А. Сміт, Д. Рікардо, Д. Юм, які започаткували принцип “здорових фінансів”, загалом не схвалювали застосування запозичень для фінансування державних видатків. Вони виступали проти дефіцитного бюджету та наявності державного боргу. Підґрунтям теорій державних фінансів до початку ХХ ст. був принцип бездефіцитного бюджету<sup>1</sup>. Тому державні цінні папери не відігравали жодної ролі для фінансування бюджету та розглядалися як фактор, що негативно впливає на економічний стан держави.

На відміну від англійських класиків, Дж. М. Кейнс у праці “Загальна теорія зайнятості, процента та грошей” виступає за надання можливості державним фінансовим органам права регулювання попиту на фінансовому ринку і насамперед через використання такого інструменту, як державні цінні папери, внаслідок чого роль державних облігацій зростає<sup>2</sup>.

Проте було б помилковим та малоефективним пряме застосування практики функціонування американського фінансового ринку в Україні

---

<sup>1</sup> Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс ; пер. с англ. – М. : Гелиос АРВ, 2002. – С. 60–61.

<sup>2</sup> Там же.

без належного аналізу та врахування основних особливостей функціонування українського ринку державних цінних паперів. Над теоретичним та практичним обґрунтуванням доцільності державних запозичень, ефективного механізму їх обслуговування, виявленням факторів впливу сум запозичень на макроекономічні показники розвитку країни працюють такі українські вчені, практики, як В. Геєць, А. Сменковський, Є. Новицький, Т. Вахненко, І. Лютий та ін.

Облігації внутрішніх державних позик вважають найменш ризикованими фінансовими інструментами всередині країни. Утім, незважаючи на їх високу дохідність для інвесторів, особливо за останні роки (більше 20 % річних у 2009 р.), попит на державні облігації з боку резидентів України залишається невеликим. Виконання зобов'язань за облігаціями внутрішньої державної позики (ОВДП) є менш жорстким порівняно із виконанням зобов'язань за облігаціями зовнішньої державної позики, оскільки не призводить до оголошення дефолту чи зниження кредитного рейтингу. Але при цьому кризові явища на ринку державних цінних паперів негативно впливають на економіку країни загалом. Тому наслідки таких запозичень потребують постійного вивчення, аналізу та вдосконалення.

Взаємозв'язок функціонування ринку державних запозичень та економіки простежується у багатьох країнах світу. У більшості країн головна частина заборгованості держави сформувалася переважно через випуск державних цінних паперів на національний та міжнародний ринки. Випускаючи цінні папери, держава на фінансових ринках виступає у ролі позичальника і, як правило, є найбільшим з них. Структура випуску внутрішніх та зовнішніх облігацій різниться в країнах залежно від стратегії, яку обирає уряд, або від фінансових можливостей залучення.

В Україні досить тривалий період часу також надавалася перевага випуску облігацій зовнішніх державних позик (ОЗДП). У 2008 р. було змінено орієнтири залучень на внутрішній ринок у зв'язку з кризою на валютному ринку України, значним падінням курсу гривні стосовно основних іноземних валют запозичень і, як наслідок, значним подорожчанням обслуговування зовнішнього боргу для держави.

Крім того, негативним чинником у збільшенні обсягів випуску ОЗДП є те, що майбутні виплати за зовнішніми запозиченнями депресивно позначаються на стані економіки країни, оскільки відбувається вивіз фінансових ресурсів у вигляді прибутків інвесторів від вкладень коштів.

На внутрішні державні облігації в більшості країн припадає й основна частка національних ринків цінних паперів із фіксованим доходом.

Ринок внутрішніх державних боргових зобов'язань представлений облігаціями внутрішніх державних позик України, цільовими облігаціями внутрішніх державних позик України та казначейськими зобов'язаннями України.

Облігації внутрішніх державних позик України – це державні цінні папери, що розміщуються виключно на внутрішньому фондовому ринку і підтверджують зобов'язання України щодо відшкодування пред'явникам

цих облігацій їх номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій<sup>3</sup>.

Цільові облігації внутрішніх державних позик України – це облігації внутрішніх державних позик, емісія яких є джерелом фінансування дефіциту державного бюджету в обсягах, передбачених на цю мету Законом про Державний бюджет України на відповідний рік, та в межах граничного розміру державного боргу. Основним реквізитом цільових облігацій внутрішніх державних позик України є зазначення передбаченого Законом про Державний бюджет України на відповідний рік напряму використання коштів, залучених від розміщення таких облігацій<sup>4</sup>.

Розміщення облігацій внутрішніх державних позик здійснюється НБУ в окремому його приміщенні, де встановлене спеціалізоване автоматизоване робоче місце, у таких формах: аукціонний продаж облігацій; продаж облігацій за фіксованим рівнем доходності<sup>5</sup>.

Учасниками ринку первинного продажу ОВДП є первинні дилери – банки-зберігачі, клієнти НБУ. Таким чином, ОВДП відіграють роль інструменту монетарної політики, оскільки за рахунок акумулювання коштів через їх продаж банківським установам змінюється маса грошей в обігу.

ОВДП, що є також досить популярним фінансовим інструментом серед інвесторів, частка торгівлі з якими займає друге місце, поступаючись лише обсягам торгівлі акціями.

Залучення коштів державою за допомогою випуску облігацій внутрішньої державної позики веде історію від прямого фінансування дефіциту бюджету через викуп облігацій НБУ та ринкових умов розміщення ОВДП і встановлення ціни на них.

Фінансування державного бюджету протягом 1991–1994 рр. відбувалося за рахунок інфляційних джерел (емісій грошових коштів), внаслідок чого економіка України поступово увійшла в стадію стагнації, яка характеризувалася високими темпами інфляції.

У 1995 р. вперше фінансування державного бюджету було здійснено шляхом емісії внутрішніх державних облігацій, строки обігу ОВДП визначені в 91, 182, 273 і 364 дні. Облігації були купонними, на пред'явника, номіналом 100 млн крб.

Загалом обсяг розміщення ОВДП у 1995 р. становив майже 293,8 млн грн, середньозважена доходність – 140 % річних (рисунок).

ОВДП характеризувалися високою доходністю. Вони випускалися на нетривалий термін – 1, 3, 6, 9 та 12 місяців, а оскільки облікова ставка НБУ знижувалася, то такі цінні папери були захищені від процентного ризику.

Для підвищення привабливості ОВДП НБУ восени 1995 р. ухвалив Положення про зменшення обсягу обов'язкових резервів, які тримають

---

<sup>3</sup> Про цінні папери та фондовий ринок : закон України від 23.02.2006 № 480-IV.

<sup>4</sup> Там само.

<sup>5</sup> Про затвердження Положення про порядок проведення операцій, пов'язаних з розміщенням облігацій внутрішніх державних позик : постанова Правління Національного банку України від 18.06.2003 № 248.

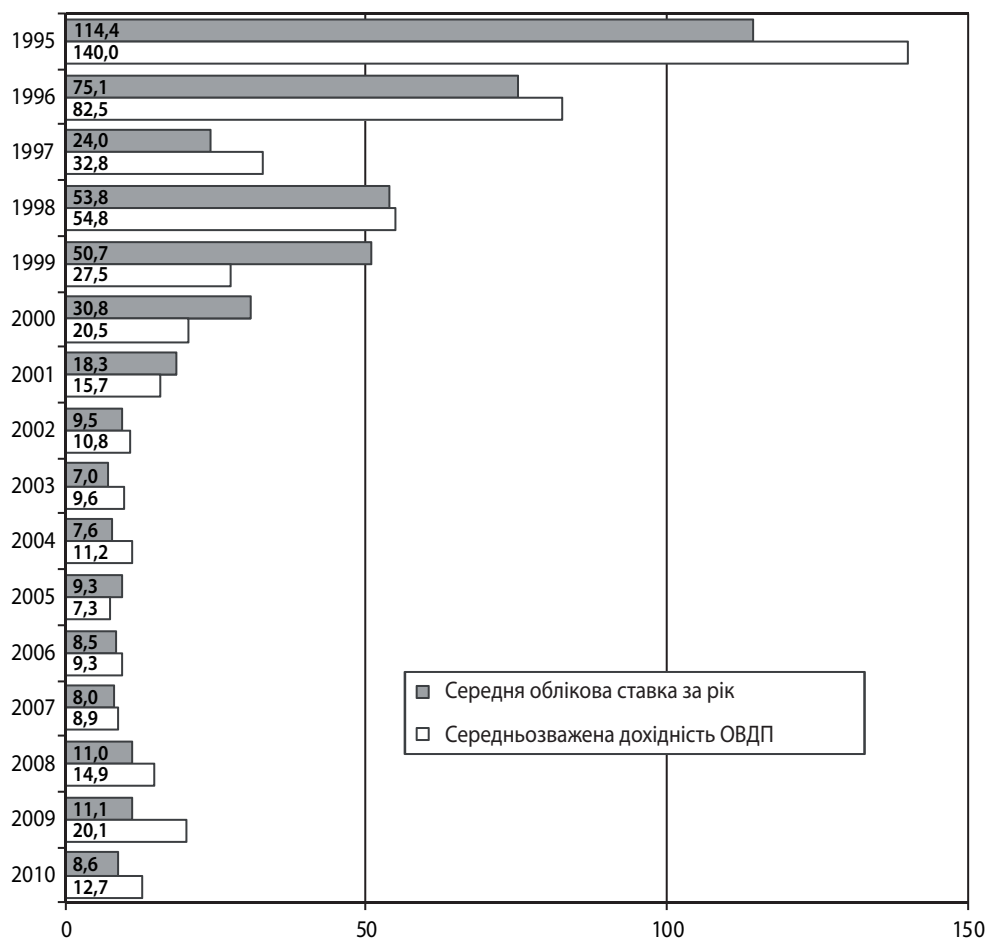


Рисунок. Взаємозв'язок рівня середньої облікової ставки НБУ та середньозваженої дохідності ОВДП

комерційні банки на рахунках НБУ на суму придбаних ОВДП, у 1996 р. введені в дію операції рефінансування, ломбардного кредитування під заставу ОВДП, а пізніше й операції РЕПО з державними облігаціями<sup>6</sup>.

Усі ці процеси, враховуючи і загальний спад прибутковості економіки України, зумовили підвищення попиту з боку банківських установ на ОВДП і перетворення їх у найнадійніший та найпривабливіший інструмент фінансового ринку.

Відносна стабілізація гривні в 1996 р., низькі темпи інфляції, зниження облікової ставки НБУ сприяли розширенню ринку державних цінних паперів України. Були випущені облігації з фіксованим доходом 90 % річних за постійної тенденції зниження облікової ставки до 34 % на кінець 1996 р. У 1996–1997 рр. спостерігається перенесення ваги із такого методу покрит-

<sup>6</sup> Лютий І. О. Грошово-кредитна політика та особливості її реалізації в Україні / І. О. Лютий // Фінанси України. – 2000. – № 1. – С. 23–24.

тя бюджетного дефіциту, як кредити НБУ на державні запозичення і особливо через випуск ОВДП.

Серед інвесторів з'явилися і нерезиденти (їхня частка у 1997 р. досягла 60 % від розміщених облігацій). Поява іноземних інвесторів сприяє припливу валютної виручки на фінансовий ринок України, що, у свою чергу, супроводжується ревальвацією гривні, зростанням валютних резервів НБУ. Але водночас уряд України поставив економіку держави у залежність від динаміки світових фінансових ринків.

Однак для держави такі цінні папери мали й негативний бік: короткі терміни залучення коштів, досить висока вартість, використання цих ресурсів у галузях поточного споживання призвело до того, що ОВДП стали об'єктом спекулятивних операцій та підірвало кредитний рейтинг держави.

При цьому залишився значний первинний дефіцит бюджету, а його рівень стосовно ВВП швидко підвищувався, що призвело до значного збільшення державного боргу. У 1997 р. державний борг зріс на 9,3 млрд грн, або на 43 % і на 1 січня 1998 р. становив 31,1 млрд грн, або 33,6 % ВВП за 1997 р., зокрема державний внутрішній борг – 12,9 млрд грн<sup>7</sup>.

У 1998 р. замість очікуваного економічного зростання і фінансової стабільності в Україні знову спостерігалось падіння ВВП, спад реальних доходів населення, різке знецінення національної валюти за рік на 80 %, зростання інфляції до 20 %, підвищення облікової ставки НБУ і, відповідно, збільшення середньозваженої дохідності ОВДП з 32,8 % у 1997 р. до 52,8 % у 1998 р.

Усе це зумовило втрату інтересу інвесторів до ОВДП і, як наслідок, значне зменшення обсягів розміщень: від 1,2 млрд грн, що надійшли до державного бюджету в липні 1998 р., до 750 млн грн у вересні 1998 р.<sup>8</sup>

Тому в 1998 р. на ринку ОВДП відбувся дефолт, внаслідок чого “старі” облігації були обмінені на конверсійні ОВДП (КОВДП), що привело до зниження тиску з погашення боргів на бюджет та деяке послаблення бюджетної кризи.

Після дефолту уряд намагався здійснити заходи, спрямовані на відновлення рейтингу ОВДП та їхньої ролі на фінансовому ринку України. Лише з 2002 р. вдалося ліквідувати негативні наслідки дефолту та зумовити подальший розвиток ринку державних цінних паперів. Ринок ОВДП став стабільнішим, істотно зменшилася середньозважена дохідність облігацій (10,8 %), фактично були зведені нанівець спекулятивні операції з ОВДП на вторинному ринку.

У 2003 р. середньозважена дохідність ОВДП дорівнювала 9,6 %, а облігацій зовнішньої державної позики – 7,7 %. У 2004 р. ці показники становили 11,2 та 6,2 % відповідно; у 2005 р. – 7,2 та 4,9; у 2006 р. – 9,3 та 5,1; у 2007 р. – 8,9 та 6,2; у 2008 р. – 14,9 %, а ОЗДП не випускалися.

---

<sup>7</sup> Офіційний сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.minfin.gov.ua>.

<sup>8</sup> Там само.

Порівняно висока вартість ОВДП була викликана низькою їх ліквідністю та відсутністю інтересів інвесторів до середньострокового вкладення фінансових ресурсів. Крім того, фінансові можливості внутрішнього ринку капіталу є досить обмеженими, внаслідок чого план розміщення ОВДП у 2004–2008 рр. не виконувався.

За таких умов Міністерство фінансів України було змушене здійснювати випуск ОЗДП, які супроводжувалися значними валютними ризиками. Цю тенденцію наочно засвідчила ситуація фінансового ринку 2008 р. Якщо приріст обсягу державних боргових зобов'язань (у гривневому еквіваленті) за рахунок зростання курсів іноземних валют у 2007 р. становив 23,1 %, то в 2008 р. – 53 %, або 1,2 млрд та 31,4 млрд грн відповідно<sup>9</sup>.

В аналогічних пропорціях збільшилися також і платежі з обслуговування боргу, номінованого в іноземних валютах. Тому внаслідок зростання попиту на валюту з боку уряду поглиблювалися кризові явища на фінансовому ринку.

Разом з валютними підвищилися також процентні ризики та ризики рефінансування боргу, оскільки вони впливають на виконання державою своїх зобов'язань, стабільність та економічну незалежність держави. За таких умов особливу увагу було зосереджено на вдосконаленні внутрішнього ринку державних цінних паперів для подальшого їх залучення державою.

Внаслідок цього Кабінет Міністрів України ухвалив Концепцію розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2009–2013 рр., спрямовану на реформування первинного ринку державних цінних паперів.

Метою розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів є зниження вартості державних запозичень за мінімізації ризиків, створення умов для активізації вторинного ринку державних цінних паперів і розбудова ліквідного, чітко структурованого фінансового ринку України загалом<sup>10</sup>.

Головними завданнями Концепції є такі:

- забезпечення можливості мобілізації необхідних коштів для виконання державою функцій та здійснення платежів за державним боргом;
- фінансування потреб держави з мінімально можливим рівнем витрат у середньостроковій перспективі та за умови мінімізації ризиків;
- оптимізація структури державного боргу в бік збільшення частки державних запозичень на внутрішньому ринку за видами ставок і строками запозичення.

Відповідно до Концепції запроваджується механізм ринкового ціноутворення під час розміщення державних цінних паперів для врахування інтересів інвесторів. Тобто вартість облігацій встановлюється в процесі аукціонного продажу, що проводить НБУ згідно із заявками первинних дилерів.

За таких нововведень середньозважена дохідність облігацій становила 20,1 % у 2009 р. проти 14,9 % у 2008 р. Як бачимо з рисунка, ця величина

---

<sup>9</sup> Офіційний сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.minfin.gov.ua>.

<sup>10</sup> Концепція розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2009–2013 роки : розпорядження Кабінету Міністрів України від 25.03.2009 № 316-р.

визначалася залежно від реального фінансового стану ринку і коливалася відповідно до облікової ставки НБУ.

Загалом у 2009 р. внаслідок розміщення ОВДП до Державного бюджету України було залучено 18,8 млрд грн, а з урахуванням ОВДП, випущених на цілі рекапіталізації та реструктуризації залишку заборгованості уряду перед НБУ, ця сума становила 74,5 млрд грн, тоді як у 2008 р. обсяг первинного розміщення ОВДП дорівнював 9,8 млрд грн<sup>11</sup>.

На підставі проведеного аналізу можна зробити такі висновки.

Особливістю державного боргу України є значне переважання у його структурі частки зовнішніх зобов'язань. Середньозважена дохідність ОВДП характеризується спадною динамікою, що у підсумку сприяє зменшенню вартості державних запозичень. На позичковому ринку простежується тенденція до збільшення строковості державних цінних паперів.

Протягом попередніх років боргова політика в Україні була спрямована на забезпечення повноцінного фінансування державного бюджету і меншою мірою бралися до уваги наслідки боргу для економіки країни. Формування боргової стратегії України на сучасному етапі має відбуватися з урахуванням впливу боргу на макроекономічну і фінансову стабільність національної економіки, стратегічні цілі використання залучених ресурсів державою, оптимізацію платіжного балансу, забезпеченість фінансування бюджетними ресурсами найважливіших функцій життєдіяльності держави тощо.

Слід пам'ятати, що борги держави економічно виправдані лише тоді, коли сприяють збільшенню майбутніх доходів, що дає змогу в майбутньому погасити основну суму боргу та відсотки за ним.

### **Література**

1. Бюджетна політика у контексті стратегії соціально-економічного розвитку України : у 6 т. / редкол.: М. Я. Азаров (голова) та ін. – Т. 1 : Пріоритети бюджетної політики та економічне зростання в Україні / М. Я. Азаров, Ф. О. Ярошенко, В. М. Геєць (кер. авт. кол.) та ін. – К. : НДФІ, 2004. – 640 с.
2. Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин / Т. П. Вахненко. – К. : Фенікс, 2006. – 536 с.
3. Лондар С. Л. Формування системи первинних дилерів в Україні / С. Л. Лондар, В. Й. Башко // Фінанси України. – 2010. – № 3. – С. 61–64.
4. Найденов В. С. Инфляция и монетаризм. Уроки антикризисной политики / В. С. Найденов, А. Ю. Сменковский. – К. : ОАО БЦКФ, 2003. – С. 12–13.

---

<sup>11</sup> Офіційний сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.minfin.gov.ua>.