

*Процько О.В.,  
аспірант ДУ „Інститут економіки та  
прогнозування НАН України”, м.Київ*

## **ОСОБЛИВОСТІ КОН'ЮНКТУРИ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

*В статті приведений аналіз особливостей кон'юнктури ринку державних цінних паперів та їх вплив на формування державної політики по ринковим запозиченням.*

*В статье приведенный анализ особенностей конъюнктуры рынка государственных ценных бумаг и их влияние на формирование государственной политики по рыночным заимствованиям.*

*In the article the resulted analysis of features of the state of affairs of market of state securities and their influence is on forming of public policy for market borrowing.*

*Постановка проблеми.* Основним завданням ринку державних цінних паперів (ДЦП) є залучення державою фінансових ресурсів з фінансового ринку на умовах платності, строковості та повернення. Загалом даний механізм вважається аналогічним до акумулювання фінансових ресурсів комерційними підприємствами.

Втім, через специфіку емітента даних цінних паперів, специфіку побудови та функціонування вирізняє даний ринок з поміж інших сегментів фінансового ринку.

*Аналіз останніх досліджень і публікацій.* В Україні темі функціонування як фінансового ринку і цілому, так і ринку ДЦП приділялася значна увага в роботах О.Барановського, Т.Вахненко, О.Гаврилюка, Г.Кучер, І. Лютого, І.Луніна, Н.Приказнюка, Р.Рака. В них ринок ДЦП досліджується як важливий елемент політики управління державним боргом. Також варто виділити останні роботи О. Барановського про дослідження кризових явищ фінансових систем в яких досліджується природа фінансових та економічних криз, їх основні елементи та різновиди.

*Невирішені частини проблеми.* В даній статті основна увага приділена дослідженню ринку ДЦП саме з позиції вивчення його кон'юнктури як особливого сегмента фінансового ринку, а не як складової системи управління державним боргом чи окремого механізму акумулювання фінансових ресурсів державою.

*Метою дослідження є вивчення передумов та наслідків порушення ринкової кон'юнктури на ринку державних цінних паперів.*

*Основні результати дослідження.* Основна функція ринку державних цінних паперів у широкому розумінні зводиться до

збалансування попиту та пропозиції на такі фінансові інструменти як державні цінні папери. Поряд з тим, сама інституціональна структура та правове регулювання ринку ДЦП має ряд відмінних рис від інших секторів фінансового ринку, урахування яких є вкрай важливим при плануванні боргової політики держави. В даному дослідженні ми розглянули особливості кон'юнктури ринку ДЦП.

Кон'юнктура ринку – сукупність умов, які характеризують співвідношення попиту і пропозиції на певні товари й послуги. Основними елементами ринку державних цінних паперів є: попит, пропозиція, ціна рівноваги та конкуренція.

Пропозиція. Функція пропозиції на ринку ДЦП в короткостроковому періоді є схожа за характером до функції пропозиції на всьому фінансовому ринку. При зростанні ціни на фінансові ресурси привабливість отримання грошових фондів через механізм ринку знижується, а перевага таким засобам скорочення бюджетного дефіциту як секвестрування видатків, отримання фінансової допомоги від міжнародних організацій, тощо. При зниженні ціни держава отримує можливість не тільки перекрити бюджетний дефіцит, знизити податкове навантаження, здійснити інвестиційні проекти, а й акумулювати додаткові грошові кошти для управління своїм боргом. Таке управління передбачає рефінансування погашених запозичень, викуп раніше розміщених ДЦП, тощо.

Втім, функція пропозиції на ринку ДЦП має і дві суттєві відмінності. По-перше, це граничний обсяг залучень. Максимальний обсяг пропозиції на ринку ДЦП регламентується законодавством [1] (в Україні, перш за все, ЗУ «Про державний бюджет України на .... рік) та часто є важливою зобов'язальною частиною міжнародних договорів. Окрім того, на ринку присутній один учасник, що робить ринок більш передбачуваним для інвесторів і надмірне зростання пропозиції значно підвищує ризик негативних очікувань інвесторів.

По-друге, визначена є нижня межа активності держави на ринку ДЦП. Це пов'язано з необхідністю підтримки ринкової інфраструктури. Якщо держава в певний момент з макроекономічних причин (наприклад утворення бюджетного профіциту наслідок погавлення ділової активності) припиняє здійснювати випуск цінних паперів, то частина інвесторів будуть вкладати грошові кошти у інші фінансові інструменти, а посередники почнуть переорієнтовуватися на інші сфери діяльності. Таким чином, при виникненні потреби у додаткових фінансових ресурсах держава отримає зростання їх вартості за рахунок:

а) зростання вартості послуг посередників та організацій інфраструктури;

б) зниження конкуренції покупців цінних паперів.

Важливим з огляду дослідження пропозиції ринку ДЦП є і портфель фінансових інструментів, що на ньому пропонується. Залежно

від поточного стану ринку, уряд може прийняти рішення про розширення типів емітованих державних цінних паперів у розрізі строків обігу, способу погашення, способу нарахування доходу та ін. При цьому зростають як обсяги попиту, що може задовольнити держава (через врахування специфічних інтересів ринку, наприклад залучення фізичних осіб), так і вартість залучення фінансових ресурсів (витрати на адміністрування емісії та ризикова надбавка інвестора за зниження ліквідності цінного паперу). Наприклад, в Україні в 2009 році була спроба розмістити казначейські зобов'язання, у 2010 році – ПДВ-ОВДП, а починаючи з січня 2011 року ДАДО (довгострокові амортизовані держоблігації) та ДДОДП (довгострокові держоблігації з достроковим погашенням)[2].

Таким чином емітент державних цінних паперів, створюючи пропозицію ДЦП ставить перед собою наступні цілі:

- акумулювання необхідної кількості фінансових ресурсів;
- мінімізація вартості фінансових ресурсів;
- мінімізація курсових та валютних ризиків;
- забезпечення платоспроможності.

Попит. Попит на ринку державних цінних паперів формується під дією двох основних груп факторів: загальноекономічних та специфічних.

Загальноекономічні фактори є спільними для кон'юнктури всього фінансового ринку конкретної країни. Це темпи інфляції, рівень валютних ризиків, наявність альтернативних ринків інвестування, рівень системних ризиків та ін. На даній групі ризиків ми не будемо зупинятися.

Специфічні фактори формування попиту залежать від структури інвесторів на ринку та їх цілей на ньому. Окремо розглянемо групи учасників ринку ДЦП які створюють попит на його фінансові інструменти і основні їх цілі на ринку.

Попит на ринку державних цінних паперів доцільно розподілити на первинний – попит маркетмейкерів (або первинних дилерів) та вторинний, що забезпечує ліквідність фінансового інструменту на ринку.

Первинний попит формується виключно первинними дилерами на основі поточного попиту на вторинному ринку, прогнозів ситуації на ринку державних цінних паперів та власних потреб.

Вторинний попит формується безпосередньо кінцевими покупцями державних цінних паперів. Їх можна розподілити на п'ять основних груп відповідно до основних цілей та характеристики попиту :

Інституційні інвесторів – інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, фонди банківського управління, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, - також за рахунок залучених від інших осіб фінансових

активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів[3].

Цілі даної групи поділяються на:

- спекулятивні (отримання прибутку від курсових коливань валюти ДЦП, від купівлі ПДВ-ОВДП у підприємств і т.п.);
- ощадні (збереження грошових фондів з мінімально можливим ризиком, в тому числі і при необхідності диверсифікувати інвестиційний портфель);
- технічні (виконання норм законодавства у частині структури фінансових активів фінансово-кредитних установ, тощо).

Фізичні особи. Основною метою даної групи інвесторів на ринку ДЦП є збереження купівельної спроможності заощаджень у короткостроковому та середньостроковому періоді. Висока частка попиту фізичних осіб на ринку ДЦП припадає на фінансові інструменти з індексованою доходністю.

Корпоративні інвестори – юридичні особи інші ніж інституційні інвестори. Вони є найменш активними суб'єктами на ринку. В Україні, як правило, попит даних суб'єктів виникає при розміщенні ПДВ-ОВДП, тобто основна мета даного типу інвестора – мінімізувати втрати від неповернення ПДВ. Даний попит є нестабільним, короткостроковим, здебільшого викликаний адміністративними заходами.

Участь держава на вторинному ринку ДЦП зумовлена необхідністю досягнення таких цілей:

- проведення грошово-кредитної політики. НБУ за допомогою операцій на відкритому ринку здійснює вплив на короткострокову відсоткову ставку на фінансовому ринку, та на пропозицію грошей;
- управління величиною та структурою державного боргу. Через викуп ДЦП з ринку, можливо оптимізувати структуру державного боргу за обсягами погашення, зменшити обсяги фінансових ресурсів що необхідні для його обслуговування, тощо.
- управління ринком державних цінних паперів диверсифікація та управління ліквідністю. Залежно від політики управління ринком ДЦП можуть бути розміщені або цінні папери з різними параметрами випуску, що враховують потреби якомога більшого кола інвесторів, так і проведена уніфікація ринку, викуп нестандартних цінних паперів для підвищення загального ступеня його ліквідності.
- програми довгострокового стимулювання економіки та підтримання стабільності фінансової системи.

Нерезиденти. Загалом відзначаються створенням спекулятивного попиту як на ринку ДЦП, так і на валютному ринку. Отримують свій прибуток як за рахунок вищих відсоткових ставок на внутрішньому ринку ДЦП та відсоткових ставках на фінансовому ринку країни-нерезиденту, так і на різниці валютних курсів двох даних країн.

Ще один фактор, що впливає на попит ринку є очікування його учасників. Якщо кожен учасник ринку очікує, що інші учасники ринку перестануть купувати державні цінні папери, то і він почне виходити з ринку, тим самим справджуючи свої очікування. Найбільш типовою дана проблема є при рефінансуванні державного боргу через емісію нових цінних паперів.

Наступним елементом ринку ДЦП, що ми розглянули є конкуренція. На ринку ДЦП присутні два види конкуренції: конкуренція посередників (первинних дилерів) та конкуренція покупців. Конкуренції емітентів в чистому виді на ринку ДЦП не існує. Вона проявляється тільки у вигляді конкуренції із іншими сегментами фінансового ринку, отже виходить за рамки даного дослідження.

Результатом конкуренції первинних дилерів при первинному розміщенні є зниження його вартості, звуження спредів, на вторинному – зниження розміру комісійних та інших видів витрат по операціях з державними цінними паперами.

З іншого боку, інститут первинних дилерів представляє собою олігополію. Тобто, основний їх дохід виникає внаслідок отримання виключного права посередництва між ринком та державою. Відповідно існує і ймовірність змови первинних дилерів як щодо первинного розміщення ДЦП (штучного зниження ціни ДЦП), так і стосовно комісії за операції на вторинному ринку.

Конкуренція покупців на ринку державних цінних паперів загалом не має особливих специфічних рис. При зростанні попиту на певний вид фінансового інструменту відбувається і зростання ціни на нього. Втім, таке підвищення ціни не завжди означає зниження вартості фінансових ресурсів для держави, адже зростання такого попиту може бути задоволене і силами вторинного ринку.

Під дією конкуренції, як вже було зазначено вище, на ринку державних цінних паперів відбувається урівноваження попиту і пропозиції у точці рівноважної ціни. Детальніше зупинимось на властивостях ціни на ринку ДЦП, а саме її зв'язку з якісним параметром рівноважного стану ринку – строку запозичень. При характеристиці фінансових інструментів динаміка їх строків обігу і вартості є однонаправленою. Тобто, при зростанні строків залучення фінансових ресурсів, зростають його ризики, що в свою чергу призводить до зростання доходності. В той же час дані параметри при характеристиці стану ринку державних цінних паперів мають протилежну динаміку.

Розглянемо дану тенденцію на прикладі запозичень на ринку ОВДП України за 2002-2010рр (рис.2).

Для перевірки гіпотези використаємо коефіцієнт лінійної кореляції Пірсона:

$$r_{xy} = \frac{\sum_{i=1}^n |(x_i - \bar{x}) \cdot (y_i - \bar{y})|}{(n-1) \cdot \sigma_x \cdot \sigma_y} \quad (1)$$

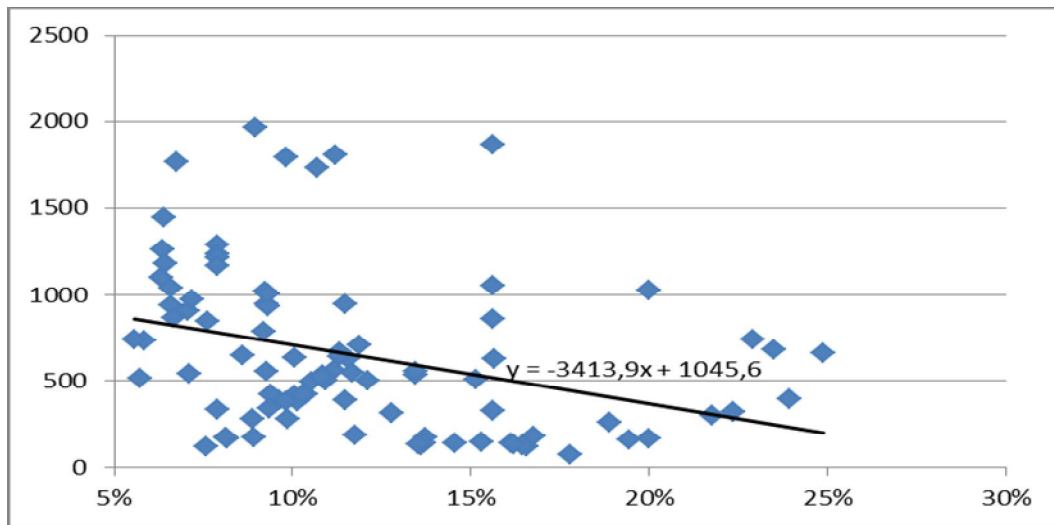


Рис.2 Помісячний аналіз вартості та строковості запозичень на ринку ОВДП України у 2002-2010рр[4].

Критичне значення коефіцієнта Пірсона для двосторонньої кореляції та рівня значущості 0,1 складає 0,2645. Розрахунковий коефіцієнт Пірсона становить -0,3449. Це означає, що існує тісний обернений взаємозв'язок між середньою ставкою дохідності на ринку та строком залучення фінансових ресурсів. Зниження системних ризиків фінансової системи, призводить як до зниження середньої відсоткової ставки, так і до відповідного зростання строків кредитування. Отже, ціна на ринку фінансових ресурсів є не лише вартісним показником, а і свого роду показником рівня ризику на ринку.

Втім, як було зазначено вище, попит, пропозиція і конкуренція на ринку ДЦП мають ряд особливостей, що перешкоджають ринковому ціноутворенню. В даному випадку говорять про кризу на ринку. Під кризою розуміється різке погіршення стану фінансового ринку внаслідок реалізації накопичених ризиків під впливом внутрішніх та зовнішніх чинників, що спричиняє порушення його функціонування, зниження цінних показників, погіршення ліквідності й якості фінансових інструментів, банкрутство учасників[5].

Якщо виходити з даного визначення кризи, то проявом кризи є неможливість ринком виконувати всі, або кілька своїх основних функцій, найголовніша з яких є урівноваження попиту та пропозиції. Вихід з даного стану ринку ДЦП також значно ускладнений через особливості його функціонування та ролі у фінансовій системі національної економіки.

*Висновки.* Таким чином, як показало дане дослідження, хоча і залучення державою фінансових ресурсів через випуск цінних паперів

базується на ринкових засадах, однак низка його особливостей знижує ефективність дії ринкового механізму. Серед таких особливостей варто виділити:

- держава, є одночасно і регулятором і найбільшим учасником (і як покупець, і як продавець) ринку державних цінних паперів. Вирішення таких питань як погашення заборгованості ПДВ, рефінансування банківських установ, монетизація бюджетного дефіциту вкрай негативно відбивається на кон'юнктурі ринку державних цінних паперів;

- операції держави на ринку є складовою грошово-кредитної та фіскальної політик, що також накладає обмеження на обсяги по проведенню розміщень державних цінних паперів;

- інститути первинних дилерів, з одного боку, повинні підвищити ліквідність ринку та підняти рівень конкуренції на ньому, а з іншого можуть перебувати під адміністративним впливом (особливо це стосується державних банків) або бути у змові щодо здійснення операцій на ринку. Тому необхідним є існування ефективної системи добору, нагляду та ротатції первинних дилерів;

- ринок ДЦП є достатньо чутливим до спекулятивного попиту нерезидентів, що з одного боку підвищує ліквідність ринку, а з іншого призводить до тиску на валютний курс національної грошової одиниці;

- обсяг попиту на ДЦП також в значній мірі залежить від показників ліквідності цінних паперів та кількості їх типів та умов розміщень (уніфікація фінансових інструментів збільшує ліквідність ринку, але може не враховувати інтересів певних груп інвесторів, які вийдуть з ринку) ;

- питання конкуренції на первинному та вторинному ринку між первинними дилерами та на вторинному ринку між покупцями також є критичним для нормального ринкового механізму.

Посилення дії даних ризиків призводить до руйнації ринкового механізму розміщення державних цінних паперів, що спочатку проявляється через зростання ціни на цінні папери, потім до втрати рівня дохідності ДЦП економічного змісту (коли єдиним покупцем ДЦП стає сама ж держава, наприклад у особі НБУ), а з рештою і до повної недовіри до даних фінансових інструментів з боку інвесторів.

Подальшого ж вивчення даного питання буде здійснене при розгляді системи управління ризиками на ринку державних цінних паперів.

*Використані джерела інформації:*

1. Бюджетний Кодекс України від 21 липня 2001 // <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2542-14>. - № 2542-III
2. Постанова Кабінету Міністрів України «Про випуск облігацій внутрішніх державних позик» від 31 січня 2001 // <http://uazakon.com/document/spart34/inx34828.htm>. - №80
3. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 // <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>. - №3480-IV
4. За даними НБУ. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/Fin\\_ryn/OVDP/OVDP\\_mis.xls](http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/OVDP/OVDP_mis.xls)

5. Ковалев В.В. Система предупреждения валютного и финансового кризиса в условиях глобализирующейся экономики: Автореф. дис. на соискание ученой степени канд. экон. наук: спец. 08.00.14 – Мировая экономика / В.В. Ковалев. – М., 2007. – 23 с.

\*\*\*

УДК 332.1 : 330.322.01 (075.8)

**Рожманов В. В.,**  
*аспірант кафедри державних та місцевих фінансів*  
*Академії муніципального управління, м. Київ*

## **ІНВЕСТИВАННЯ ГАЛУЗІ МАШИНОБУДУВАННЯ: ІСТОРІЯ СТАНОВЛЕННЯ ТА НАПРЯМИ РОЗВИТКУ**

*Розглянуто етапи становлення національної системи здійснення інвестицій на прикладі машинобудівної галузі. Визначено основні труднощі підтримки сталого режиму інвестиційних відносин. Запропоновано напрями покращення інвестиційного клімату в галузі машинобудування.*

*Рассмотрены этапы становления национальной системы осуществления инвестиций на примере машиностроительной отрасли. Определены основные трудности сохранения устойчивого режима инвестиционных отношений. Предложены направления улучшения инвестиционного климата в отрасли машиностроения.*

*The stages of the formation of a national system of investing in the example of the engineering industry. Identifies the key challenges of sustainable conservation regime of investment relations. Directions to improve the investment climate in the machinery industry.*

**Постановка проблеми.** Побудова постсоціалістичної системи інвестиційних відносин в Україні розпочалася одразу після розпаду СРСР та здійснювалася на непристосованій економічній базі за відсутністю кадрів у сфері інвестицій. На той час у суспільному житті мала місце потужна мотивація необхідності реформ, але їй відповідав недосконалий господарський механізм економіки, в якому тенденції розпаду переважали над якісними перетвореннями. Перші інвестиційні кроки породили серед практиків господарювання жвавий інтерес до цього ринкового механізму. Але усталеної інвестиційної практики при цьому ще не склалося, тому підприємства з найбільш складними технологіями виробництва опинилися в скрутному становищі. Сучасна господарська практика та отриманий досвід інвестування диктують необхідність наукового визначення етапів та основних перешкод на шляху сталого інвестиційного розвитку галузі.

*Аналіз останніх досліджень і публікацій.* Питанням інвестицій присвячено багато праць [1]. Організаційну основу для інвестування складають нормативні акти - Закони України «Про інвестиційну діяльність» [2], «Про підприємництво» [3], «Про господарські товариства»