

ДЕРЖАВНІ ЗАПОЗИЧЕННЯ УКРАЇНИ НА РИНКУ ЄВРООБЛІГАЦІЙ

У статті здійснено аналіз розвитку ринку єврооблігацій в країнах, що розвиваються, виявлено особливості використання єврооблігацій в Україні та проаналізовано і узагальнено досвід та умови випуску єврооблігацій вітчизняним урядом.

Ключові слова: *світовий фінансовий ринок, ринок єврооблігацій, державні єврооблігації.*

В статье осуществлен анализ развития еврооблигаций в развивающихся странах, выявлены особенности использования еврооблигаций в Украине, проанализирован и обобщен опыт и условия выпуска еврооблигаций отечественным правительством.

Ключевые слова: *мировой финансовый рынок, рынок еврооблигаций, государственные еврооблигации.*

The development of eurobonds market in the development countries under financial globalization conditions are analyzed in the article. Experiences and condition of Eurobonds issuance by Ukrainian government are analyzed.

Key words: *world financial market, eurobond market, government eurobonds.*

Постановка проблеми. Одним із найбільших сегментів світового фінансового ринку, в умовах глобалізації, є ринок єврооблігацій, який завдяки своїм численним перевагам, порівняно з іншими сегментами, розглядається як надзвичайно потужне потенційне та пріоритетне джерело фінансових ресурсів для країн, що знаходяться на етапі ринкових трансформацій і потребують значних ресурсів для інвестування у прискорення (інтенсивне) економічне зростання.

Процес імплементації країни в ринок єврооблігацій має враховувати основні детермінанти розвитку глобального фінансового середовища й бути максимально адаптованим до реалій національної економіки. Це вимагає детального теоретичного та практичного дослідження особливостей ринку єврооблігацій в умовах фінансової глобалізації.

Протягом 1990-2010 років ринок єврооблігацій динамічно розвивається і відіграє надзвичайно важливу роль у перерозподілі коштів на світовому фінансовому ринку, опосередковуючи близько 2/3 міжнародних потоків позичкового капіталу.

Інтеграція країн з перехідною економікою до ринку єврооблігацій значно розширює їх можливості щодо вибору місця, способу, масштабу й умов залучення капіталу, що є актуальним з огляду на обмежені можливості цих країн з акумулювання та розподілу коштів на внутрішніх фінансових ринках.

Особливий інтерес ринок єврооблігацій становить для уряду України, який за

допомогою емісії єврооблігацій отримує можливість залучати на цьому ринку такі обсяги ресурсів, які співставні з програмами фінансування міжнародних фінансових організацій (МВФ, Світовий Банк, Європейський банк реконструкції та розвитку тощо). Це вимагає детального теоретичного та практичного аналізу проблемам взаємодії українського уряду з ринком єврооблігацій.

Аналіз актуальних досліджень. Проблемам інтеграції України до світового фінансового ринку єврооблігацій присвячено праці таких відомих вітчизняних економістів, як Н.Є.Бабцун, З.С.Варналія, С.Варфоломеева, Т.Вахненко, О.Василика, А.С.Гальчинського, О.Дубінського, Н.Зражевської, І.Іваненко, Л.Кістерського, В.Козюка, І.О.Лютого, С.Лямця, В.І.Міщенко, О.Мозгового, О.Мошенець, О.І.Рогача, В.Я.Майстришина, О.Рубана, О.Сніжко, А.С.Філіпенка, Т.С.Шемент, В.М.Шелудько та багатьох інших дослідників.

Проте, незважаючи на значну кількість наукових праць з означеної проблеми, не всі питання цієї складної та багатогранної проблеми і тому потребують подальшого дослідження. недостатньо дослідженими залишаються окремі аспекти функціонування ринку єврооблігацій в умовах фінансової глобалізації. По-перше, необхідним є поглиблений аналіз ринку українських суверенних єврооблігацій; по-друге більш детального розгляду потребує дослідження особливостей взаємодії уряду України з ринком єврооблігацій в умовах фінансової глобалізації. Цим зумовлена актуальність обраної теми статті.

Мета статті. Метою статті є обґрунтування теоретичних засад формування і розвитку ринку суверенних єврооблігацій України та аналіз і узагальнення унікального досвіду співпраці уряду України з ринком єврооблігацій та з інвесторами та посередниками, які на цьому ринку працюють.

Виклад основного матеріалу. Уперше Україна в якості суверенного позичальника вийшла на міжнародні ринки капіталів у середині 1997р., випустивши облігації терміном на один рік на загальну суму \$396.86 млн. від Nomura International. Строк погашення позики – 12.08.1998р. Ця фідучіарна (опосередкована) позика була профінансована за рахунок випуску облігацій з нульовим купоном. Дата початку продажу облігацій – 11.08.1997р. Дохідність розміщення та комісійні Nomura International – 12.5% та 0.75% відповідно [4, с.1].

Як зазначають дослідники, зокрема С.Варфоломеев, освоєння зовнішніх ринків запозичень було досить вчасним, але частково вимушеним кроком. Внутрішнього боргового ринку вже не вистачало для задоволення потреб фінансування державного бюджету та покриття виплат за попередніми іноземними зобов'язаннями України. До того, після початку фінансової кризи у Східній Азії – обвал тайландського бата 02.07.1997р. експерти прогнозували значне скорочення в найближчому майбутньому у часті інвесторів-нерезидентів в українському ринку ОВДП [4, с.1].

Незважаючи на стабільність міжнародних ринків капіталу, Україні у жовтні 1997р. вдалося отримати фідучіарну позику від банку Chase Manhattan Luxembourg S.A. на суму \$98.89 млн., строк погашення позики 20.10.1998р. Ця позика була надана з метою фінансування дефіциту держбюджету. Фінансування було організовано через приватне розміщення (private placement) облігацій, тобто облігації були продані відносно вузькому колу наперед відомих інвесторів, без включення їх в лістинг певної фондової біржі. Облігації були структуровані, як

облігації з нульовим купоном. Сукупна номінальна вартість облігацій склала \$109 млн. Доходність розміщення та комісійні Chase Manhattan склали 9.2125% та 0.75% відповідно. Це розміщення було проведено серед інвесторів з Близького Сходу [4, с.1].

Основними передумовами виходу України на міжнародні приватні ринки позикового капіталу, як вважають дослідники, були наступні: макроекономічна та фінансова стабілізація (звуження діапазону інфляції та спаду виробництва), демонтаж емісійної схеми покриття бюджетного дефіциту, потреба в рефінансуванні як зовнішнього, так і внутрішнього боргу.

Міжнародні ринки капіталів стали важливим джерелом фінансових ресурсів. Крім того, плата за запозичення і ресурси була значно нижчою, ніж на внутрішньому ринку запозичень – ринку ОВДП [4, с.1].

Крім того, випуски єврооблігацій українським урядом дали можливість урядові залучити, зекономити чи вивільнити суми, порівняні з програмами фінансування міжнародних фінансових інституцій. У 1997р. міжнародні ринки позичкового капіталу також виконували функцію надання коштів для потреб української економіки і виступали своєрідним тонізуючим засобом, який давав змогу закріплювати та посилювати позитивні тенденції в українській економіці.

Співпраця України з ринками єврооблігаційних запозичень тривала і в 1998 році. У лютому 1998р. відбулася емісія класичних єврооблігацій України в німецьких марках на суму 750 млн. марок з терміном обігу 3 роки. За цими облігаціями виплачувався щорічний купон розміром 16%. Лід-менеджерами (агентами з розміщення) виступали Commerzbank AG та Merrill Lynch International.

На момент випуску даних облігацій міжнародне рейтингове агентство Moody's присвоїло їм рейтинг «B2». На той час аналогічний рівень рейтингу мали такі країни, як Індонезія та Туркменістан, тоді як Росія мала рейтинг «Ba2», що значно вище рейтингу України.

Низький рівень рейтингу вимагав розміщати українські єврооблігації за високою ставкою доходу. Для порівняння ставки доходності кредитів у Німеччині на той час становили не вище 5% річних [2, с.55].

Слід також зауважити, що процентна ставка за єврооблігаціями України, номінованими у німецьких марках (16%), на думку В.М.Шелудько, виявилася найвищою на європейському ринку за останні 50 років [19, с.55].

Незважаючи на це, облігації, номіновані в німецьких марках, були досить швидко та досить успішно розміщені серед роздрібних інвесторів Німеччини за цінами від 99.5 до 103% від номіналу, що забезпечило доходність на рівні 16.2-14% річних [28, с.64].

Згодом, у травні 1998р. Commerzbank AG та Merrill Lynch International здійснили до розміщення цих облігацій на 250 млн. німецьких марок.

У серпні 1999р. відбулося ще одне до розміщення цих єврооблігацій на 538 млн. німецьких марок. Таким чином, загальна сума випуску єврооблігацій України в німецьких марках досягла 1538 млн. німецьких марок [4, с.2].

В березні 1998р. Україна випустила єврооблігації деноміновані в екю (у зв'язку із заміною екю на євро з 01.01.1999р. ці облігації були реденоміновані в євро у співвідношенні 1:1). Ці облігації випускалися терміном на два роки зі ставкою доходності 14.75% річних, які сплачувалися щорічно. Загальна сума емісії

цих облігацій становила 500 млн. євро. Лід-менеджером цих облігацій став SBC Warburg Dillon Read (на даний час такого банку не існує, він був поглинутий UBS).

Залучені від цих єврооблігаційних випусків України кошти пішли на покриття платежів за зовнішніми борговими зобов'язаннями і забезпечили тимчасове полегшення бюджету, в той час, коли надходження коштів від операцій з казначейськими векселями значно скоротилися [14, с.733].

Наміри України щодо збільшення запозичень на ринках єврооблігацій у другій половині 1998р. та у 1999р. не реалізувались через суттєве погіршення ставлення інвесторів до України через пірамідальні труднощі на внутрішньому ринку ОВДП, проведення примусових конверсійних схем реструктуризації боргу за ОВДП, а також боргової кризи в Росії в серпні 1998р., загальної кризи на ринку ЕМ-боргів (emerging market) та світову фінансову кризу.

У другій половині 1998р. мінфін України почав відчувати серйозний брак ліквідності, оскільки обслуговування внутрішнього та зовнішнього боргів відволікало значні бюджетні ресурси [14, с.734].

У серпні 1998р. настав термін погашення фідучіарної облігаційної позики, отриманої від Nomura International на суму приблизно \$400 млн. Цей борг, як зазначає К.Паливода, голова правління АКБ «Аркада», планувалося погасити за рахунок надходження такої ж суми від МВФ, а той відклав рішення до осені. однак державного (суверенного) дефолту не відбулося – для виплати валютою НБУ здійснив масовану емісію на 800 млн. грн. та придбав валюту на внутрішньому ринку, за рахунок якої уряд України повністю розрахувався за першу єврооблігаційну позику, випущену у серпні 1997р. [18, с.33].

Після проведення Україною конверсійних схем реструктуризації ОВДП наприкінці серпня 1998 – вересня 1999р. Moody's знизило рейтингове агентство Moody's за валютними облігаціями з «B2» до «B3», а в лютому 1999р. – до «Са» [2, с.56]. Це одна з найнижчих оцінок у світі, що відповідно відображається на перспективі нових позичок і на котируванні старих боргів.

Такі характеристики є швидше пересторогою стосовно можливих збитків, а не рекомендаціями стосовно інвестування. Для попередження кредиторів та інвесторів Moody's в січні 1999р. ввело новий рейтинговий рівень – «SD» (selected default – вибірковий дефолт), хоча наприкінці лютого 1999р. Україна здійснила виплати в рахунок погашення першого купона траншу 3-річних єврооблігацій в німецьких марках 1998р. лише наприкінці 2002р. Україна знову отримала рейтинг Moody's «B2».

Ситуація з обслуговуванням урядом України своїх зобов'язань за зовнішніми державними облігаціями була вкрай загрозливою. Проф. І.О.Лютий пише, що впродовж першого кварталу 2000р. наш уряд, маючи у скарбниці \$1.153 млрд. резервів, мав повернути закордонним кредиторам \$306 млн. у січні 2000р., \$185 млн. – у лютому 2000р. та \$812 млн. – у березні 2000р. [12, с.246].

За рахунок вмілих дій лід-менеджера реструктуризації – банка ING Barings – йому вдалося вмотивувати своїх ко-лід-менеджерів та регіональні комерційні банки прикласти найбільші зусилля для впевнення клієнтів погодитися на обмін [4, с.3].

Як зазначає І.О.Лютий, «вдало проведена реструктуризація державного боргу стала можливою лише завдяки тому, що легалізація банкрутства була не вигідна самим західним інвесторам, які мали реальний шанс втратити все. до того ж вони покладали надії на кредити МВФ, сподіваючись, що український уряд використає отримані від Фонду кошти для погашення своїх зобов'язань перед утримувачами облігацій» [12, с.246].

Важливою передумовою успіху обміну облігацій була відсутність прямого списання якоїсь частини боргу. Багато експертів висловлювалися за те, що це було ключовою причиною погодження на обмін більшості роздрібних інвесторів.

Крім того, пропозиція про обмін передбачала також досить велику виплату накопичених відсотків тим, хто погодився на обмін – в цілому біля \$220 млн. [4, с.3].

14 квітня 2000р. Україна успішно завершила обмін комерційного зовнішнього боргу: 99% утримувачів п'яти категорій облігацій, в т.ч. євробондів (номінованих як у німецьких марках, так і в євро), облігацій Merrill Lynch та Chase Manhattan та «газпромовік», погодилися обміняти їх на нові купонні єврооблігації на суму \$2.6 млрд. з'явилися два нові випуски 7-річних амортизуючи єврооблігацій в USD із щорічним купонним доходом в 10% річних на загальну суму \$2.4 млрд. [4, с.4; 12, с.243].

Завдяки успішній реструктуризації боргів у 2000р. вдалося зекономити за рахунками експертів в понад 6 млрд. грн. бюджетних ресурсів, що становило 3.5% ВВП і майже 80% чистих експортних надходжень країни. Якби ці кошти покинули наш економічний простір і не були залучені у внутрішньогосподарський оборот, реальні темпи зростання у 2000р. могли б не перевищити 2% [12, с.247].

Слід також зазначити, що у 2000р. отримання кредитів на міжнародних ринках було неможливим через обмеження доступу України до світових фінансових ринків та припинення отримання кредитів від міжнародних фінансових організацій через відсутність економічних реформ в країні.

Перед Україною могла постати загроза дефолту. Реструктуризація комерційних боргів у квітні 2000р. дозволила не тільки уникати дефолту за зовнішніми борговими зобов'язаннями і отримати короткострокову відстрочку платежів за своїми зобов'язаннями, але й скоротити державний борг на \$152 млн., та зменшити реальний обсяг виплат у 2000р. на \$900 млн. Якби не було проведено реструктуризації, то, як зазначають дослідники, для виконання зовнішніх зобов'язань у 2000р. уряд України мав би спрямувати 40% запланованих доходів державного бюджету.

Найбільш вагома історична подія сучасного етапу розвитку ринку міжнародних облігацій України відбулася у 2003р. У червні 2003р. уряд України успішно розмістив єврооблігації обсягом \$800 млн. з дохідністю 7.65% річних на 3 терміном погашення у 2013 році.

Лід-менеджерами випуску єврооблігацій України у 2003р. були 3 великі західні банки JP Morgan Europe Limited, UBS Limited та Dresdner Bank AG London Branch.

Сукупний попит на українські облігації, як зазначають експерти ринку, досяг майже \$5 млрд. Ось чому наприкінці вересня 2003р. було здійснене до розміщення

(reopening) цих облігацій ще на \$200 млн., що довело загальний обсяг випуску єврооблігацій у 2003р. до \$1 млрд.

Більшість міжнародних експертів та аналітиків визнали розміщення суверенних єврооблігацій Україною у 2003р. Кращою трансакцією з розміщення суверенних міжнародних облігацій у світі за 2003р. [4, с.5].

Даний факт підтверджує зростання довіри до України як суверенного позичальника з боку іноземних інвесторів та вказує на зміцнення Україною своїх позицій на міжнародних ринках капіталу.

Не менш важливою подією для розвитку ринку українських міжнародних облігацій у 2003р. слід вважати підвищення кредитного рейтингу України міжнародними рейтинговими агентствами.

Так, рейтингове агентство «Standard&Poor's» 28.10.2003р. заявило про підвищення прогнозу суверенного кредитного рейтингу України зі «стабільного» на «позитивний». У той самий час були підтверджені рейтинги довгострокових та короткострокових боргових зобов'язань України в іноземній валюті на рівні «В».

Відповідно, рейтингове агентство «Moody's» підвищило рейтинг облігацій емітованих урядом України, до рівня «В1».

Позитивний прогноз сигналізує також про можливість підвищення суверенного кредитного рейтингу протягом наступних одного-двох років за умови проведення реформ, що покращить політичне та економічне середовище України.

Отже, важливою передумовою для виходу на ринок єврооблігацій є отримання кредитного рейтингу одного із всесвітньо визнаних рейтингових агентств, що є дуже важливим, оскільки рівень рейтингу визначає здатність емітента своєчасно розрахуватися за борговими зобов'язаннями, а також ризики інвесторів при інвестуванні власних коштів.

Рівень кредитного рейтингу визначає відсоткову ставку за єврооблігаціями – чим нижче рейтинг, тим вище ставка доходності за єврооблігаціями, і навпаки.

Таким чином, підвищення суверенного кредитного рейтингу України забезпечить мінімізацію витрат по залученню нових запозичень на зовнішньому ринку.

У 2004р. тенденція до зменшення вартості державних запозичень на зовнішніх ринках тривала і в 2004р. В цьому році Мінфін України здійснив два випуски суверенних єврооблігацій на загальну суму \$1.1 млрд.

У лютому 2004р. здійснено розміщення облігацій зовнішньої державної позики України на суму \$600 млн. під 6.875% річних. Строк обігу цих єврооблігацій – 7 років, а термін погашення – березень 2011р. Лід-менеджерами випуску цих єврооблігацій є Dresdner Bank AG та Merrill Lynch.

У липні 2004р. уряд України розмістив 5-річні єврооблігації на суму \$500 млн. з плаваючою процентною ставкою (FRN – floating rate note), яка визначається 6-місячною ставкою Libor (London Interbank offering rate) плюс маржа в розмірі 3.375%. Величина доходності за цими суверенними єврооблігаціями на момент випуску становила 4.9% річних, що була більш ніж вдвічі меншою, ніж купонна ставка за доларовими єврооблігаціями України 2000р.

Випуски суверенних єврооблігацій уряд України здійснював і в 2005р. У жовтні 2005р., відповідно до постанови Кабінету Міністрів України №100 від 06.10.2005р. «Про здійснення державних зовнішніх запозичень 2005р.» Мінфін

розмістив 12 тисяч штук єврооблігацій України номіналом 50 тисяч євро на загальну суму 600 млн. євро. Термін обігу – 10 років. погашення – у 2015 році. Ставка купону – 4.95% річних. Лід-менеджерами цього випуску єврооблігацій виступили провідні західні банки Citigroup, Deutsche Bank та UBS.

Важливо зазначити, що це розміщення єврооблігацій виявилось досить успішними, про що свідчить той факт, що книга замовлень станом на 05.10.2005 року перевищила EUR 2 млрд., а ставка доходності за цими облігаціями (4.95% річних) виявилася однією з найнижчих за всю кредитну історію України з моменту виходу на міжнародні ринки зовнішніх запозичень.

Більше \$2 млрд. фінансових ресурсів уряд України залучив на зовнішніх ринках боргових цінних паперів у 2006р. здійснивши три випуски єврооблігацій.

Раніше основною валютою запозичень коштів виступав американський долар (USD) та єдина європейська валюта євро (EUR). Але у 2006р. Кабінет Міністрів України вирішив розширити перелік валют боргових цінних паперів, вперше розмістивши облігації у швейцарських франках (CHF) та японських єнах (JPY).

У вересні 2006р. Україна розмістила на міжнародних ринках капіталу перший транш облігацій у швейцарських франках на суму 384 млн. CHF (близько \$306.5 млн.) із терміном обігу до грудня 2018р. та з можливістю їх дострокового погашення (в умовах випуску передбачалась одноразова можливість пут-опціону 15 вересня 2009р.) [19].

Нагадаємо, що облігації із пут-опціоном (bond with put option) – це облігації з опціоном на продаж, за якими інвестор має право достроково пред'явити ці облігації до погашення у заздалегідь визначені проміжки часу.

Згідно з умовами випуску, облігації у швейцарських франках розміщувалися із дисконтом 2.6% від їх номінальної вартості. Процентний дохід за цими облігаціями становив 3.5% річних, який сплачувався двічі на рік – 15 вересня та 15 березня [19].

С.Бірюк, член ДКЦПФР, зазначив, що випуск Мінфіном єврооблігацій у швейцарських франках у 2006р., є прикладом «процентно-дисконтних облігацій». Ці облігації є гібридним фінансовим інструментом, при випуску якого передбачена як виплата купонів, так і можливість розміщення з дисконтом.

Начальник управління корпоративними фінансами УкрСиббанку BNP Paribas Р.Кільмухаметов пояснює: «Процентно-дисконтні облігації – це проміжний варіант між дисконтними та купонними облігаціями, тобто передбачають і різницю між цінами купівлі-продажу, і процентні виплати» [16, с.49].

Отже, купуючи такі облігації, інвестори отримують регулярний купонний дохід та дохід від різниці між ціною купівлі та продажу. Ці облігації продаються за ціною, нижча номіналу, а погашаються за номіналом.

Випущені у вересні 2006р. єврооблігації у швейцарських франках, як вважають С.Лямець та В.Ковальова, виявилися «найзагадковішими в історії України: невідомі інвестори придбали зовсім нестандартні боргові зобов'язання, номіновані в екзотичній для України валюті».

У фінансових колах говорять, що єврооблігації у швейцарських франках придбали українські інвестори, наближені до влади, чиї активи розміщені у Швейцарії.

Аналітики передбачають, що головною метою випуску єврооблігацій у швейцарських франках є необхідність погашення попередніх зовнішніх запозичень. О.Рубан пише: «Майже вся нова позика буде використана для погашення попередніх, оскільки дата випуску нових єврооблігацій (15 вересня 2006р.) співпала з датою виплати близько \$280 млн. (\$143 млн. та 106 млн. євро) за двома попередніми більш дорогими позиками 2000р. із ставкою в 11% та 10% відповідно» [19].

Учасники ринку вважають, що однією з головних причин випуску єврооблігацій у швейцарській валюті є низька вартість такого запозичення. Ось, що пише з цього приводу С.Лесік, начальник аналітичного відділу ІК «Міленіум Капітал»: «Основним мотивом розміщення євробондів саме у швейцарських франках є низька процентна ставка. Відсутність аналогічних випусків в минулому можна пояснити побоюванням валютних ризиків. Нині на користь швейцарського франка могла зіграти досить низька ціна позики. Можливо, що уряд знайшов спосіб недорого застрахувати або захеджувати валютні ризики. Вагомим мотивом випуску також міг виявитися попит з боку інвесторів на євро бонди саме в цій валюті» [15].

Як стверджують фінансисти та банкіри, розширення спектру валют, в яких здійснюються запозичення за зовнішніх ринках, викликають додаткові джерела невизначеності. Адже, всякий раз, коли валюта зобов'язань не співпадає з валютою доходів, неминуче виникають ризики.

Найчастіше всього більш низька вартість кредитних ресурсів в екзотичних по відношенню до більш стабільних та поширених валют (долара чи євро), пов'язана із суттєвими додатковими витратами з хеджування валютних курсових ризиків приймаючи ж ризики, можна як виграти, так і програти.

Вибір швейцарської валюти пояснювався суттєвою різницею в ціні порівняно з долларом чи євро. Наприклад, в листопаді 2006р. Мінфін України випустив 10-річні єврооблігації на суму \$1 млрд. під 6.58% річних [16]. Отже, ціна позики у швейцарських франках була вдвічі нижчою.

Але треба пам'ятати, що різниця процентних ставок може бути з надлишком перекрита курсовими коливаннями. Звертаючи увагу, на цю обставину, Президент України В.Ющенко зазначав: «Деякі запозичення, зокрема, у швейцарських франках та японських єнах викликають занепокоєння, оскільки на сьогоднішній день вони є оптимальними, враховуючи на те, що Національний Банк України не має таких міжнародних валютних резервів і ці валюти майже не використовуються у зовнішньоторговельному обороті українських підприємств» [17, с.25].

У грудні 2006р. Мінфін здійснив другий транш випуску єврооблігацій у швейцарських франках на 384 млн. CHF на 12 років з дисконтом 2.6% від номінальної вартості з доходністю 3.5% річних. Отже, загальна сума єврооблігацій становила 768 млн. CHF.

У грудні 2006р. Кабмін України черговий раз вийшов на міжнародні ринки облігацій із зовнішньою позикою, тепер деномінованою у японській національній валюті єні. Сума позики – 35.1 млрд. JPY (близько \$298 млн.).

Згідно з умовами випуску, процентна ставка за облігаціями становить 3.2%. при цьому вони розміщувались із дисконтом 1.2%, що підвищує загальну

доходність єврооблігацій до 3.5% річних ($3.2\% + 1.2\% / 4$). Погашення цих єврооблігацій відбудеться у грудні 2010 року за номінальною вартістю [15].

Експерти по-різному оцінюють цей випуск суверенних єврооблігацій України у японській валюті.

Так, деякі банкіри зазначають, що доходність за облігаціями в японських єнах на рівні 3.2% річних робить це запозичення одним із найдешевших в історії розміщення українських цінних паперів на іноземних ринках. Єна є оптимальною валютою для отримання довгострокових позик.

Так Д.Резніченко, характеризуючи це запозичення, зазначає, що єна найдешевша та найвигідніша валюта, яку можна приймати як номінальний вираз подібних інструментів. На сьогодні ресурси в єнах, підкреслює банкір на 5% нижче аналогічних ресурсів в доларах [1].

Крім того, вважає Д.Резніченко, зниження курсу цієї валюти буде тільки вигідним для державного бюджету: «Якщо відбуватиметься послаблення курсу єни до долара у найближчі 4 роки, то це означатиме, що Україна буде користуватися кредитом практично безоплатно. Але треба врахувати, що може виникнути зворотна ситуація – посилення єни» [1].

Окрім того, запозичення в єнах за торговельного балансу, який деномінований в доларах та євро, можуть нести із собою, валютні ризики. О.Мошенець пише, що в результаті зміни курсу єни до американського долара реальна «доларова» процентна ставка може досягати 6.73% річних, а може впасти і до нуля. [15, с.58].

За словами авторитетного фінансового аналітика Е.Наймана, якщо професійно не займатися валютною структурою зовнішнього боргу, то Україна від такої широкої диверсифікації валют запозичень може лише втратити.

У 2007р. уряд України двічі виходив на міжнародні ринки боргових цінних паперів з випусками єврооблігацій. Спочатку в червні 2007р. Мінфін розмістив 5-річні єврооблігації на \$500 млн. під 6.375% річних. Термін погашення – червень 2012р. Лід-менеджерами виступали великі інвестиційні банки – Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank та UBS [10].

У листопаді 2007р. уряд України знову вийшов на зовнішні ринки запозичень. Мінфін розмістив 10-річні єврооблігації на \$700 млн. під 6.75% річних. Строк погашення цих єврооблігацій – листопад 2017р. Цінні папери розміщені за правилом ReqS / 144, а лід-менеджерами виступали ті ж самі банки - Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank та UBS.

У 2008р. уряд України також планував вихід на ринок єврооблігацій. У травні 2008р. Мінфін України надіслало інвесторам пропозиції прийняти участь у купівлі 6-річних єврооблігацій на \$400 млн., а також запропонував іноземним інвесторам опціон на додаткову купівлю паперів на \$600 млн.

Восени 2008р. Мінфін України розглядало питання про можливість залучення фінансових ресурсів шляхом випуску та розміщення нового фінансового інструменту – структурованих єврооблігацій.

Як зазначає О.Дубінський, відомий фахівець фінансового ринку, у світовій практиці структурованими називають ті облігації, в умови випуску яких включений кредитний дефолтний своп (credit default swap, CDS) [8].

Такі цінні папери ще називають «облігаціями, які прив'язані до дефолту за кредитом» (credit default – linked notes) – ним вважається банкрутство боржника, реструктуризація активів чи зниження кредитного рейтингу.

Облігації прив'язані до дефолту, можуть бути погашені шляхом передачі їх власникам певної частки цінних паперів чи іншого майна в межах їх номінальної вартості [8].

Структуровані облігації, які прив'язані до кредиту, як вважають дослідники облігаційного ринку та фінансисти-практики, можуть також містити інструменти захисту суми основного боргу, згідно з яким погашення основного боргу гарантовано.

Саме такі облігації, скоріше за все планувало випускати наше Міністерство фінансів.

У 2009р. Мінфін України не здійснював запозичень на ринках єврооблігацій через світову фінансову кризу. Гадаємо, що ринок єврооблігацій відкриється для України у другому півріччі 2010р.

Всього у 2010-2018 роках Україні необхідно буде повернути зовнішнім кредиторам \$3.8 млрд., 600 млн. EUR та 35.1 млрд. JPY, залучених на зовнішніх ринках боргового капіталу шляхом продажу суверенних єврооблігацій (див. табл.1).

Таблиця 1.

Суверенні єврооблігації України в обігу станом на 01.01.2010р.

№ з/п	Емітент	Папір	Обсяг, млн.	Валюта	Купон, %	Дата погашення
1	Україна	Україна, 2010, JPY	35100	JPY	3.2%	19.12.2010
2	Україна	UkrUSD'11	600	USD	6.875%	04.03.2011
3	Україна	UkrUSD'12	500	USD	6.385%	26.06.2012
4	Україна	UkrUSD'13	1000	USD	7.65%	11.06.2013
5	Україна	UkrUSD'15	600	EUR	4.95%	13.10.2015
6	Україна	Україна, 2016, USD	1000	USD	6.58%	21.11.2016
7	Україна	Україна, 2017, USD	700	USD	6.75%	14.11.2017

Джерело: Cbonds.info.

Як свідчать дані табл. 1, середній обсяг емісій суверенних євробондів становить близько \$700 млн., середній термін обігу – 8 років, а середня купонна ставка знаходиться на рівні 6%.

Висновки та перспективи подальших досліджень. Проведений у статті аналіз випуску суверенних єврооблігацій України дозволяє зробити висновок, що єврооблігації становлять інтерес для уряду України насамперед як надзвичайно потужне потенційне джерело мобілізації позичкового капіталу.

Подальші дослідження необхідно зосередити на аналізі функціонування ринку єврооблігацій в країнах, що розвиваються, та з'ясуванню особливостей використання єврооблігацій емітентами країн СНД та Балтії, та розробці науково-практичних рекомендацій щодо удосконалення механізму інтеграції України до ринку єврооблігацій.

ЛІТЕРАТУРА

1. Андрущенко К. Минфин заработает на колебании валюты // Дело. – 2006. – 19 декабря. – С.9.
2. Бойцун Н.Є., Стукало Н.В. Міжнародні фінанси. – К.: ВД «Професіонал», 2005. – 336с.
3. Бутняров А. Єврооблігації – шлях до залучення іноземних інвестицій // Цінні папери України. – 2007. - №1-2. – С.75-78.
4. Варфоломеев С. Ринок українських міжнародних облігацій. – К., 2003. – 77с.
5. Дубинский А. Bank Tokyo – Mitsubichi выходит на наш рынок // Экономические известия. – 2007. – 12 октября. – С.7.
6. Дубинский А. Минфин выпустит структурированные облигации // Экономические известия. – 2008. – 12 сентября. – С.7.
7. Еременко А. Займанные // Бизнес. – 2007. - №36. – С.52-53.
8. Зайцев Е. С руками отрывают // Экономические известия. – 2005. – 6 октября. – С.1.
9. Лютий І.О., Зражевська Н.В., Рожко О.Д. Державний кредит та боргова політика України. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 352с.
10. Лямец С., Ковалева В. Украина выпустила евробонды в иенах // Эксперт Украина. – 2006. - №50. – С.80-81.
11. Міжнародні фінанси / О.І. Рогач, А.С.Філіпенко, Т.С.Шемер та ін.; за ред. О.І.Рогача. – К.: Либідь, 2003. – 784с.
12. Мошенец Е. Экспорт долга ускоряется // Инвестгазета. – 2006. - №51. – С.58-59.
13. Паливода К. Зовнішні валютні запозичення – інвестиційне джерело чи перешкода на шляху інвестиційного процесу? // Банківська справа. – 2009. - №6. – С.31-39.
14. Рубан А. Украина лезет в долги // Инвест газета. – 2006. - №37. – С.20.
15. Снежко Е. Долг про запас // Инвестгазета. – 2007. - №24. – С.24-25.
16. Україна і світове господарство: взаємодія на межі тисячоліть / А.С.Філіпенко, В.С.Будкін, А.С.Гальчинський та ін. – К.: Либідь, 2002. – 470с.
17. Украина погасила внешний заем на \$755 млн. // Коммерсантъ. – 2009. – 16 сентября. – С.7.
18. Харченко А. Коллективное непослушание // Инвестгазета. – 2008. - №35. – С.42-45.
19. Шелудько В.М. Фінансовий ринок. – К.: Знання-Прес, 2002. – 536с.