

Л.В. Могилко (Київський національний університет
імені Тараса Шевченка, Україна)

ОСОБЛИВОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ ВНУТРІШНЬОГО РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ В СУЧАСНИХ УМОВАХ

У статті розглянуто особливості функціонування внутрішнього ринку державних цінних паперів України в умовах світової економічної кризи. На основі проведеного дослідження визначено перспективні напрямки розвитку вітчизняного ринку державних цінних паперів.

Ключові слова: світова фінансова криза, державні запозичення, облігації внутрішньої державної позики, дефіцит державного бюджету.

Табл. 3. Літ. 10.

Л.В. Могилко (Киевский национальный университет
имени Тараса Шевченко, Украина)

ОСОБЕННОСТИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ВНУТРЕННЕГО РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ УКРАИНЫ В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ

В статье рассмотрены особенности функционирования внутреннего рынка государственных ценных бумаг Украины в условиях мирового экономического кризиса. На основе проведенного исследования определены перспективные направления развития отечественного рынка государственных ценных бумаг.

Ключевые слова: мировой финансовый кризис, государственные заимствования, облигации внутреннего государственного займа, дефицит государственного бюджета.

L.V. Mogylko (Kyiv National University of Taras Shevchenko, Ukraine)

FUNCTIONING PECULIARITIES OF UKRAINE'S INTERNAL MARKET OF PUBLIC SECURITIES UNDER CURRENT CONDITIONS

The article considers the peculiarities in functioning of the internal market of public securities in Ukraine under conditions of the global economic crisis. On the basis of the carried out study the prospective directions for the development of the national market of public securities are determined.

Keywords: global financial crisis; government borrowing; public bonds; state budget deficit.

Постановка проблеми. В сучасних умовах випуск внутрішніх державних цінних паперів посідає важливе місце у фінансовій діяльності держави. Так, наявність у країні розвинутого ринку внутрішніх державних цінних паперів дає змогу державі фінансувати дефіцит державного бюджету і забезпечувати виконання економічних і соціальних функцій шляхом емісії середньо- та довгострокових облігацій, що не супроводжується зростанням грошової маси і не спричиняє інфляції. Випуск короткострокових облігацій внутрішньої позики забезпечує безперервне фінансування державних видатків за умов несвоєчасного надходження бюджетних коштів та є інструментом грошово-кредитного регулювання. Також розвинений ринок внутрішніх державних цінних паперів забезпечує суб'єктів господарювання високоліквідними і низькоризикованими фінансовими інструментами, а дрібних власників капіталу – додатковими

можливостями у сфері інвестування заощаджених коштів, що стимулює розвиток фінансових інститутів і дозволяє перерозподіляти кошти економічних суб'єктів на фінансування пріоритетних для економіки країни проектів. З огляду на це важливим є дослідження особливостей функціонування внутрішнього ринку державних цінних паперів України та визначення перспективних напрямків його розвитку.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питанням розвитку ринку державних цінних паперів присвячено праці таких вчених-економістів, як: С. Боринець [1], З. Варналій [3], Т. Вахненко [4; 5], С. Марченко [3], Р. Рак [8] та багатьох інших. Незважаючи на досягнення зазначених вчених, особливості функціонування вітчизняного внутрішнього ринку державних цінних паперів в умовах світової економічної кризи потребують подальшого вивчення.

Мета дослідження. Дослідження особливостей функціонування внутрішнього ринку державних цінних паперів України в сучасних умовах та визначення подальших перспектив його розвитку.

Основні результати дослідження. Ринок внутрішніх державних цінних паперів України розпочав своє функціонування у 1995 р., коли вперше були емітовані облігації внутрішньої державної позики (ОВДП) [1]. Запровадження механізму використання державних цінних паперів дозволило залучати для фінансування дефіциту державного бюджету неемісійні кошти, значно знижуючи таким чином інфляційний тиск дефіциту бюджету на економіку. Поступово державні цінні папери почали займати одне з провідних місць в регулюванні грошово-кредитного ринку.

Сучасний етап розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів характеризується подальшою активізацією діяльності держави на вітчизняному ринку ОВДП, що насамперед зумовлено виникненням світової фінансової кризи. Так, у результаті виникнення фінансових негараздів на світових ринках становище іноземних інвесторів і кредиторів опинилося під загрозою. У зв'язку з виникненням збитків і проблем з ліквідністю ці організації були змушені переглядати свій інвестиційний портфель та переводити активи в бік підвищення ліквідності та надійності. Україна як об'єкт інвестування була далеко не на першому місці ані за надійністю, ані (враховуючи проблеми банків) за ліквідністю, тому іноземні інвестори та кредитори почали швидко виводити капітали з різних секторів економіки країни. В подальшому до іноземних інвесторів приєдналися і вітчизняні.

Фінансова криза у багатьох розвинутих країнах і зменшення схильності інвесторів до прийняття ризиків негативно позначилися на вартості й обсягах зовнішнього фінансування країн з ринками, що формуються, до яких належить і Україна. За 9 місяців 2008 р. міжнародні інвестиційні фонди, які спеціалізуються на інвестиціях в економіку з ринками, що формуються, вивели з них 32,5 млрд. дол. США, тоді як у січні-вересні 2007 р. було вкладено 20,6 млрд. дол. США [5, 3].

У кризових умовах при закритті ринків зовнішніх запозичень, за рахунок випуску зовнішніх боргових зобов'язань держава може залучити ресурси для стабілізації економіки за рахунок:

- скорочення офіційних валютних резервів;

- отримання позик міжнародних фінансових організацій;
- залучення ресурсів на внутрішньому ринку за допомогою випуску державних цінних паперів [4, 18].

Очевидно, що опора на перші два механізми не потребує радикальних змін економічної політики і може дати очікувані результати вже у короткостроковому періоді. Проте побічними наслідками такої політики виступатимуть підвищення вразливості економіки до дії зовнішніх шоків і виникнення нової спіралі «інфляція – девальвація – дестабілізація» у випадку повторення спекулятивних атак на національну валюту. Крім того, у випадку України не було накопичено достатнього обсягу офіційних валютних резервів. Тому найбільш ефективним у короткостроковій перспективі було залучення ресурсів на внутрішньому ринку за допомогою випуску облігацій внутрішньої державної позики, що й здійснював уряд України.

Через світову фінансову кризу, з одного боку, і погіршення економічної ситуації в Україні – з іншого, уряд частково переорієнтувався на внутрішні запозичення. Звичайно, в умовах зниження кредитного рейтингу ОВДП і переходу його до категорії високого ризику спекулятивного класу перевага надавалась розміщенню середньо- та довгострокових ОВДП з вищою, порівняно з минулими періодами, дохідністю.

У результаті з 2008 р. починає зростати обсяг коштів, залучених від розміщення ОВДП. Так, за 2009 р. він склав 74,53 млрд. грн., що майже в 19,5 раза перевищує обсяг коштів, залучених від розміщення ОВДП у 2007 році. Зростає відповідно і частка коштів, залучених від розміщення ОВДП у ВВП країни – з 0,5% у 2007 р. до 8,15% у 2009 р. (табл. 1). Такі значні обсяги коштів від розміщення ОВДП уряду України вдалося залучити за допомогою підвищення ставок їх дохідності, в результаті чого зріс попит з боку комерційних банків і суб'єктів господарювання. Так, дохідність від ОВДП протягом 2008–2011 рр. коливалася на рівні 10–12%, що в середньому перевищує аналогічний показник за 2005–2007 рр. на 3 в.п. (табл. 1).

Таблиця 1. Обсяги розміщення ОВДП в Україні протягом 2005–2011 рр.*

Рік	Сума коштів, залучених від розміщення ОВДП, млрд. грн.	Частка коштів, залучених від розміщення ОВДП у ВВП країни, %	Середньозважена річна дохідність ОВДП, %	Середньорічні темпи інфляції, %
2005	7,15	1,62	7,25	13,5
2006	1,60	0,29	9,26	9,1
2007	3,62	0,50	8,72	12,8
2008	23,54	2,48	11,86	25,2
2009	74,53	8,15	12,21	12,4
2010	70,66	6,45	10,39	9,1
2011	50,26	3,82	9,17	8,0

* складено за даними [2; 7; 9].

Зростання дохідності ОВДП, у свою чергу, було зумовлено декількома чинниками.

По-перше, в умовах світової фінансової кризи спостерігається обмеження джерел отримання кредитних ресурсів на міжнародному ринку капіталів, особливо для країн з економікою, що розвивається.

По-друге, заниження міжнародних кредитних рейтингів України майже всіма міжнародними агентствами з «ВВ» до «ВВ-» за довгостроковими зобов'язаннями та з «ВВ» до «В» – за короткостроковими, а також погіршення прогнозу із «стабільного» на «негативний», що було зумовлено негараздами у банківській і валютній сферах країни і подальшим зростанням ризиків інвестування у торгові державні зобов'язання [10].

По-третє, високий рівень внутрішньої інфляції (25,2% у 2008 р.), послаблення обмінного курсу гривні щодо долара США та інерційно низький рівень відсоткових ставок зробили ОВДП менш привабливими як для іноземних, так і вітчизняних інвесторів. Врешті-решт, уряд був змушений переглянути відсоткову політику щодо ОВДП з метою наближення її формування до ринкових принципів.

Окрім зростання загального обсягу коштів, залучених від розміщення ОВДП, зростає також обсяг коштів від розміщення ОВДП, залучених для фінансування дефіциту державного бюджету. Зокрема, у 2010 р. залучено до бюджету 40,42 млрд. грн., що в 11 разів більше за показник 2007 року. Таке зростання пов'язане зі щорічним збільшенням обсягу дефіциту державного бюджету та необхідністю його фінансування. Так, дефіцит державного бюджету у 2007 р. становив 17,3 млрд. грн., а вже у 2010 р. – 52,8 млрд. грн. Як наслідок, частка коштів, залучених від розміщення ОВДП у дефіциті державного бюджету, зростає з 20,9% у 2007 р. до 76,6% у 2010 році. Разом з тим, незважаючи на зниження обсягу дефіциту державного бюджету у 2011 р. до 35,3 млрд. грн., частка коштів, залучених від розміщення ОВДП для фінансування дефіциту державного бюджету, склала майже 83% (табл. 2).

Таблиця 2. Показники дефіциту державного бюджету і його фінансування за рахунок випуску ОВДП*

	Дефіцит державного бюджету, млрд. грн.	Сума коштів, залучених від розміщення ОВДП для фінансування дефіциту державного бюджету, млрд. грн.	Частка коштів, залучених від розміщення ОВДП у дефіциті державного бюджету, %
2005	11,27	7,15	63,44
2006	12,68	1,6	12,62
2007	17,34	3,62	20,87
2008	21,28	9,77	45,92
2009	28,85	18,84	65,31
2010	52,75	40,42	76,62
2011	35,34	29,32	82,96

* складено за даними [7; 10].

Розглядаючи структуру коштів, залучених до бюджету від розміщення ОВДП за строками обігу, слід зазначити, що найбільшим попитом протягом даного етапу користувались ОВДП строком обігу до 1, 2 та 3 років. Так, у структурі коштів, залучених до бюджету від розміщення ОВДП за строками обігу, вони займають найбільшу частку: разом близько 60% у 2008 р., за 2009–2011 рр. – близько 85–93%. Частка довгострокових ОВДП (понад 5 років) є досить незначною – до 6% (табл. 3).

Таке переважання короткострокових і середньострокових ОВДП свідчить, з одного боку, про те, що ОВДП випускаються з метою покриття касових

розривів і фінансування дефіциту державного бюджету, з іншого – про небажання інвесторів надавати кошти в борг на тривалий термін, наражаючись при цьому на низку ризиків. Однак у сучасній економіці роль ринку внутрішніх державних запозичень зводиться до засобу фінансування не тільки бюджетного дефіциту, а й економічного розвитку країни. Уряд може залучати кошти під великі суспільно необхідні й водночас рентабельні інвестиційні проекти, але лише на довгостроковій основі. Тому важливим є збільшення частки довгострокових зобов'язань у борговому портфелі уряду, що може бути досягнуто лише при зниженні інфляційних ризиків і підвищенні ступеню платоспроможності держави в очах інвесторів.

Таблиця 3. Структура коштів, залучених до бюджету від розміщення ОВДП за строками обігу ОВДП упродовж 2008–2011 років*

	Строк обігу ОВДП і частка коштів, залучених від їх розміщення, %						Разом
	До 1 року	До 2 років	До 3 років	До 4 років	До 5 років	Понад 5 років	
2008	12,16	10,57	34,90	35,42	6,95	0,00	100,00
2009	66,19	5,60	20,77	0,00	1,94	5,51	100,00
2010	56,70	19,26	16,39	6,43	1,21	0,00	100,00
2011	53,65	16,55	34,19	0,00	9,70	5,91	100,00

* складено за даними [7].

Загалом, серед перспективних напрямів розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів слід виділити:

1. Створення широкого спектру фінансових інструментів, зокрема серед перспективних інноваційних ринкових механізмів фінансування можна виділити:

- запозичення, розміщені в середовищі зарубіжних діаспор;
- запозичення у формі сек'юритизованих майбутніх доходів. Так, операції, що забезпечені майбутніми потоками доходів, структуровані таким чином, щоб платежі не досягали країни-емітента, доки не будуть виконані зобов'язання перед власниками облігацій. Сек'юритизація майбутніх доходів щодо України може мати форму валютних експортних надходжень, плати за надані послуги нерезидентам тощо;

- випуск облігацій, індексованих на темпи економічного зростання, що допоможе розв'язати проблему платоспроможності країни у кризові періоди економічного спаду, коли необхідність обслуговування та погашення боргу суперечить необхідності забезпечувати соціальні платежі. У такому разі купонні платежі за облігаціями, індексованими на темпи економічного зростання, варіюються залежно від показника зростання ВВП, що відображає платоспроможність держави [3, 225];

- встановлення ринкових відсоткових ставок за державними цінними паперами і визначення їх доходності з урахуванням темпів інфляції, зокрема для стимулювання дрібних інвесторів доходність за внутрішніми державними цінними паперами має бути не нижчою за альтернативні види інвестицій [8, 73];

- випуск валютних облігацій внутрішньої державної позики для фізичних осіб, номіналом до однієї тисячі доларів США на термін від 1 до 5 років, у бездокументарній формі або у паперовому вигляді на пред'явника. Для випуску валютних облігацій для фізичних осіб важливим є розширення кількості бан-

ків, через які громадяни зможуть купувати облігації, а також визначення порядку здійснення такої угоди.

2. З метою створення бази потенційних інвесторів важливим є встановлення обов'язкових нормативів розміщення резервів страхових компаній, пенсійних фондів та інших фінансових установ у державні цінні папери.

3. Здійснення державою комплексу заходів економічної політики, зорієнтованого на економічне зростання, підвищення інвестиційної активності, поступове і вчасне погашення й обслуговування державного боргу, забезпечення політичної стабільності, покращення макроекономічних показників, продовження співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями, що дозволить отримати від міжнародних кредитних рейтингових агентств вищі рейтинги інвестиційного класу за борговими зобов'язаннями. Отримання рейтингів інвестиційного класу забезпечить зростання інвестиційної привабливості України на міжнародних ринках капіталу, збільшить приплив іноземного капіталу в країну та дозволить значно знизити ставки дохідності за борговими зобов'язаннями України.

Висновки. Функціонування внутрішнього ринку державних цінних паперів України протягом останніх років характеризується активізацією діяльності держави на вітчизняному ринку ОВДП. Через світову фінансову кризу, з одного боку, і погіршення економічної ситуації в Україні – з іншого, уряд частково переорієнтувався на внутрішні запозичення. Крім того, в умовах зниження міжнародних кредитних рейтингів України внутрішній фінансовий ринок пропонує більш сприятливі умови для розміщення боргових цінних паперів, порівняно з міжнародним. У результаті зростає обсяг коштів, залучених від розміщення ОВДП з 3,62 млрд. грн. у 2007 р. до 23,54 млрд. грн. у 2008 р. і до 70,66 млрд. грн. у 2010 році. Це є цілком позитивною тенденцією, зважаючи на те, що переорієнтація на внутрішні запозичення повною мірою відповідає потребам економічної безпеки та цілям економічної політики. Однак це вимагає від уряду розробки ефективної політики у сфері використання залучених через емісію ОВДП коштів, а також дієвого контролю за їх цільовим витрачанням. Адже лише у такий спосіб стає можливим стимулювання розвитку економіки та забезпечення виконання зобов'язань держави перед інвесторами. Крім того, необхідним є усунення багатьох негативних рис, наявних у функціонуванні вітчизняного внутрішнього ринку державних цінних паперів, що стримують його розвиток, зокрема: нестабільність, недостатній розвиток ринкових інститутів, переважання короткострокових ОВДП тощо. Тому важливим є створення широкого спектру фінансових інструментів, збільшення бази потенційних інвесторів, а також здійснення державою комплексу заходів економічної політики, що дозволить підвищити рейтинги державних цінних паперів України.

1. *Боринець С.Я.* Міжнародні валютно-фінансові відносини: Підручник. – 5-е вид., перероб. і допов. – К.: Знання, 2008. – 582 с.

2. Валовий внутрішній продукт // Національний банк України // www.bank.gov.ua.

3. *Варналій З.С., Марченко С.М.* Ринок суверенних єврооблігацій України: проблеми становлення та перспективи розвитку: Монографія / Держ. податк. адмін. України та ін. – К.: Знання України, 2010. – 311 с.

4. Вахненко Т.П. Особливості формування державного боргу та управління його складовими в період фінансової кризи // Фінанси України.— 2009.— №6. — С. 14—28.
5. Вахненко Т.П. Фінансова криза в Україні фактори, механізми дії, заходи подолання // Фінанси України.— 2008.— №10. — С. 3—21.
6. Динаміка кредитних рейтингів України (боргових зобов'язань) станом на 21 липня 2011 р. // Міністерство Фінансів України // www.minfin.gov.ua.
7. Інформація щодо розміщення ОВДП у 2011 році // Національний банк України // bank.gov.ua.
8. Рак Р.В. Інновації на ринку державних цінних паперів України // Фінанси України.— 2009.— №12. — С. 72—80.
9. Ціни і тарифи // Національний банк України // www.bank.gov.ua.
10. Щомісячний моніторинг основних індикаторів бюджетної та банківської систем України станом на 01.03.2011 // Інститут бюджету та соціально-економічних досліджень // www.ibse.org.ua.

Стаття надійшла до редакції 6.03.2012.

КНИЖКОВИЙ СВІТ



СУЧАСНА ЕКОНОМІЧНА ТА ЮРИДИЧНА ОСВІТА
ПРЕСТИЖНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ УПРАВЛІННЯ

Україна, 01011, м. Київ, вул. Панаса Мирного, 26
E-mail: book@nam.kiev.ua
тел./факс 288-94-98, 280-80-56



Фінансовий менеджмент: Підручник / За наук. ред. д.е.н., проф. М. М. Єрмошенка. — К.: Національна академія управління, 2011. — 506 с. Ціна без доставки — 112 грн.

Авторський колектив: М. М. Єрмошенко, С. А. Єрохін, М. П. Денисенко, О. А. Кириченко, О. І. Соскін, К. С. Горячева.

Має гриф підручника від Міносвіти України.

У даному підручнику, котрий дає системне і змістовне уявлення щодо управління капіталом у всіх його формах. Комплекс питань, що стосуються фінансово-кредитних відносин на макро- і мікрорівні з точки зору міжнародних стандартів фінансового розвитку, дозволяє сформулювати у читача глибоке уявлення про взаємозв'язки комерційної діяльності підприємств з державним механізмом регулювання монетарної сфери через розробку і реалізацію фінансової і грошово-кредитної політики в Україні.

Включає тезаурус з більш як 700 понять, використаних у підручнику.

Представляє інтерес для студентів вищих навчальних закладів, наукових працівників, викладачів, аспірантів, практичних працівників, а також усіх тих, хто цікавиться фінансовим менеджментом.