

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Тернопільський національний економічний університет
Факультет банківського бізнесу
Кафедра економічної теорії

ХОМИЧ Лариса Леонідівна

**Ринок ОВДП: фактори впливу та інвестиційні
можливості./ Local currency bonds market: factors
of impact and investment opportunities**

спеціальність: 051 - Економіка
магістерська програма - Аналітична економіка

Магістерська робота


Виконала студентка групи
ЕАМ-21

Л. Л. Хомич (Гаврилюк)



Науковий керівник:

д.е.н., професор, В. В. Козюк



Магістерську роботу допущено
до захисту:

" 14 " грудня 20 18 р.

Завідувач кафедри


_____ В. В. Козюк

ТЕРНОПІЛЬ - 2018

З М І С Т

ВСТУП.....	C. 7
<i>РОЗДІЛ 1. Теоретичні основи функціонування ринку державних облігацій.....</i>	C. 10
1.1. Теоретичні моделі інвестиційного вибору.....	C. 10
1.2. Особливості інвестування в інструменти державного боргу.....	C. 17
1.3. Організація ринку ОВДП.....	C. 25
<i>РОЗДІЛ 2. Аналіз ринку ОВДП в Україні.....</i>	C. 32
2.1. Аналіз обсягів динаміки та строкова структура ринку.....	C. 32
2.2. Крива дохідності ринку ОВДП.....	C. 45
2.3. Фактори попиту та пропозиції на ринку державних облігацій в Україні.....	C. 51
<i>РОЗДІЛ 3. Розширення інвестиційної привабливості ринку ОВДП</i>	C. 60
3.1. Інвестиційна привабливість облігацій внутрішньої державної позики: інструменти стимулювання.....	C. 60
3.2. Перспективи використання «STRIPS» на рику державних боргових цінних паперів в контексті запровадження досвіду країн ЄС	C. 66
ВИСНОВКИ.....	C. 71
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	C. 75
ДОДАТКИ	C. 83

ВСТУП

Актуальність теми. Державні облигації, емісію яких здійснюють центральні органи влади, відіграють цілу низку важливих ролей у фінансово-інвестиційній сфері. З одного боку, держава за допомогою цього інструменту може залучати ресурси для покриття дефіциту бюджету, для фінансування цільових державних програм та для інших державних потреб. Тобто, державні облигації є інструментами залучення державою коштів.

З іншого – державні цінні папери відіграють важливу роль на інвестиційному ринку країни. Важливість зумовлюється тим, що ці облигації в теоретичному та практичному аспектах розглядаються як безризикові або низько ризикові активи. Головним чином це пояснюється виключними можливостями держави, порівняно з емітентами корпоративного сегменту. Маючи можливості змін оподаткування, друку грошей та приватизації держава може забезпечити виплати за облигаціями. Разом з тим аналіз та оцінення співвідношення між ризиком та доходністю державних облигацій на українському ринку вказує на кардинальні відмінності у зазначеному сенсі. Така ситуація створює проблему інвестиційної привабливості українського ринку в цілому.

Функціонування ринку державних цінних паперів розглядалося багатьма вченими, серед яких: В. Базилевич, І. Лютий, В.Козюк, Т. Вахненко, В. Федосов, З. Варналій, А. Гальчинський, О. Барановський та інші. Роль боргових зобов'язань уряду на інвестиційному ринку розглядаються у працях таких науковців, як Дж. Андріцький, А. Дамодаран, А. Камінський, Т. Богдан, А. Радіонова та інші.

Проте, враховуючи важливість державних цінних паперів на фінансовому ринку України на сьогодні виникає багато запитань щодо їх привабливості серед вітчизняних та іноземних інвесторів. Актуальність розгляду цього питання зумовлюється й погіршенням стану економіки країни.

Мета і задачі дослідження. Метою даної дипломної роботи є аналіз та оцінка особливостей інвестування в ОВДП в Україні в умовах недосконалого ринку.

Для досягнення поставленої мети передбачено постановку, формулювання і розв'язання наступних наукових й практичних завдань:

- дослідити базові моделі інвестиційного вибору;
- визначити особливості інвестування в облігації внутрішньої державної позики як інструментів державного боргу;
- проаналізувати сучасний стан ринку облігацій внутрішньої державної позики в Україні;
- провести оцінювання співвідношення «ризик – дохідність» для облігацій внутрішньої державної позики за допомогою інструментарію сучасної портфельної теорії;
- проаналізувати використання різними групами інвесторів облігацій внутрішньої державної позики як інвестиційного інструменту;
- обґрунтувати пропозиції для покращення інвестиційної привабливості облігацій внутрішньої державної позики.

Об'єкт і предмет дослідження. Об'єктом дослідження виступає ринок облігацій внутрішньої державної позики.

Предметом дослідження є теоретичні аспекти та практичні засади використання облігацій внутрішньої державної позики як інвестиційного інструменту.

Методи дослідження. Дослідження теоретичних засад функціонування ринку облігацій внутрішньої державної позики здійснювалося шляхом синтезу наукових положень економічної теорії з зазначеної проблематики. Для дослідження облігацій внутрішньої державної позики як інвестиційного інструменту в Україні використанні статистичні, математичні методи, методи прогнозування, техніко-економічного і фінансового аналізу та спостереження.

Інформаційна база дослідження. Статистичну і фактологічну основу дослідження складають закони України, постанови та декрети Кабінету Міністрів України, нормативні документи Національного банку України, банківських установ.

Структура та зміст роботи. Дипломна робота складається з вступу, 3 розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків.

Повний обсяг дипломної роботи – 83 сторінки, у тому числі на з них розміщено 9 таблиць, 11 ілюстрацій, список використаних джерел із 75 найменувань.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ОБЛІГАЦІЙ

1.1. Теоретичні моделі інвестиційного вибору

Концепція диверсифікації фінансових вкладень виникла достатньо давно і існувала ще до появи сучасної фінансової теорії. Але до публікації Гарі Марковіцем своєї класичної роботи в 1952 році не існувало формальної моделі вибору портфеля інвестицій, який був би заснований на принципах диверсифікації. Ця робота Марковіца разом із розробками Шарпа і Міллера була відзначена Нобелівською премією з економіки в 1990 р. і вважається першим кроком у розробці теорії портфельного управління, заснованої на визначенні ефективної границі набору ризикових активів.

Концепція диверсифікації фінансових вкладень не є новою. Очевидним є те, що розміщувати інвестиції в один актив є недоречним, а кращим варіантом є інвестиції одночасно в кілька фінансових активів, сподіваючись, що втрати по одному з них будуть компенсовані доходами по інших. Іншими словами, інвестування в більш ніж один актив дозволяє розподілити і мінімізувати загальний ризик інвестування.

Мета диверсифікації – зменшити загальний ризик без зниження дохідності портфеля. Раціональний інвестор намагається максимізувати дохідність, мінімізуючи при цьому ризик, що і закладено в основу портфельної теорії. Портфель, побудований на таких принципах, буде вважатись оптимальним. Проблема вимірювання ризику є першочерговою для інвестора. Марковіц показав, що середньоквадратичне відхилення дохідності фінансових активів є важливою кількісною характеристикою їх ризику за умови певних припущень і запропонував формули для розрахунку ризику портфеля інвестицій. Марковіц кількісно довів важливість диверсифікації для зниження ризику і показав, яким чином можна проводити ефективну диверсифікацію, формалізувавши свій підхід у вигляді моделі, в якій присутні дві конфліктуючі цілі інвестора: максимізація дохідності і мінімізація ризику. Їх балансування покладено в основу портфельного вибору.

У загальному вигляді процедуру інвестиційного процесу, в ході якого інвестор формує оптимальний портфель, можна подати в такому вигляді (рис. 1.1).



Рис. 1.1. Інвестиційний процес з точки зору інвестора, який формує оптимальний портфель [6, с. 112]

Вже через кілька років після виходу роботи Марковіца багато дослідників виступили з критикою його підходів. Зрозуміло, що врахування тільки середньої дохідності та її варіативності є значним спрощенням при формуванні інвестиційного портфеля. У реальних умовах до моделі необхідно включати додаткові фактори, які більш повно описують розподіл дохідності портфеля.

Уільям Шарп вивчав модель Марковіца, намагаючись спростити розрахунки для її застосування в практиці. Згідно з його підходом існують докази того, що, використовуючи лише кілька показників, можна досягти майже таких самих результатів, як і у випадку із значно більшим набором даних, які характеризують цінні папери. Він був впевнений, що його модель дозволяє витратити значно менше ресурсів на проведення аналізу, а отже, є більш прийнятною з точки зору практичного застосування. Складність розрахунків за моделлю Марковіца вважалася чи не найбільшою перепорою для її активного використання.

Шарп припустив, що дохідність активів визначається комбінацією факторів, які були загальними для всіх активів і факторів, що були унікальними для кожного цінного папера. Порівнюючи результати формування інвестиційного портфеля за моделлю Шарпа з моделлю Марковіца, було виявлено, що в умовах

невизначеності підхід Шарпа виявився менш суб'єктивним відносно нестабільної поведінки інвестора в умовах обмеженості історичних даних (хоча повнота історичних даних цю перевагу нівелює). Також підхід Шарпа показав кращі результати порівняно зі стандартним підходом Марковіца при виборі ефективних портфелів, що свідчить про його додаткові переваги.

Пізніше Елтон і Грубер запропонували навіть ще простішу техніку для диверсифікації і оптимізації портфеля, що також дало краще розуміння вибору цінних паперів, які слід включати в загальний портфель.

Згідно з їхнім підходом єдиною причиною, чому дохідності цінних паперів є корельованими, це однакова реакція на ринкові зміни. Тому вимір такої кореляції може бути здійснений при порівнянні дохідності конкретного цінного папера із дохідністю ринкового індексу [6, с. 114].

За останні роки було запропоновано значну кількість різних моделей, серед яких виділяється модель оцінки фінансових активів (Capital Asset Pricing Model – CAPM), яка стала результатом дослідження одразу кількох вчених: Шарпа, Трейнора, Моссіна, Літнера, Блека. Модель оцінює дохідність активів у взаємозв'язку із ринковою дохідністю і чутливість цінного папера до змін на ринку. При цьому проводяться розрахунки ставки дохідності ризикового активу і безризикової ставки.

Їх різниця є премією за ризик. У CAPM середньоквадратичне відхилення окремого активу не має суттєвого значення. Замість цього вивчається вплив окремого активу на систематичний ризик портфеля. Тому зв'язок між ставкою дохідності ефективного портфеля й окремого активу є основною цією моделі: якщо кореляція між ними є високою, то премія за ризик також повинна бути високою, і, навпаки, низька кореляція визначає низьку премію за ризик. Недоліки, притаманні CAPM, дозволили Россу запропонувати нову теорію, яка отримала назву теорія арбітражного ціноутворення (Arbitrage Pricing Theory – АРТ). Основою АРТ є твердження, що лише кілька систематичних факторів впливають на середню довгострокову дохідність фінансових активів. АРТ не заперечує того факту, що значно більша кількість факторів визначає денний рух цін фінансових активів, але фокусується саме на головних рушійних силах, які

суттєво впливають на активи, агреговані в інвестиційних портфелях. Ідентифікація цих сил дає можливість визначити їх вплив на дохідність портфеля.

Статистичні тести АТР, проведені Роллом і Россом [6, с. 115], дозволили визначити, що чотирифакторна лінійна версія АТР дає кращі результати у прогнозуванні дохідності окремого цінного папера й портфеля в цілому, ніж САРМ. Зокрема за їх розрахунками очікувана дохідність портфеля прямо пропорційна її чутливості до таких факторів, як зміна процентних ставок, інфляція, зміна рівня промислового виробництва (яка може бути виражена в окремих випадках зміною ВВП), відношення інвестора до ризику. Несистематичний ризик може бути усунений шляхом формування диверсифікованого портфеля, який буде чутливим лише до непередбачених змін макроекономічних факторів. У той же час слід відзначити, що при збільшенні складових інвестиційного портфеля суттєво зростає кількість факторів, які слід врахувати в моделі, і в цьому випадку її застосування стає складним і навіть недоречним.

Отже, розвиток сучасної портфельної теорії, який розпочався з роботи Марковіца, змінив парадигму інвестиційного менеджменту. У тих чи інших формах вона використовується більшістю інвесторів при прийнятті рішень щодо формування портфеля інвестицій. Однак у теорії є кілька слабких елементів, які створюють труднощі при її практичному застосуванні. Зокрема сформовані інвестиційні портфелі виглядають достатньо нереалістично, особливо, коли інвестори не використовують обмеження. У цьому випадку портфелі мають значну кількість коротких позицій по окремих фінансових активах. За умови введення заборони на короткі позиції можуть бути сформовані портфелі, у яких домінують окремі активи, в той час як питома вага інших залишається близькою до нуля. Окрім цього, ще однією проблемою залишається висока чутливість сформованих портфелів до очікуваної дохідності фінансових активів, які до нього входять. Через це зовсім незначна кількість інвестиційних менеджерів у практичній діяльності повністю покладаються на кількісні методи і моделі.

Тому в 1991 році в спільній праці Фішера Блека і Роберта Літтермана була запропонована модель, яка дозволяла розв'язати зазначені вище проблеми. Їх підхід фактично поєднував оптимізацію портфеля на базі розробок Марковіца і моделі CAPM Шарпа і Літнера. Модель Блека – Літтермана базується на припущенні, що інвестори формують оптимальний портфель із певної групи активів (наприклад, обираючи з цінних паперів, які входять у фондовий індекс S&P500), яка визначає рамки його ефективного портфеля. Сформований таким чином портфель вже є оптимальним і з нього можна отримати значення очікуваної дохідності. Якщо її розмір задовольняє інвестора, то подальшу оптимізацію можна не проводити. В іншому випадку Блек і Літтерман показують, як побажання інвестора можуть бути включені в задачу оптимізації для формування портфеля, який задовольнить його потреби. Таким чином, їх підхід дозволяє досягти оптимізації, починаючи з певного нейтрального співвідношення окремих компонентів портфеля, які потім змінюються залежно від індивідуальних переваг інвестора.

Наведені вище підходи до портфельного інвестування є спробою кількісного вимірювання ефективних портфелів, які мають свої припущення і недоліки. Фактично обмеження цих теорій не дозволяють врахувати фактори, які мають вирішальне значення в поясненні тих чи інших рішень інвестора. Тому, як відповідь на це, з'явилася концепція поведінкових фінансів (Behavioral Finance) і гіпотеза ефективних ринків (Efficient Market Hypothesis – EMH).

Остання стверджує, що фінансові ринки є інформаційно ефективними, тому окремо взятий інвестор не може постійно отримувати дохідність, яка буде перевищувати середньоринкову. Теоретична база теорії ефективних ринків була закладена в роботах Самуельсона і Мандельброта. Вони вважали, що інвестори діють раціонально при прийнятті інвестиційних рішень, що позначається на змінах цінних характеристик акцій. Як наслідок – процес ціноутворення має випадковий характер, а отже, передбачити майбутній цінний рух неможливо, тому неможливим є й отримання вищої норми дохідності, ніж середньоринкова.

Рациональність інвесторів, однак, не обов'язково є повною, тому теорія ефективних ринків допускає наявність нерациональних та ірраціональних за своєю поведінкою інвесторів. Їх дії мають змінювати рівноважні ціни, але ці відхилення не будуть довго зберігатися через проведення арбітражних операцій рациональними учасниками ринку.

Концепції і підходи до вибору оптимального інвестиційного портфеля, зазначені вище, об'єднуються назвою "Сучасна портфельна теорія" (Modern Portfolio Theory). Дослідження в цій сфері продовжуються.

Вчені пропонують врахування додаткових факторів і змінних, які спроможні дати кращі результати і наблизити дану теорію до реальності ринків капіталу.

Однак існуючі обмеження і недоліки теорії не дозволяють моделюванню повністю врахувати всі проблеми, які зустрічаються на практиці. Тому останнім часом активно розвивається концепція, яка побудована на іншому підході до трактування ризику з точки зору портфельного менеджера. В окремих джерелах вона здобула назву "Нова сучасна портфельна теорія" (Post-Modern Portfolio Theory – PMPT), хоча її базис був здійснений ще за часів робіт Марковіца, але практичного застосування на той момент підхід не набув через обмеженість можливостей обчислювальної техніки. Мета цієї теорії була аналогічною – знайти оптимальне співвідношення ризику й дохідності портфеля.

Але визначення ризику використовується дещо інше. Замість середньоквадратичного відхилення дохідності (дохідність може бути як більшою, так і меншою від середнього значення, а тому й ризик буде позитивним чи негативним). PMPT концентрується лише на тій частині, яка стосується негативного ризику, тобто із значеннями, що нижче від середнього рівня очікуваної дохідності або нижче певного, заздалегідь визначеного (бажаного) рівня дохідності (так звана напівваріація). Зрозуміло, що даний підхід є ближчим до того, як людина сприймає ризик, а саме через ті негативні наслідки, які він у собі несе. Отримання прибутків замість збитків важко вважати ризиком, хоча вони і є винагородою за прийнятий на себе ризик.

Ще одним важливим моментом є те, що розподіл дохідності фінансових активів не завжди відповідає закону нормального розподілу, а в цьому випадку середньоквадратичне відхилення не є ідеальним варіантом вимірювання ризику. Ще в 1952 р. в дослідженні Роя (робота опублікована на 3 місяці пізніше від роботи Марковіца) запропоновано варіант побудови інвестиційного портфеля, у якому встановлювався мінімально припустимий рівень дохідності, а дії інвестора розглядалися з позиції мінімізації ймовірності зниження дохідності щодо встановленого рівня і максимізації загальної дохідності сформованого портфеля. Саме ця робота заклала основи РМРТ.

Дослідження Клемковського і Анга та Чуа показали, що загальноприйняті показники, які використовуються для формування оптимального портфеля та оцінки його ефективності (коефіцієнти Шарпа, Трейнора, альфа Дженсена), недоцільно використовувати при розподілі дохідності, який не відповідає закону нормального розподілу. Як альтернативу було запропоновано коефіцієнт, який розраховується як дохідність активу до напівваріації.

Хоган і Ворран запропонували альтернативу CAPM (ES-CAPM), яка використовує напівваріацію і дозволяє отримувати прийнятні результати, якщо дохідність не відповідає закону нормального розподілу і є асиметричною. Подальші дослідження були продовжені в працях Сортіно, Рома, Балцера, Меррікена та ін., які розглядали можливості застосування зазначених вище підходів у практичній діяльності.

Розвиток теорій портфельного інвестування не припиняється. Зрозуміло, що революційних розробок у дослідженнях сучасних авторів не зустрічається. Мова може йти лише про подальше вдосконалення того базису, який був закладений у перших роботах. Часто пропонується враховувати додаткові фактори, будуючи громіздкі математичні моделі, що робить їх застосування досить складною справою і не наближує кінцевого користувача до інтуїтивного розуміння їх сенсу. Проте можливості сучасної обчислювальної техніки дозволяють враховувати все більше і більше параметрів у конкретній моделі, хоча, на нашу думку, досягнення ідеальної оптимізації навіть у рамках найдосконалішої моделі є неможливим через непередбачуваність змін на

фінансових ринках.

1.2. Особливості інвестування в інструменти державного боргу

Державні облігації, емісію яких здійснюють центральні органи влади, відіграють цілу низку важливих ролей у фінансово-інвестиційній сфері. З одного боку, держава за допомогою цього інструменту може залучати ресурси для покриття дефіциту бюджету, для фінансування цільових державних програм та для інших державних потреб. Тобто, державні облігації є інструментами залучення державою коштів.

З іншого – державні цінні папери відіграють важливу роль на інвестиційному ринку країни. Важливість зумовлюється тим, що ці облігації в теоретичному та практичному аспектах розглядаються як безризикові або низько ризикові активи. Головним чином це пояснюється виключними можливостями держави, порівняно з емітентами корпоративного сегменту. Маючи можливості змін оподаткування, друку грошей та приватизації держава може забезпечити виплати за облігаціями.

Характеризуючи функції державних облігацій, варто відзначити, що на всіх етапах розвитку урядові зобов'язання відігравали помітну роль у фінансовому становищі держави. Починаючи від свого зародження у XVI ст., вони давали можливість наповнювати казну держави для виконання бюджету та поставлених державою завдань. З початку XX ст. інтерес до державних облігацій почав зростати, особливо на ринку США, де цей інструмент активно був упроваджений у 1917 р.

До цього держава залучала ресурси на міжнародних ринках, але у зв'язку з Першою світовою війною подібне стало неможливим й уряд США емітував облігацій на суму близько 21,5 млрд. дол. США. Власники капіталу почали сприймати державні облігації як важливий елемент у інвестиційних портфелях, те саме можна було сказати й про фінансових посередників, насамперед банків. У межах портфельного підходу була обґрунтована так звана теорема про інвестування в два фонди.

Одним з цих фондів (при цьому фондом безризикового інвестування) виступають державні облігації. На сьогодні державні облігації займають дуже важливе місце у світовому ринку інвестицій та їх роль в інвестиційних процесах є значною.

Ураховуючи сучасні тенденції, можна сформувати повний перелік функцій, які виконують урядові позики. При цьому необхідно зазначити, що випуск таких інструментів здійснюється урядами відповідних держав переважно для неемісійного фінансування дефіциту державного бюджету.

Тобто випуск цінних паперів дає державі змогу:

- профінансувати дефіцит державного бюджету;
- забезпечити касове виконання бюджету;
- згладити нерівномірні надходження податкових платежів;
- профінансувати цільові програми (пов'язані, наприклад, з будівництвом житла, доріг, розвитком окремих галузей економіки тощо);
- погасити або переоформити (реструктуризувати) розміщені раніше боргові зобов'язання;
- створити передумови для розвитку фінансових ринків через випуск еталонних інструментів;
- використовувати державні цінних папери як ефективний інструмент макроекономічного регулювання (регулювання кредитно-грошового обігу за допомогою операцій на відкритому ринку шляхом впливу на банківську систему, рівень і структуру інвестицій, заощадження населення та суб'єктів господарювання);
- визначати реальну вартість обслуговування державного боргу (відсоткова ставка державних цінних паперів визначається на ринку);
- забезпечувати комерційні банки та інші фінансові структури (страхові компанії та пенсійні фонди) ліквідними та надійними активами [71, с. 461-463].

Явище дефіциту державного бюджету досить часто виникає в різних країнах. Для вирішення проблеми дефіциту держава повинна здійснювати певні

операції з метою вирівнювання доходів та видатків бюджету. В сучасних умовах виділяють два основних джерела фінансування дефіциту, а саме:

1. Грошово-кредитна емісія. Це є незабезпеченим джерелом фінансування у зв'язку з інфляційними проблемами. Можливий за умови жорсткого контролю.

2. Емісія зобов'язань держави. Використовується за наявності на ринку коштів у внутрішніх інвесторів, їх довіри до інвестицій державних цінних паперів та оцінення ризику таких інвестицій. Для іноземних інвесторів важливим аспектом є співвідношення між ризиком та доходністю таких цінних паперів. При цьому для них одним з головних виступає ризик девальвації валюти.

Таким чином, державні позики є більш адекватним, гнучким й економічно привабливим джерелом покриття дефіциту державного бюджету та фінансування державних потреб. За своїм економічним значенням державні позики зображають взаємовідносини між державою як позичальником та юридичними і фізичними особами, урядами інших країн як кредиторами. Крім того, згідно з ст. 15 Бюджетного кодексу України, джерелом фінансування бюджету не можуть бути емісійні кошти Національного банку України.

Розглядаючи світовий досвід розподілу державних цінних паперів на фінансовому ринку, можна зауважити, що значна їх частина знаходиться у власності різноманітних суб'єктів. Так, в казначейські зобов'язання США в певній мірі інвестують пенсійні фонди, яким належить четверта частина всіх емітованих цінних паперів уряду для внутрішнього ринку; фонди взаємного інвестування та фонди грошового ринку (14,3% у 2015 р.); домогосподарства (14,2%) та центральний банк (27,5%). На комерційні банки та кредитні спілки припадає всього 6% від усіх емітованих у США державних цінних паперів, у власності страхових компаній перебуває понад 3% боргових інструментів, а серед нефінансових інституцій розміщено трохи більше 2% зобов'язань.

Розглядаючи ринок державних облігацій Японії, можна констатувати, що власником найбільшої частини державних цінних паперів Японії (понад 30%) є депозитні корпорації (комерційні банки, ощадні установи та кредитні спілки).

На страхові компанії та пенсійні фонди в Японії припадає близько 20% боргових зобов'язань, на центральний банк – понад 15%. Крім того, на ринку присутні також і домогосподарства, державні пенсійні фонди та нефінансові корпорації.

Державні цінні папери в країнах Європи також розміщуються серед широкого кола інвесторів.

Незважаючи на те, що близько половини таких інструментів орієнтовані на зовнішніх суб'єктів, серед резидентів у іншу половину переважають комерційні банки (Франція – 22,5%, Німеччина – 23,5%, Італія – 12,6%, Великобританія – 29%), страхові компанії та пенсійні фонди (Італія – 13,5%, Великобританія – 10%) та інші фінансові інституції.

Розглянемо використання облігацій внутрішньої державної позики різними групами фінансових установ України. Для цього проаналізуємо структуру їх інвестиційних портфелів. В активах більшості Інституту спільного інвестування переважають акції, частка яких в інвестиційному портфелі всіх ІСІ становить 45,9%, а в портфелі – навіть 72,7%. Натомість банки продовжують інвестувати переважно в боргові цінні папери, зокрема їх вкладення в ОВДП становлять 41%.

У цілому в усіх фінансових установах країни в 2015 р. державні облігації разом становлять 21,4% в їх інвестиційному портфелі, акції – 10,4%, та інші фінансові інструменти – 35%. Але важливим фактом для розуміння функціонування ринку ОВДП в Україні є нерівномірність частини ОВДП в портфелях різних типів фінансових інститутів.

Найбільшу частину активів та портфелю цінних паперів фінансових інститутів забезпечують банки, як наслідок, саме структура їх вкладень є визначальною. Пояснюється це тим, що інвестиції в ОВДП для банків вважаються безризиковими в регулятивному аспекті. Якщо розглядати структуру активів інших фінансових інститутів, то частина інвестиційного портфелю в них не є значною.

Так, наприклад, для банків на державні облігації у 2015 р. припало лише 6,5%, для ІСІ – 0,08%, для недержавного пенсійного фонду (далі – НПФ) –

34,1% порівняно з 10,71% у 2014 р. і для страхових компаній – 7,1% (3,55% – у 2014 р.). Тобто, фінансові компанії віддають перевагу вкладенням у депозити, нерухомість, дебіторську заборгованість тощо.

Варто зазначити, що одними з ключових держателів ОВДП є державні банківські установи, а саме: АТ «Ощадбанк» та АТ «Укресімбанк». Привабливість державних облігацій для комерційних банків обумовлена можливістю отримувати кредити рефінансування від НБУ та залучати кошти на міжбанківському ринку під їх заставу.

Розглянемо ОВДП з точки зору сучасної портфельної теорії та охарактеризуємо специфіку наявної ситуації. В сучасній портфельній теорії здійснюється аналіз цінних паперів з точки зору їх доходності, ризику та кореляційної залежності між їх доходами.

При статистичному підході доходність розраховується як середня величина за останні T періоди:

$$m = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T R_t. \quad (1.1)$$

Ризик при статистичному підході розраховується як стандартне відхилення доходності:

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (R_t - m)^2}. \quad (1.2)$$

Оцінені таким чином цінні папери та портфелі цінних паперів відбивається на площині «дохідність – ризик»: (m, σ) . Вибір оптимального портфеля здійснюється з так званої множини ефективних портфелів [11, с. 82]. Графічна ілюстрація ефективної множини наведена на рис. 1.2.

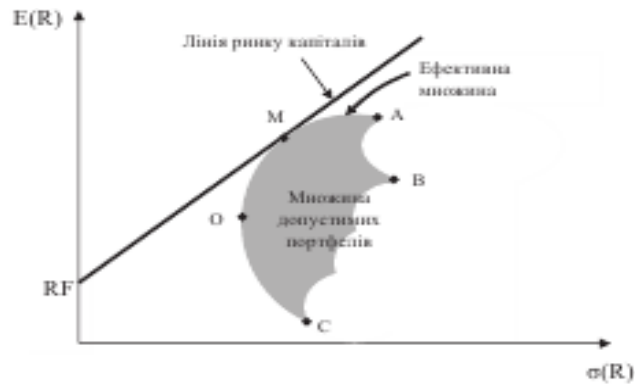


Рис. 1.2. Інвестиційний ринок за наявності безризикового активу [71, с. 567]

Наявність на ринку державних цінних паперів суттєво змінює вигляд ефективної множини. Це пояснюється декількома факторами, головним з яких є фактор низького ризику (чи навіть безризиковий характер) цих цінних паперів. Це дозволяє інвесторам створювати портфелі у вигляді комбінацій безризикового активу та ризикових активів. В теоретичному плані зміст такого підходу зображає теорема про інвестування в два фонди. Ілюстрація даної теореми наведена також на рис. 1.2. Наявність державних цінних паперів, які є безризиковими, створює нову ефективну множину – лінію ринку капіталів.

У відповідності до Теореми про інвестування в два фонди інвестори будуть інвестувати в фонд М, який являє собою ринковий портфель, та в безризикові державні цінні папери RF. Насправді безризиковий характер державних цінних паперів відрізняється в різних країнах та практика показує неможливість скористатися зазначеним підходом на ринках багатьох країн.

Розглядаючи інвестиції в державні цінні папери, інвестори мають урахувувати такі ризики:

- країновий,
- політичний,
- зміна відсоткової ставки,
- інфляційний,
- дефолт.

Країновий ризик складається із сукупності ризиків, які виникають при інвестиціях в іноземну країну. До нього включаються ризики політичні та економічні цієї країни, а також ризики коливання курсів валют та ризик неможливості виводу інвестицій з даної країни. Ризик коливання курсів валют

характеризується тим, що падіння курсу національної валюти може зменшити дохідність від інвестування чи навіть зробити її від'ємною.

Ризику виводу інвестицій з країни полягає в можливості введення державними органами заборони на виведення капіталу з країни.

Політичний ризик пов'язаний із невизначеністю в отриманні інвестиційного доходу через політичні зміни в країні (революції, зміни урядів тощо). Результатом політичних змін можуть бути оголошення дефолту, пропозиція реструктуризації виплат за облігаціями, висока інфляція та інші подібні аспекти.

Ризик зміни відсоткової ставки є ризиком притаманним облігаціям всіх типів (як державних, так і корпоративних) та особливо впливає на облігації з фіксованими ставками купону. Зміст його в тому, що інвестиційна вартість облігацій змінюється в залежності від відсоткових ставок в економіці. Зміни реалізуються через дисконтування майбутніх надходжень та зміни кон'юнктури попиту на різні інвестиційні інструменти. Взаємозв'язок між доходністю облігацій та відсотковими ставками є оберненим. Зростання відсоткових ставок призводить до зменшення доходності облігацій та навпаки.

Ризик дефолту та інфляційний ризик пов'язані у випадку розгляду інвестицій в державні облігації емітовані в національній валюті. Зумовленість інфляційного ризику пояснюється тим, що держава, як емітент цінних паперів, має унікальну можливість здійснювати емісію грошей з метою погасити свої зобов'язання. Як наслідок, існує можливість розрахуватися за борговими зобов'язаннями шляхом емісії грошей. Таким чином, за своєю суттю, дефолт знаходить своє вираження у вигляді емісії грошей та інфляцією, яка є наслідком цього.

Ризик дефолту частіше зустрічається у разі випуску урядових облігацій, виражених в іноземній валюті. Загалом всю історію дефолтів за борговими зобов'язаннями держави можна зобразити у вигляді табл. 1.1.

У той час, коли в більшості випадків дефолт відбувається по заборгованості в іноземній валюті, деякі країни наштовхнулись на це явище і у своїх зобов'язаннях у національній грошовій одиниці.

Так, у звіті рейтингового агентства Standard & Poor's «Sovereign Defaults set to fall again in 2005» зазначається, що з 1975 р. 23 емітенти мали дефолт з боргу в національній валюті. Серед них можна виокремити Аргентину (2002-2004 рр.), Мадагаскар (2002 р.), Домініку (2003-2004 рр.), Монголію (1997-2000 рр.), Україну (1998-2000 рр.) та Росію (1998-1999 рр.). Найбільшими в історичному контексті стали дефолт Росії на суму 39 млрд. дол. США та дефолт Бразилії – 62 млрд. дол. США в 1990 р.

Зрозуміло, що причиною такої ситуації є те, що країни, за відсутності певного рішення, зобов'язані оголошувати дефолт за зобов'язаннями в іноземній валюті за неспроможності розрахуватись за ними. Набагато складнішою є ситуація з дефолтом за випущеними борговими інструментами всередині країни. Уряд завжди буде мати можливість друкувати більше місцевої валюти для виконання своїх зобов'язань і таким чином уникати ситуації неможливості оплатити взяті зобов'язання.

Таблиця 1.1 [8]

Суверенні дефолти країн світу за 1820-2014 рр.

Країни	Періоди							
	1820–1834	1867–1882	1890–1900	1911–1921	1931–1940	1976–1989	1998–2003	2004–2014
<i>Європа</i>								
Австрія		1868		1914	1932			
Болгарія				1915	1932			
Німеччина					1932			
Греція	1824		1893					2012
Угорщина					1931			
Італія					1940			
Молдова							2002	
Польща					1936	1981		
Португалія	1934		1892					
Румунія				1915	1933	1981		
Росія				1917			1998	
Сербія-Югославія			1895		1933	1983		
Іспанія	1831	1867						
Туреччина		1876		1915	1940	1978		
Україна							1998	
<i>Латинська Америка</i>								
Аргентина	1830		1890	1915	1930	1982	2001	2014
Болівія		1874			1931	1980		
Бразилія	1826		1898	1914	1931	1983		
Чилі	1826	1880			1931	1983		
Колумбія	1826	1879	1900		1932			
Коста-Ріка	1827	1874	1895		1937	1983		
Куба					1933	1982		
Домініканська Республіка		1869	1899		1931	1982		2005
Еквадор	1832	1868		1911, 1914	1931	1982	1999	2008
Мексика	1827	1867		1914		1982		
Парагвай	1827	1874	1892	1920	1932	1986		
Перу	1826	1876			1931	1983		
Уругвай		1876	1892			1983	2003	
Венесуела	1832	1878	1892			1982		2004

Неспроможність виконати взяті урядом зобов'язання завжди матиме негативні наслідки для економіки країни. До них можна віднести такі: втрата репутації надійного позичальника, економічні спади і політична нестабільність. Проте використання альтернативи у вигляді друку вітчизняної грошової одиниці для оплати боргових зобов'язань також має місце бути.

В такій ситуації матимуть місце знецінення та девальвація національної валюти, нарощування темпів інфляції. Це також може призводити до спаду економіки, відтоку інвесторів та виведення іноземного капіталу, втрати довіри до фондового ринку країни тощо. Тому важливим є оцінка наслідків (вартість рішення) кожного із можливих сценаріїв розвитку – емісія грошей чи оголошення дефолту. Перераховані вище ризики, а особливо ризик дефолту, мають місце на вітчизняному ринку державних цінних паперів.

1.3. Організація ринку ОВДП

Здійснення ефективних економічних реформ в Україні потребує значних капіталовкладень, мобілізація яких на сучасному етапі може бути здійснена лише за рахунок внутрішніх і зовнішніх запозичень, що веде до утворення ринку державних цінних паперів.

Державні цінні папери, як потужний інструмент боргового фінансування, відіграють важливу роль в економіці України. За умови спрямування коштів, залучених у результаті випуску державних цінних паперів, на інноваційно-інвестиційні цілі може відбуватися фінансування новітніх пріоритетних проектів, що, у свою чергу, сприятиме забезпеченню економічного зростання держави. Державні цінні папери виступають привабливим інвестиційним інструментом, який надає можливість приватним інвесторам тримати кошти в низько ризикових і високоліквідних активах, які приносять стабільний дохід, а інституційним інвесторам – збалансовувати свої портфелі.

Ринок державних цінних паперів – важливий сегмент фінансового ринку країни. За ринкової системи господарювання державні цінні папери можуть

стати дієвим інструментом, що здатний позитивно впливати на інвестиційні процеси в країні.

Основними цілями емісії державних цінних паперів є фінансування поточного бюджетного дефіциту, стабілізація фінансового ринку, регулювання грошової маси в обігу, касове виконання державного бюджету, забезпечення портфельних інвесторів низько ризикованими фондовими інструментами.

Згідно Бюджетного кодексу, право на здійснення державних внутрішніх та зовнішніх запозичень у межах і на умовах, передбачених законом про Державний бюджет України, належить державі в особі Міністра фінансів України за дорученням Кабінету Міністрів України (рис. 1.3).

Міністерство фінансів України визначає обсяги емісії державних цінних паперів за термінами погашення у межах загального обсягу емісії, а також визначає цінові умови придбання державних боргових зобов'язань. НБУ виконує обов'язки генерального агента держави з обслуговування випуску державних цінних паперів та їх погашення, а також провадить депозитарну діяльність щодо цих цінних паперів. Порядок проведення операцій, пов'язаних з розміщенням цих облігацій, встановлюється Національним банком України, але за погодженням з Міністерством фінансів України. Як контролюючий орган, Національний банк України встановлює порядок обліку, розміщення, обігу, сплати відсотків та погашення облігацій; визначає вимоги до депозитарної мережі, механізму вторинного обігу облігацій і порядку проведення розрахунків за ними; здійснює контроль за комерційними банками-учасниками ринку облігацій.

Як дилер на вторинному ринку, Національний банк України купує державні облігації у інших учасників біржових торгів і виступає продавцем державних облігацій, що придбані на вторинному ринку або взяті у забезпечення ломбардного кредиту, строк повернення коштів за яким минув. Таким чином, Національний банк України на ринку державних облігацій виконує функції агента Міністерства фінансів України з обслуговування

випуску облігацій на первинному ринку, депозитарію державних облігацій, контролюючого органу та дилера па вторинному ринку.

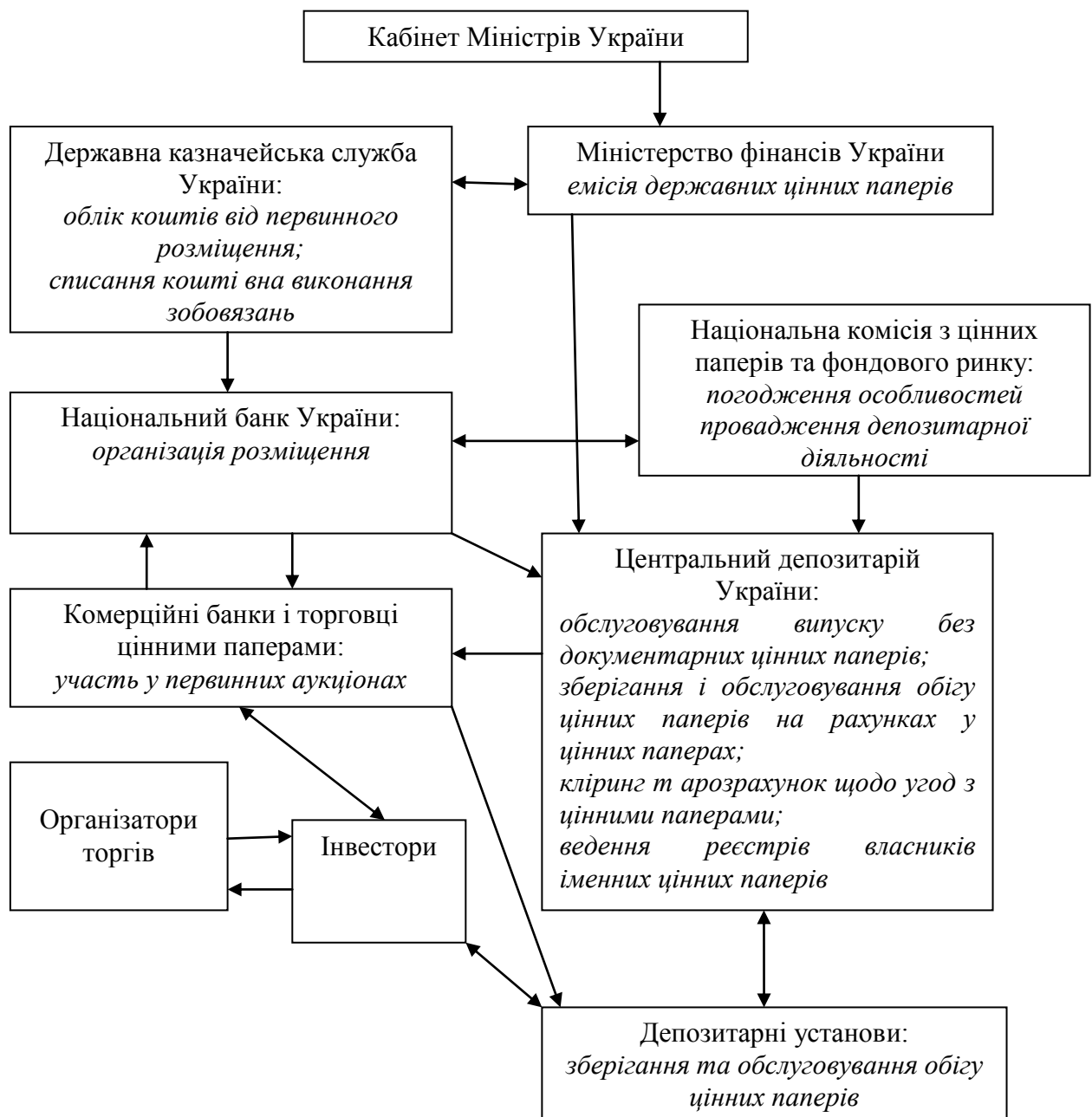


Рис. 1.3. Схема взаємовідносин учасників ринку державних цінних паперів [40, с. 54]

Державна казначейська служба України виконує технічні функції, пов'язані із обліком коштів, що надходять від первинного розміщення державних цінних паперів, та списанням коштів на виконання зобов'язань перед інвесторами.

Особливості провадження депозитарної діяльності з державними цінними паперами визначаються Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку разом з Національним банком України.

Ключовим суб'єктом ринку державних цінних паперів є Центральний депозитарій України, створений відповідно до Закону України «Про депозитарну систему України».

Комерційні банки на ринку державних облігацій виступають як інвестори та фінансові посередники, виконують функції агентів НБУ з розміщення та обслуговування обігу облігацій, а також беруть на себе виконання платіжних операцій при проведенні грошових розрахунків за операціями з купівлі-продажу облігацій. Комерційні банки є основними учасниками аукціонів з розміщення державних облігацій, купуючи їх як для себе, так і виконуючи представницьку функцію (для свої клієнтів – юридичних та фізичних осіб, як резидентів так і нерезидентів).

Державні облігації, що перебувають у власності юридичних та фізичних осіб, можуть бути предметом укладання й реалізації цивільних правових угод, у тому числі купівлі-продажу на біржовому та позабіржовому ринках.

На вторинному ринку вирішується важливе завдання – забезпечення високої ліквідності державних цінних паперів. Організаційним центром вторинного ринку виступають організатори торгівлі фондові біржі. Біржова торгівля державними облігаціями здійснюється на фондовій біржі «ПФТС», фондовій біржі «Перспектива» та на Українській фондовій біржі. Водночас, законодавством України не забороняється також позабіржова торгівля державними цінними паперами, тобто банки або інвестори можуть продавати та купувати належні їм облігації безпосередньо один в одного, повідомляючи депозитарій НБУ.

Перший випуск державних облігацій в Україні було здійснено в 1994 р., коли уряд для платежу за російський газ емітував облігації, номіновані в доларах США, на загальну суму 1,4 млрд. дол. США. У 1995 р. в обігу з'явилися облігації внутрішньої державної позики (ОВДП), номіновані у національній валюті. Наразі облігації внутрішньої державної позики

випускаються на пред'явника у вигляді записів на рахунках в системі електронного розміщення та обігу цінних паперів. Такі облігації є переважно короткостроковими (термін погашення до 1 року) [9].

Станом на 31 грудня 2017 р. державний і гарантований державою борг України за 2017 р. зріс на 11%, або на 211,87 млрд. грн., до 2,142 трлн. грн. З урахуванням оцінок номінального ВВП України за 2017 р., оприлюднених НБУ, на рівні 2,930 трлн. грн. показник державного боргу на кінець 2017 р. становив 73,1% ВВП [52]. Оскільки дане співвідношення майже на 13 процентних пунктів перевищує граничний обсяг, виникає реальна загроза фінансовій безпеці держави. Як наслідок, це становить величезну проблему для України і передусім відображається на темпі економічного розвитку, а у зв'язку із цим – на рівні життя громадян. Боргова проблема як економічна реальність і об'єкт наукового аналізу має дві сторони. По-перше, це економічні аспекти боргу: додаткове фінансування економічного розвитку, покриття дефіциту бюджету, розширення фондового ринку, взаємозв'язок останнього з грошово-кредитним ринком, «ефект витіснення», «управління боргом» і ціла низка конкретних фінансово-економічних проблем. По-друге, це істотний вплив боргу на національну економічну безпеку, тобто на здатність країни витримати і скоротити борговий тягар, зберегти фінансовий і загальноекономічний суверенітет, не допустити розростання кризових процесів, зниження національної конкурентоспроможності, посилення диспропорцій у розвитку регіонів тощо. Державний борг, як відомо, складається з двох частин: зовнішнього і внутрішнього боргу. Так, станом на 31 грудня 2017 р. державний внутрішній борг України становив 753,4 млрд. грн. (35,18%), зовнішній – 1 080,31 млрд. грн. (50,44%), гарантований державою – 307,96 млрд. грн. (14,38%). Для порівняння: станом на 31 грудня 2016 р. державний та гарантований державою борг України становив 1 929,76 млрд. грн., із них державний зовнішній борг – 980,19 млрд. грн. (50,79%) державний внутрішній борг – 670,65 млрд. грн. (34,75%), гарантований державою борг – 278,93 млрд. грн. (14,45%). Досліджуючи динаміку боргу, видно, що зростання відбувається як зовнішнього, так і внутрішнього боргу держави. Структура державного

боргу показує значне перевищення зовнішнього боргу над внутрішнім. Динаміка державного та гарантованого державою боргу України впродовж 2004-2018 рр. наведено на рис. 1.4.

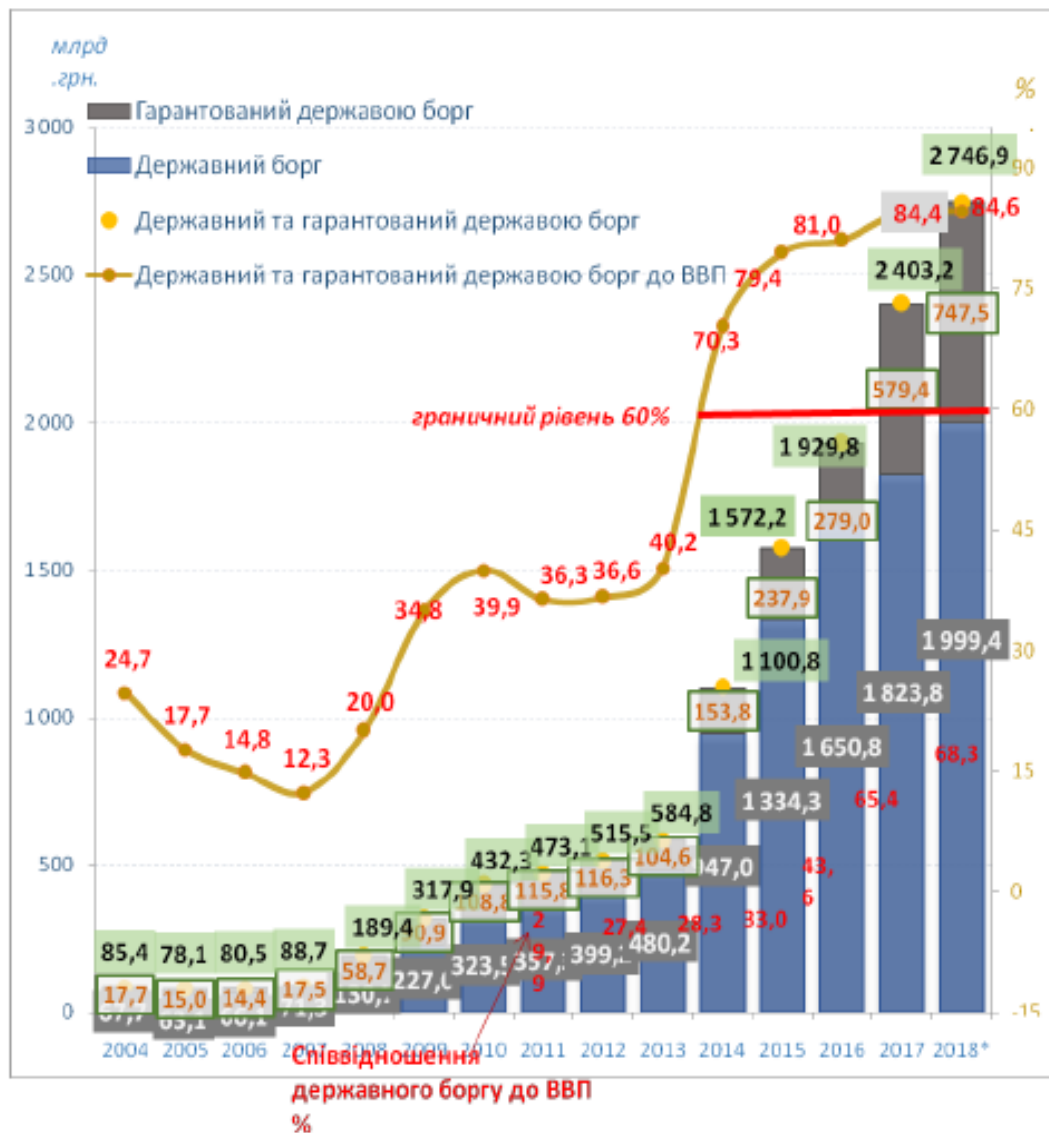


Рис. 1.4. Динаміка державного та гарантованого державою боргу України за період 2004-2018 рр. (*-планові показники) [52]

Випередження темпів нарощування обсягів боргу порівняно з темпами зростання ВВП в умовах впливу внутрішніх та зовнішніх дестабілізаційних чинників сприяли перевищенню безпечових значень рівня боргу та посиленню ризику неплатоспроможності держави: якщо на кінець 2014 р. відношення державного та гарантованого державою боргу до номінального ВВП становило 69,4 %, у 2015 р. – 79,1 %, то за підсумками 2016 р. цей показник збільшився до 81,0 %. Законами «Про Державний бюджет України на 2017 рік» та «Про внесення змін до Закону України «Про

Державний бюджет України на 2017 рік» (з урахуванням переглянутого Урядом прогнозного ВВП на поточний рік) передбачено, що на кінець 2017 р. державний і гарантований державою борг складе 84,4% ВВП, а згідно з прогнозами МВФ, рівень боргового навантаження сягне 89,9% ВВП. Відповідно до Проекту Закону «Про Державний бюджет України на 2018 рік» рівень боргового навантаження на 2018 р. становитиме 84,58% щодо ВВП. Проектом Постанови «Про Основні напрями бюджетної політики на 2018-2020 роки» встановлено обмеження граничного обсягу державного боргу в середньостроковій перспективі на рівні, не більше, ніж: 62% ВВП на кінець 2018 р.; 58% ВВП – на кінець 2019 р.; 55% ВВП на кінець 2020 р. та встановлення граничного обсягу гарантованого державою боргу на рівні не більше, ніж: 22 % ВВП на кінець 2018 р.; 19 % ВВП на кінець 2019 р. та 18 % ВВП на кінець 2020 р. Суттєвий вплив на зростання державного боргу в гривневому еквіваленті справила девальвація національної валюти.

Важливими умовами ефективного функціонування ринку державних цінних паперів, що забезпечують значні надходження коштів від державного запозичення, виступають: виважена політика держави у сфері запозичення коштів на фінансовому ринку; нормативно-правове забезпечення функціонування фінансового ринку та ринку державних боргових паперів, обов'язкове дотримання всіма учасниками правил і процедур роботи на ринку цінних паперів, партнерські взаємовідносини держави й інших учасників фінансового ринку, формування сучасного механізму взаємодії адміністративних і ринкових структур з метою удосконалення і зміцнення цього ринку.

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ РИНКУ ОВДП В УКРАЇНІ

2.1. Аналіз обсягів динаміки та строкової структури ринку

Сучасний вітчизняний ринок державних цінних паперів має такі особливості: законодавче регламентування специфіки випуску, обігу та погашення державних цінних паперів; державні цінні папери можуть бути ринковими та неринковими, іменними або на пред'явника; незначні обсяги емісії державних цінних паперів; обмеженість інструментів державних позик; низький рівень ліквідності державних цінних паперів; обмеженість вторинного ринку державних цінних паперів [6, с. 49-50].

Ринок державних цінних паперів України представлений облігаціями внутрішніх та зовнішніх державних позик різних років, казначейськими зобов'язаннями, облігаціями місцевих позик.

У розвинутих країнах державні цінні папери завдяки їх безризиковості є привабливим фінансовим інструментом. В Україні, незважаючи на присвоєння державними цінним паперам нульового рівня ризику (згідно з Інструкцією про порядок регулювання діяльності банків в Україні), вони фактично є ризиковими інвестиційними інструментами.

Слід зазначити, що номінальна дохідність державних цінних паперів в Україні є досить високою, проте, якщо проаналізувати їх реальну прибутковість (виходячи з рівня інфляції), то ситуація виглядає не зовсім втішною.

Так, у період бурхливого розвитку ринку ОВДП реальні ставки дохідності були занадто високими, що, з одного боку, сприяло залученню досить великих коштів від нерезидентів, а з другого – призвело до величезного навантаження на бюджет у вигляді витрат на обслуговування боргу за ОВДП. Однак в останні роки спостерігається протилежна ситуація: дохідність ОВДП є досить низькою, часом – навіть нижчою за рівень інфляції – 2005-2009 рр. В 2010 р. вперше з 2004 р. середньозважена дохідність ОВДП перевищувала середньорічну інфляцію на 1,3%.

Первинний ринок державних цінних паперів в Україні характеризується тією особливістю, що на ньому практично відсутні індивідуальні інвестори. Це негативне явище, адже без залучення заощаджень домогосподарств не варто розраховувати на зростання інвестиційного потенціалу ринку державних цінних паперів [10, с. 14]. Низька активність населення на ринку державних цінних паперів та значні розміри депозитів населення у банках свідчать про необхідність використання ресурсів населення у забезпеченні фінансування державних програм.

Вторинний ринок державних цінних паперів в Україні розвивається нестабільно, проте демонструє значне зростання: з 20,34 млрд. грн. у 2005 р. до 375, 6 млрд. грн. у 2013 р. якщо розглядати в абсолютних величинах, то у 2017 році обсяг торгів державними облігаціями у країні на біржовому ринку становив 189,52 млрд. грн., що на 9,8% менше порівняно з 2016 роком. В обсязі операцій на позабіржовому ринку частка первинного розміщення ОВДП становила 89, 4%, або 59,6 млрд. грн. Загалом на біржовому ринку було проведено 96% обсягу торгів вторинного ринку ОВДП (табл. 2.1, рис. 2.1).

Таблиця 2.1 [54]

Обсяг торгів державними облігаціями України на біржовому та позабіржовому ринку у 2013-2017 рр., млрд. грн.

Вид ринку	2013	2014	2015	2016	2017
Позабіржовий ринок	375,6	142,32	33,3	129,40	66,60
Біржовий ринок	345,87	545,77	250,13	210,09	189,52
Усього	721,47	688,09	283,36	339,49	256,12

Окрім забезпечення ліквідності державних цінних паперів, вторинний ринок дозволяє ефективно перерозподіляти ресурси як між окремими групами власників, так і в середині груп. Таким групами є комерційні банки, нерезиденти, НБУ тощо.

Вторинний ринок державних цінних паперів поширюється на діяльність українських фондових бірж, інформаційних систем Reuters, Bloomberg, які

пропонуються міжнародними фірмами, працюючими у сфері фінансового інформаційного бізнесу.

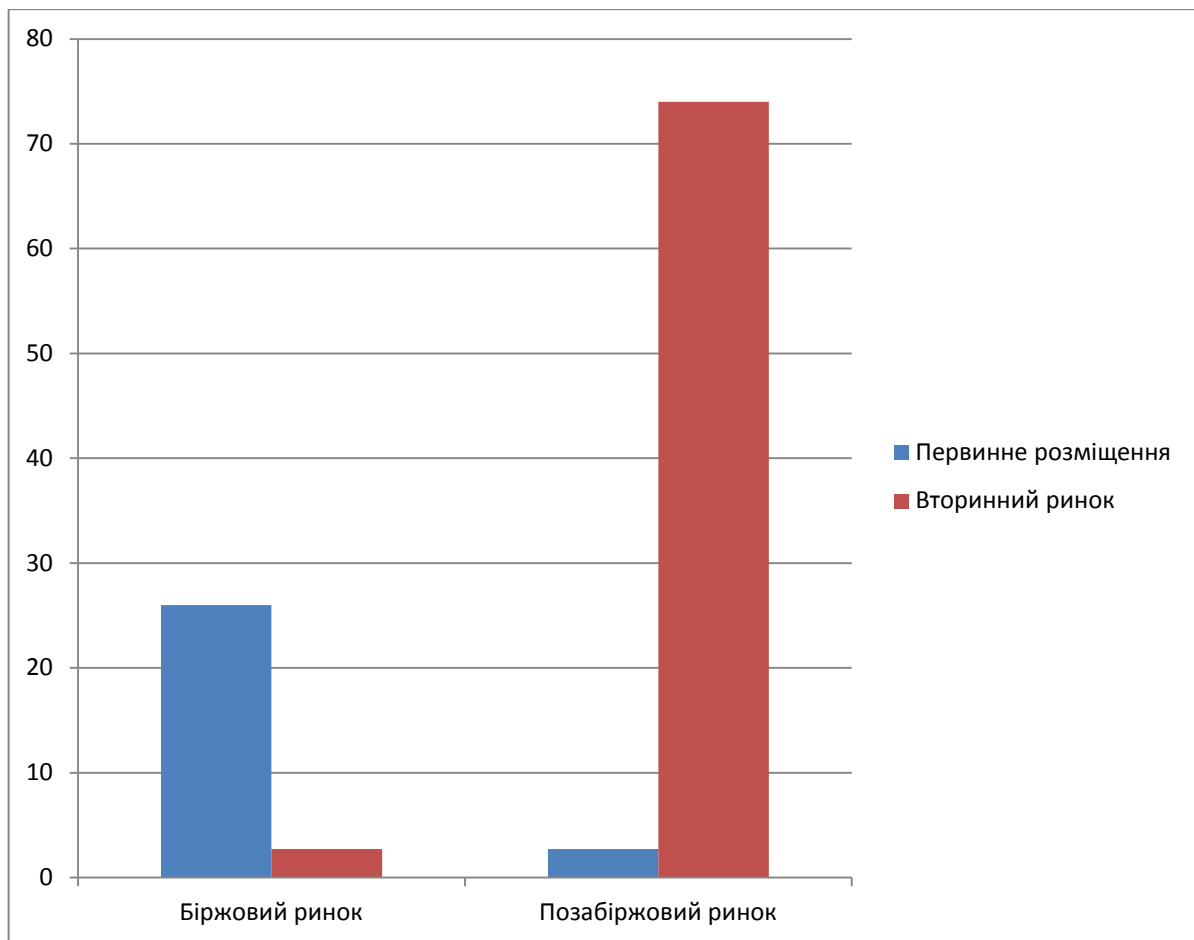


Рис. 2.1. Структура торгів ОВДП у 2017 році [54]

На сьогодні ринок державних облігацій відіграє одну з ключових ролей у формуванні бюджетної політики держави. Державні облігації виступають інструментом державних запозичень, дозволяючи залучати необхідні фінансові ресурси на прийнятних умовах.

Операції з обслуговування державного боргу Національним банком України, що пов'язані з первинним розміщенням облігацій внутрішніх державних позик (ОВДП), представлені у табл. 2.2.

В умовах обмеженості доходів Державного бюджету України, а також за відсутності надходжень від приватизації державного майна залучення ОВДП являється суттєвим джерелом фінансування дефіциту бюджету. За останній рік до Державного бюджету було залучено 37,03 млрд.грн., що в 3,8 рази більше, ніж на початок досліджуваного періоду. Динаміка розміщення державних запозичень за різними напрямками представлена в табл. 2.3.

Результати розміщення ОВДП на первинному ринку

Показники	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	листопад 2018
Сума залучених коштів до Державного бюджету України, млрд. грн.	9,77	18,84	40,42	28,91	35,95	50,52	67,12	9,98	37,03	32,7	50,13
Дохідність ОВДП, залучених до Держбюджету України, %	14,85	20,07	12,69	8,92	13,56	12,96	15,24	17,0	14,86	15,02	17,12
Випуск ОВДП для збільшення статутного фонду банків, %	13,77	23,32	6,39	8,85	-	1,40	16,60	3,84	121,28	70,70	-
Дохідність ОВДП, випущених для збільшення статутного фонду банків, %	9,74	9,50	9,50	9,50	-	9,50	7,05	9,50	7,36	8,36	-
Випуск ОВДП з реструктуризації заборгованості КМУ перед НБУ, млрд. грн.	-	7,99	-	-	-	-	20,72	-	-	-	-
Дохідність ОВДП з реструктуризації боргу перед НБУ, %	-	9,83	-	-	-	-	14,25	-	-	-	-

Загальна сума державних цінних паперів, розміщених на первинному ринку у національній валюті постійно зростала на протязі всього аналізованого періоду. При цьому найбільше зростання випуску ОВДП спостерігалось у 2014 році в зв'язку з складними економічними умовами.

Основну питому вагу у загальному обсязі розміщених на первинному ринку ОВДП займають цінні папери, за допомогою яких залучаються кошти до державного бюджету. Така форма державного кредиту займала на протязі 2005-2007 років 100%, з 2008 по 2013 роки вона досягала значень від 25,3 до 83,7%. На протязі останніх трьох років вона мала тенденцію до скорочення в зв'язку з збільшенням інших напрямків випуску

державних цінних паперів. Для збільшення формування статутного капіталу банків випуск ОВДП почався з 2008 року. За період дослідження ця форма залучення коштів мала найбільшу питому вагу у кризові 2008 та 2009 роки та у 2016 році – 72,96% у зв'язку з масштабним оновленням банківської системи України. Крім того, Міністерством фінансів України шляхом випуску та передачі НБУ державних облігацій було здійснено переоформлення залишку заборгованості Кабінету Міністрів України перед НБУ у порядку реструктуризацію боргів.

Таблиця 2.3 [54]

Динаміка розміщення ОВДП, номінованих у національній валюті,
на первинному ринку

Період	Розміщені ОВДП на первинному ринку у нац. валюті		у тому числі					
			Кошти, залучені до державного бюджету		Реструктуризація заборгованості КМУ перед НБУ		випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу банків	
	сума, млрд. грн	в %	сума, млрд. грн	в %	сума, млрд. грн	в %	сума, млрд. грн	в %
2006	1,6	100,0	1,6	100,0	-	-	-	-
2007	3,62	100,0	3,62	100,0	-	-	-	-
2008	23,54	100,0	9,77	41,5	-	-	13,77	58,5
2009	74,53	100,0	18,84	25,3	7,99	10,7	23,32	31,3
2010	70,66	100,0	40,42	57,2	-	-	6,39	9,0
2011	50,26	100,0	28,91	57,5	-	-	8,85	17,6
2012	42,95	100,0	35,95	83,7	-	-	-	-
2013	65,22	100,0	50,52	77,5	-	-	1,40	2,2
2014	218,05	100,0	67,12	30,8	20,72	9,5	16,60	7,6
2015	85,02	100,0	9,98	11,27	-	-	3,84	4,5
2016	166,24	100,0	37,03	22,3	-	-	121,28	73,0
2017	103,458	100,0	32,755	31,7	-	-	70,703	68,3
Листопад 2018	50,135	100,0	50,135	100,0	-	-	-	-

Таким чином, усього за 2016 рік Міністерством фінансів України було розміщено ОВДП на суму 166,24 млрд. грн. При цьому 22,3% з цих коштів були залучені до державного бюджету, 73,0% - на рекапіталізацію банків.

Динаміка коштів, направлених до державного бюджету за термінами залучення, представлена в табл. 2.4.

Дані табл. 2.4 показують, що на протязі 2006-2008 рр. переважна кількість державних запозичень здійснювалася на строк від 1 до 3 років.

Таблиця 2.4 [54]

Динаміка обсягів коштів, залучених
до державного бюджету за строками

Роки	Кошти, залучені до бюджету, всього		У тому числі							
			До 1 року		Від 1 до 3 років		Від 3 до 5 років		Понад 5 років	
	сума, млрд. грн	в %	сума, млрд. грн	в %	сума, млрд. грн	в %	сума, млрд. грн	в %	сума, млрд. грн	в %
2006	1,6	100,0	-	-	1,40	87,5	0,20	12,5	-	-
2007	3,62	100,0	-	-	3,36	92,8	0,26	7,2	-	-
2008	9,77	100,0	1,19	12,2	4,44	45,4	4,14	42,4	-	-
2009	18,84	100,0	12,47	66,2	4,97	26,4	0,36	1,9	1,04	5,5
2010	40,42	100,0	22,92	56,7	14,42	35,7	3,08	7,6	-	-
2011	28,91	100,0	9,73	33,6	14,67	50,7	2,80	9,7	1,71	5,9
2012	35,95	100,0	8,79	24,5	9,21	25,6	9,32	25,9	8,63	24,0
2013	50,52	100,0	8,20	16,2	1,11	2,2	28,05	55,5	13,16	26,0
2014	67,12	100,0	7,18	10,7	31,31	46,6	20,52	30,6	8,11	12,1
2015	9,98	100,0	9,98	100,0	-	-	-	-	-	-
2106	37,03	100,0	5,49	14,8	18,35	49,6	-	-	8,71	23,5
2017	32,7	100,0	11,3	34,55	19,5	59,63	1,9	5,82	-	-
листопад 2018	50,13	100,0	45,44	90,46	2,98	5,94	1,71	3,6	-	-

Були відсутні державні запозичення на строк понад 5 років. З 2009 року акценти на ринку державних запозичень змістилися на розміщення державних цінних паперів зі строками до 1 року у 2009-2010 рр. та зі строками від 1 до 3 років у 2011-2012 рр. Відносна економічна стабілізація дозволила на протязі 2013 року збільшити суми розміщення облігацій від 3 до 5 років до рівня 55,5% та понад 5 років – до 26,0%. Але загострення політичної та економічної ситуації у країні на протязі 2014 р. сприяло зниженню частки довгострокових запозичень та призвело до зростання питомої ваги ОВДП з терміном обігу до 1 року до 100,0% у 2015 р. Деякі позитивні зміни відбулися у 2016 р. - найбільшим попитом

користувались ОВДП з терміном обігу від 1 до 3 років (49,6% від загальної суми первинного розміщення). З'явилися також цінні папери з терміном обігу понад 5 років – 23,5% від загальної кількості.

Динаміка розміщення державних запозичень на первинному ринку в іноземній валюті представлена в табл. 2.5.

Таблиця 2.5 [54]

Динаміка розміщення ОВДП, номінованих в іноземній валюті, на
первинному ринку

Період	Розміщення ОВДП на первинному ринку, номіновані в іноземній валюті (кошти залучені до бюджету)			
	долари США		євро	
	сума, млн. дол.	дохідність, %	сума, млн. євро	дохідність, %
2008	-	-	-	-
2009	-	-	-	-
2010	-	-	-	-
2011	413	8,92	-	-
2012	2543	8,92	317	4,80
2013	5311	7,63	112	4,80
2014	793	5,80	40	7,50
2015	643	8,74	-	-
2016	3006	7,29	141	4,0
2017	1809	4,8	133	3,95
листопад 2018	2986	5,89	460	4,2

Дані табл. 2.6 показують, що на протязі 2008-2010 років на первинному ринку були відсутні державні цінні папери, номіновані в іноземній валюті. З 2011 по 2013 рік спостерігалася тенденція до зростання суми державних запозичень в доларах США. З 2012 року також були залучені кошти в європейській валюті. Але погіршення інвестиційного клімату у 2014 року сприяло значному скороченню державних запозичень в доларах та зупиненню фінансування в євро. В зв'язку з деякою стабілізацією економічної ситуації в країні у 2016 році відновилося розміщення ОВДП в євро та відбулося зростання обсягів запозичень в доларах.

Операції розміщення державних запозичень на вторинному ринку на протязі 2014-2016 років представлені в табл. 2.5.

Дані табл. 2.5 показують, що з початку 2014 року відновлюється та стає домінуючою на протязі 2015-2016 років негативна тенденція щодо викупу ОВДП Національним банком на вторинному ринку. За результатами останнього року частка НБУ в загальній структурі операцій збільшувалася і становила 53,1% на початок 2017 року. Але якщо у 2015 році 59,5% коштів з викупу ОВДП Національним банком спрямовувались на фінансування державних потреб, у 2016 році – ці кошти спрямовувались на рефінансування банків другого рівня у розмірі 100%.

Таблиця 2.6 [54]

Операції з розміщення державних цінних паперів на вторинному ринку
у 2014-2016 роках

Показники	2014		2015		2016	
	сума, млрд. грн.	% до підсум- ку	сума, млрд. грн.	% до підсум- ку	сума, млрд. грн.	% до підсум- ку
Обсяг операцій з розміщення державних цінних паперів на відкритому ринку, всього, млрд. грн., у тому числі:	763,25	100,0	309,69	100,0	341,07	100,0
- <i>Національний банк України</i> , всього, з них:	328,84	43,1	157,29	50,8	181,13	53,1
• купівля-продаж на торгах організаторів торгівлі;	137,64	18,0	93,53	30,2	-	-
• купівля-продаж без посередництва організаторів торгівлі;	25,85	3,4	-	-	-	-
• рефінансування банків НБУ.	165,35		63,66	20,6	181,13	53,1
- <i>Суб'єкти господарювання</i> , всього, з них:	434,41	56,9	152,4	49,2	159,94	46,9
• купівля-продаж на торгах організаторів торгівлі;	344,75	45,2	126,06	40,7	105,24	30,9
• купівля-продаж без посередництва організаторів торгівлі;	31,09	4,1	7,21	2,3	3,01	0,9
• надані/отримані кредити.	58,57	7,7	19,23	6,2	51,69	15,2

Слід зазначити, що недорозміщення боргових зобов'язань уряду на фінансовому ринку році змусило державу здійснювати пошук альтернативних шляхів залучення коштів на внутрішньому ринку, одним із яких став продаж ОВДП у портфель Національного банку України. Це явище не можна назвати позитивним для економіки, оскільки суб'єкти ринку (банки, страхові та інвестиційні компанії) не беруть участі у фінансуванні інвестиційних потреб держави.

Переважна більшість операції з викупу ОВДП Національним банком та суб'єктами господарювання здійснювалася з 2014 року на біржовому ринку.

Характерною тенденцією останніх років також являється значне скорочення обсягів операцій з ОВДП на вторинному ринку в цілому на 55,3% за три роки, що пов'язане з втратою привабливості державних цінних паперів для внутрішніх покупців.

Виходячи з вищевикладеного, зазначимо, що на даному етапі економічного розвитку важливо обмежити збільшення бюджетного дефіциту з метою уникнення необхідності продажу ОВДП у портфель НБУ. Ці заходи дадуть змогу стабілізувати коливання на фінансових ринках, що сприятиме перерозподілу їх ресурсів задля поліпшення макроекономічних показників.

Ринок державних цінних паперів являє собою важливу складову фінансового ринку будь-якої країни. Уряди розвинутих країн використовують випуск державних цінних паперів як неемісійне джерело для фінансування дефіциту бюджету. За нормального функціонування фінансового ринку країни державним цінним паперам притаманні висока ліквідність та низька ризикованість, однак досить часто ці характеристики не дотримуються. Щоб бути привабливими для інвесторів, державні цінні папери повинні мати відповідну прибутковість. В Україні їх номінальна дохідність є досить високою, але їх реальна прибутковість, виходячи з рівня інфляції, не така приваблива (табл. 2.7, рис. 2.2).

Так, у період з 2010 по 2013 роки дохідність державних цінних паперів були вище ніж середньорічної рівень інфляції. Однак в 2007-2009 роках та в останні роки (2014-2016) спостерігається протилежна ситуація: дохідність ОВДП є достатньо низькою, навіть нижчою за рівень інфляції.

Використання державою у своїй фінансовій політиці залучення коштів на кредитній основі зумовлює формування державного боргу. Невміння держави жити на власні кошти є основною причиною виникнення, а

невміння використовувати залучені фінансові ресурси – зростання державного боргу.

На 2019-2021 роки припадає пікове навантаження у погашенні та обслуговуванні державного боргу (рис. 2.3). За даними Міністерства фінансів України (за діючими угодами станом на 1 жовтня 2018 року): у 2019 році погашення та обслуговування державного боргу – 357 млрд. грн. (внутрішній державний борг – 192 млрд. грн., зовнішній державний борг – 165 млрд. грн.), у 2020 році – 280 млрд. грн. (внутрішній державний борг – 110 млрд. грн., зовнішній державний борг – 170 млрд. грн.), у 2021 році – 222 млрд. грн. (внутрішній державний борг – 71 млрд. грн., зовнішній державний борг – 151 млрд. грн.).

Таблиця 2.7 [54]

Річні дані щодо розміщення державних цінних паперів в Україні

Рік	Кількість проведених аукціонів	Середня доходність ОВДП, %	Середньорічна інфляція, %
2006	37	9,26	9,1
2007	28	6,71	12,8
2008	41	11,86	25,2
2009	121	13,13	15,9
2010	179	11,09	9,4
2011	137	9,21	8,0
2012	146	13,56	0,6
2013	181	11,23	-0,3
2014	192	12,18	12,1
2015	78	13,25	48,7
2016	141	11,11	13,9
2017	167	15,8	14,4
2018	-	17,2	9

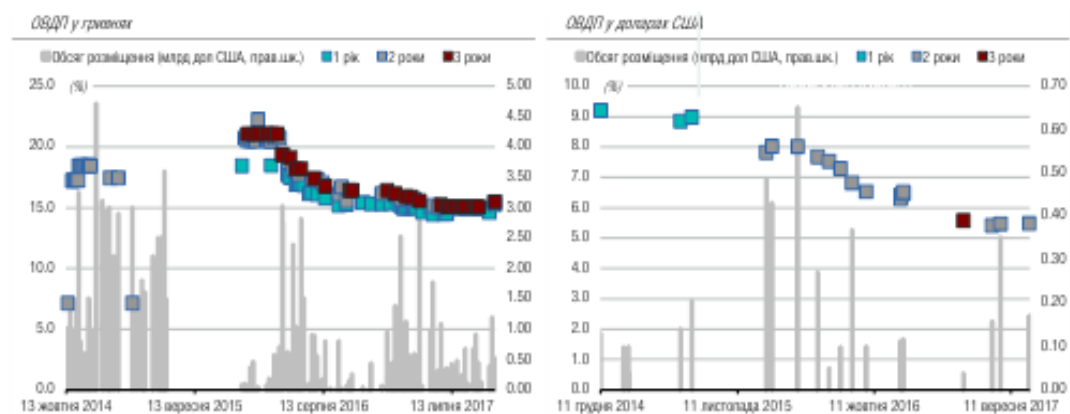


Рис. 2.2. Історія розміщення ОВДП на аукціонах за останні три роки: обсяг залучених коштів (млрд. одиниць валюти) та доходності (% річних) [2]

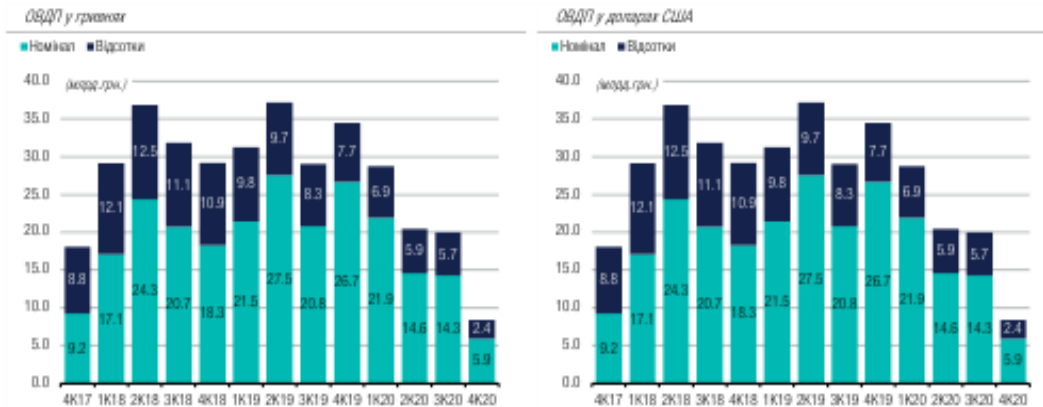


Рис. 2.3. Майбутні виплати по облігаціям внутрішньої державної позики, ОВДП (млрд. одиниць валюти) [2]

Із загальної суми платежів з погашення зовнішнього державного боргу до 2045 року 31,6% припадає на платежі з погашення та обслуговування зовнішнього державного боргу, які необхідно сплатити у 2019-2021 роках.

Із урахуванням налагодженого механізму заміщення внутрішнього державного боргу ситуація із фактом його рефінансування та обслуговуванням не викликає занепокоєння. Однак тенденція до зростання доходності ОВДП, яка спостерігається у 2018 році, разом із вірогідністю збільшення потреби Уряду України у внутрішніх запозиченнях (унаслідок можливої соціальної спрямованості державного бюджету у 2019 році) може зумовити збільшення вартості обслуговування внутрішнього державного боргу. Структурний дефіцит ліквідності банківської системи, що очікується у 2019 році, також може стати чинником, який спричинить зростання вартості внутрішніх запозичень.

У структурі державного внутрішнього боргу 99,7% становлять державні цінні папери (ОВДП) й 0,3% - кредити.

Заборгованість за випущеними цінним паперами на внутрішньому уринку становить майже весь внутрішній державний борг (99,7% станом на початок вересня 2018 року).

Динаміка загального обсягу ОВДП, що перебувають в обігу, характеризувалася щорічним зростанням. Найвищі темпи зростання за останнє десятиріччя зафіксовано в кризові 2008-2009 роки, а також у 2014 році.

У поточному році спостерігається найнижчі темпи такого зростання. За дев'ять місяців 2018 року загальний обсяг ОВДП, що перебувають в обігу (за сумою основного боргу) зріс на 0,2% або на 1,3 млрд. грн. і становив 751,2 млрд. грн.

Проте активне збільшення внутрішнього державного боргу за рахунок випуску ОВДП, яке відбувалося протягом 2014-2017 років, зумовило наближення загального обсягу ОВДП в обігу до розміру депозитного портфеля банків. Станом на початок жовтня 2018 року загальний обсяг ОВДП в обігу за сумою основного боргу становить 81% депозитного портфеля банків (927,8 млрд. грн.) та 69% кредитного портфеля банків (1090 млрд. грн.).

Основна частка ОВДП, що перебувають а в обігу традиційно викуповувалася національним банком України та банками. Станом на початок жовтня 2018 року у власності Національного банку було 46,3% (348, 1 млрд. грн.) загального обсягу ОВДП, що перебувають в обігу (за сумою основного боргу), у власності банків – 49,2% (369,9 млрд. грн.). за дев'ять місяців 2018 року зафіксовано зниження обсягу ОВДП у власності Національного банку на 12,5 млрд. грн. проте обсяг ОВДП у власності банків за дев'ять місяців 2018 року збільшився на 9,5 млрд. грн. (протягом 2016-2017 років банки збільшили свій портфель ОВДП у 4.4 раза – з 82 млрд. грн. до 350,5 млрд. грн. за сумою основного боргу, значною мірою це було викликано необхідністю їх до капіталізації).

У структурі активів державних банків укладенні в ОВДП мають велику питому вагу: ПАТ «Державний ощадний банк України» - 32%, ПАТ КБ «Приватбанк» - 31%, ПАТ «Укргазбанк» - 26%, ПАТ «Державний експортно-імпортерський банк України» - 25% (станом на початок серпня 2018 року). В активах банків із приватним українським капіталом – 9%, в активах іноземних банків – 3%.

Протягом дев'яти місяців 2018 року зафіксовано збільшення обсягів ОВДП у власності нерезидентів на 2,1 млрд. грн. – до 7,3 млрд. грн. (порівняно із 5,2 млрд. грн. станом на початок 2018 року). Стрімко (у 3,2 раза) збільшився обсяг ОВДП у власності фізичних осіб – з майже 1,5 млрд. грн. до 4,8 млрд. грн.

Протягом девяти місяців 2018 року випуск ОВДП для збільшення статутних капіталів банків з метою надання кредитів Фонду гарантування вкладів фізичних осіб та ОВДП-ПДВ не здійснювався (у 2017 році було випущено ОВДП для збільшення статутних капіталів банків на суму 70,7 млрд. грн.).

У загальному макроекономічному контексті пере спрямування коштів в банків на кредитування Уряду України створює умови для заміщення державними позиками банківських кредитів підприємствам і витіснення державними позиками внутрішніх приватних інвестицій. Проте зростання кредитування за девять місяців 2018 року становило 8,3%. Це свідчить про те, що тенденція до заміщення державними позиками банківських кредитів підприємствам, яка спостерігалася протягом 2016-2017 років, призупинена. Однак наявність таких альтернатив банківського кредитування, як вкладення коштів у державні цінні папери з високою дохідністю та низькими ризиками, не стимулює банки до більш активного кредитування суб'єктів економічної діяльності (кредити, надані банками корпоративному сектору, за девять місяців 2018 року збільшилися на 6,7%).

Державні цінні папери – ефективні інструменти грошово-кредитної політики, які в стабільних умовах є локомотивом розвитку фінансового ринку. Крім того, наявність на ринку достатньої кількості цінних паперів з мінімальним ризиком формуватиме цінові орієнтири для учасників ринку, сприяючи тим самим його стабільності. Це також надасть інституційним інвесторам, додаткові можливості вкладення залучених коштів у високоліквідні та надійні цінні папери.

Ринок державних цінних паперів в Україні, з огляду на його обсяги, значущість для банківської системи та бюджетного процесу, різноманіття функцій ОВДП як найбільш надійних інструментів в Україні, можна розглядати як очевидний успіх держави та учасників ринку. На сьогодні це дійсно достатньо розвинутий і зрілий ринок (у всякому випадку значно більш розвинутий, ніж будь-який інший ринок національних боргових інструментів) – насамперед, в частині надійної інфраструктури,

гарантованих розрахунків, здатності до модернізації, щільного державного нагляду, достатньо об'єктивного ціноутворення тощо.

В контексті модернізації слід окремо підкреслити численні заходи регуляторів цього ринку (Міністерство фінансів та Національний банк України). Розширення спектру використовуваних інструментів державних запозичень (внутрішні та зовнішні державні облігації, купонні, дисконтні, цільові, індексовані, амортизаційні, валютні, ощадні тощо) створюють передумови для того, аби вони були цікаві для максимально можливого кола інвесторів (банків, інституційних інвесторів, фізичних осіб – незалежно від резидентності).

Проаналізувавши ситуацію на вітчизняному ринку державних цінних паперів, слід зазначити, що на сьогодні без вжиття дійових заходів з боку держави активізація даного ринку неможлива.

Удосконалення та розвиток ринку державних цінних паперів України потребують розробки і запровадження цілісної стратегії, яка поєднає завдання вдосконалення нормативно-правового та інституційного забезпечення політики державних запозичень, розвиток інструментарію державних позик для підтримки індивідуальних заощаджень і створення відповідної інфраструктури.

2.2. Крива дохідності ринку ОВДП

Фінансова криза останніх років, що призвела до економічного спаду у більшості країн, мала негативний вплив як на загальну платоспроможність позичальників, зокрема емітентів облігацій, так і на фінансові результати фінансово-кредитних установ.

Тому визначення чинників, які спричинили порушення виконання боргових зобов'язань з боку компаній – емітентів облігацій, є важливим завданням, адже надає змогу здійснювати постійний контроль за факторами ризику дефолту.

Вплив макроекономічних чинників і бізнес-циклів на дохідність суб'єктів господарювання не викликає сумнівів. Ймовірність дефолту

державних, муніципальних і корпоративних позичальників має циклічний характер і зростає у період економічної рецесії. Тому при оцінюванні ризику дефолту емітентів облігацій особливу увагу слід приділити аналізу окремих макроекономічних факторів.

Інвестиційна привабливість облігацій визначається не лише індивідуальними властивостями фінансового інструменту, але й станом зовнішнього економічного середовища, зокрема фінансового ринку. Це пояснюється тим, що на фінансовий стан емітентів корпоративних облігацій впливають не лише ендогенні, але й екзогенні чинники. До зовнішніх факторів можна віднести макроекономічні індикатори, такі як: ВВП, інфляція, безробіття, рівень відсоткових ставок тощо.

Одним із макроекономічних показників, що найбільш інформативно відображає стан економіки та фінансового ринку, є рівень відсоткових ставок. Відсоткова ставка надає уявлення про ціну позикового капіталу для компанії-позичальника, а також про інвестиційні можливості та ризики для кредитора. Як правило, відсоткова ставка коливається залежно від загальної макроекономічної ситуації. Зважаючи на це, розгляд структури відсоткових ставок надає змогу оцінити очікування щодо майбутнього стану ділового циклу.

Для цілей аналізу найбільш доцільно розглядати дохідність до погашення за державними цінними паперами з фіксованим доходом. Як визначає В. Шарп [1], вказана дохідність представляє собою єдину ставку складних відсотків, що нараховується у банку та надає змогу інвесторові отримати еквівалентну суму виплат за даною облігацією, якщо б кошти інвестувалися не у цінні папери, а у банківський депозит. Використання для аналізу державних облігацій зумовлено тим, що на їх дохідність не впливає різниця у якості випусків, оскільки емітентом завжди виступає держава. Це пояснює можливість безпосереднього порівняння між собою зазначених цінних паперів різних емісій. Крім того, оскільки ринок державних облігацій є найбільшим за розмірами та активністю облігаційним ринком, на ньому існує

менше проблем, пов'язаних з неліквідністю, а ціни державних цінних паперів є найбільш репрезентативними та відображають найсвіжішу інформацію.

Співвідношення дохідності до погашення державних цінних паперів зі строками до погашення, що надає уявлення про часову залежність відсоткових ставок, відображає крива дохідності. Остання є надійним індикатором стану всієї економіки, а інвестори використовують її для прогнозування економічної кон'юнктури, майбутньої поведінки фондового ринку, рівня відсоткових ставок, розробки стратегій інвестування тощо. З практичної точки зору основна функція кривої дохідності державних цінних паперів полягає в тому, щоб слугувати еталоном при оцінці облігацій та визначенні дохідності в інших секторах ринку боргових інструментів – банківських позик, іпотек, корпоративних боргових зобов'язань та міжнародних облігацій.

Отже, внутрішній ринок державних цінних паперів слугує фундаментом для побудови інших ринків боргових інструментів, передусім, корпоративних, шляхом створення необхідної інфраструктури і цінових орієнтирів для інших емітентів та інвесторів.

Існують три найбільш типові форми графіку кривої дохідності, які достатньо часто спостерігаються на ринку боргових зобов'язань (рис. 2.4).

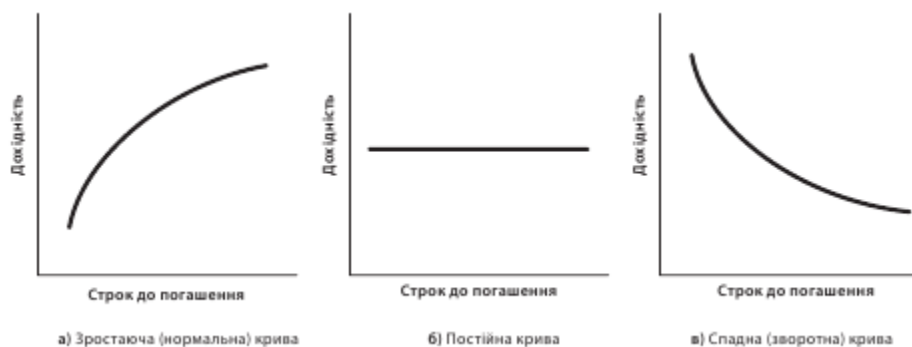


Рис. 2.4. Типові форми кривої дохідності [32, с. 26]

Графік а) відображає зростаючу криву дохідності, тобто при збільшенні строку до погашення дохідність постійно збільшується. Така форма зазвичай називається «нормальною», або «додатною» кривою дохідності. Графік б) має місце, коли дохідність не змінюється залежно від строку до погашення,

така крива дохідності називається «постійною». Графік в) показує спадну, або «зворотну», криву дохідності, коли дохідність знижується зі збільшенням строку до погашення.

На різних етапах розвитку фінансового ринку утворюється той чи інший тип кривої дохідності. Тимчасова структура відсоткових ставок визначається очікуваннями інвесторів, їх перевагами та згодою брати на себе відповідні ризики. Оскільки вкладення в довгострокові цінні папери зазвичай пов'язані з більшим ризиком через вплив інфляції та підвищеною невизначеністю внаслідок більш тривалого інвестиційного горизонту, найбільш поширеною є зростаюча тенденція дохідності до погашення облігацій. Аналіз кривої дохідності у довгостроковому аспекті дає змогу визначити, на якій стадії ділового циклу знаходиться економіка.

У період економічних підйомів крива дохідності має тенденцію зростання, а у період кризи спостерігається від'ємний тренд. Так, наприклад, коли інвестори очікують економічного спаду, вони готові продавати свої короткострокові активи, у результаті чого ціни на ці фінансові інструменти знижується і дохідність до погашення зростає, порівняно з дохідністю довгострокових фінансових інструментів.

У зв'язку з вищезазначеним, розглянуто криву дохідності до погашення українських облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) у різні моменти часу та здійснено порівняння отриманих результатів з кількістю дефолтів емітентів облігацій. На рис. 2.5 відображені криві дохідності ОВДП з інтервалом у півроку протягом 2008-2012 рр.

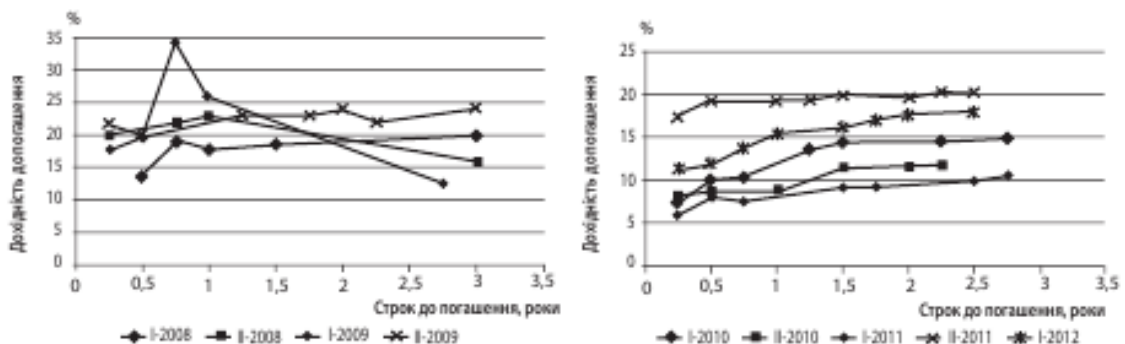


Рис. 2.5. Крива дохідності до погашення ОВДП на відповідну дату [30]

Як зазначалося раніше, крива дохідності є інструментом аналізу ринку боргових цінних паперів. При цьому важливе значення має не тільки форма кривої, але й зміна її положення у часі. Як видно з рис. 2, за період 2008-2012 рр. можна виділити два ключові стани ринку. У першому випадку йдеться про кризовий стан 2008-2009 рр. У цей час криві дохідності були інверсійними (II півріччя 2008 р.– I півріччя 2009 р.), тобто короткострокові дохідності були вищими за дохідність довгострокових інструментів. Причиною цього стала криза ліквідності кредитного ринку внаслідок суттєвого скорочення пропозиції грошових коштів під дією сукупності факторів, серед яких: скорочення грошової маси в результаті конвертування грошових коштів у іноземну валюту, відтік іноземного капіталу в країни з розвиненим фондовим ринком, скорочення обсягів депозитів, що зменшило можливість надання кредитів інституційними інвесторами (банками).

Структура середньозваженої дохідності, за якою розміщувалися ОВДП, в останні роки характеризувалася тим, що короткострокові цінні папери мали не нижчу, а в коремі роки і вищу дохідність, ніж середньострокові та довгострокові цінні аperi. Така структура дохідності відображає, зокрема високу невизначеність на корктострокову перспективу та очікування щодо зниження інфляції в подальшому.

У 2017 р. середньозважена дохідність ОВДП за результатами аукціонів із їх первинного розміщення становила: номінованих у гривні – 15%, номінованих у доларах – 4,8%, номінованих у євро – 4%.

У поточному 2018 р. спостерігається підвищення дохідності ОВДП. За результатами січня-вересня 2018 р. середньозважена дохідність ОВДП за результатами аукціонів із їх первинного розміщення становила: номінованих у гривні – 17%, номінованих у доларах – 5,5%, номінованих у євро – 4,2%.

Підвищення дохідності ОВДП пов'язане, у тому числі і зі зміною облікової ставки Національного банку України.

З 2 березня 2018 р. Національний банк України підвищив облікову ставку на один процентний пункт (п.п.) до 17% - це вплинуло на підвищення дохідності тримісячних ОВДП на 15, п.п. до 17,5% (у лютому дохідність

становила 16%) та 6-12-місячних на 0,5 п.п. до 17% (порівняно з 16,5% у лютому).

13 липня 2018 р. Національний банк підвищив облікову ставку на 0,5 п.п. до 17,5%. Після цього дохідність тримісячних ОВДП зросла до 18% (протягом березня – середини липня вона коливалася в межах 17-17,5%), дохідність шестимісячних ОВДП також підвищилася до 18% (протягом березня – середини липня вона коливалася в межах 17-17,3%).

7 вересня 2018 р. Національний банк підвищив облікову ставку на 0,5 п.п. до 18%. Після цього дохідність тримісячних та шестимісячних ОВДП зросла до 18,5%.

Таким чином, одним із наслідків підвищення облікової ставки Національного банку є збільшення витрат державного бюджету на обслуговування державного боргу.

Дохідність довгострокових ОВДП є на високому рівні. На початку жовтня 2018 р. дохідність 10-річних облігацій Уряду України в національній валюті становила 16,9%, що є високим рівнем навіть для країн із ринками, що розвиваються. Для порівняння за номінованими в національній валюті 10-річними облігаціями Індії дохідність становить – 8,02%, Росфії – 8,78%, Бразилії – 11,37% (за даними Bloomberg).

Пермії кредитного дефолту свопу (CDS) України наразі є дуже високими: за п'ятирічними облігаціями CDS найвищі премії у Венесуели – 14614 пунктів, України – 407, Греції – 341, Єгипту – 272, Аргентини – 272, Туреччини – 200 (за даними Bloomberg). Це свідчить про високий відсотковий ризик (тобто ризик зростання процентних ставок за державними запозиченнями).

Середній термін погашення ОВДП – 9,9 року, за емісіями 2017 року – 12,4 року, проте за емісіями 2018 року середній термін погашення становить 1,4 року. Такі короткі терміни залучення коштів можуть пояснюватися високими ставками запозичень у поточному році й очікуваннями міністерства фінансів України щодо зниження ставок запозичень у наступних роках.

У 2018 році міністерство фінансів України відновило розміщення тримісячних ОВДП. Це дало можливість зменшити роль Національного банку у

формуванні дохідності на грошово-кредитному ринку: з вересня 2017 року Національний банк був вимушений відновити розміщення тримісячних депозитних сертифікатів, оскільки на той момент міністерство фінансів України не розміщало тримісячні ОВДП, строки угод на міжбанківському кредитному ринку не перевищують двох тижнів, тому не відбувалося формування гривневої кривої дохідності та підвищити ефективність трансмісійного механізму монетарної політики національного банку. Однак Національний банк виконував не притаманну центральному банку функцію. У країнах з ринковою економікою крива дохідності має формуватися від впливом ринкових чинників, а не встановлюватися чи визначатися за допомогою продажу депозитних сертифікатів центрального банку. Відновлення розміщення тримісячних ОВДП свідчить про відновлення повноцінного механізму формування кривої дохідності.

Особливої уваги заслуговує крива дохідності до погашення, що надає змогу оцінювати причини та тенденції зміни відсоткових ставок на ринку капіталу. Форма та динаміка кривої має суттєве значення при оцінці систематичного ризику ринку та може слугувати індикатором кількості дефолтів емітентів облігацій. Зменшення або негативний нахил (інверсія кривої) зазвичай сигналізують про погіршення платіжної дисципліни позичальників та підвищення ризику дефолту емітентів облігацій. Моніторинг динаміки кривої відсоткових ставок дозволить на ранніх стадіях виявляти тенденції до її інверсії, а отже підвищення рівня систематичного ризику в економіці.

2.3. Фактори попиту та пропозиції на ринку державних облігацій в Україні

Дохідність державних цінних паперів, як і будь-яких інших боргових інструментів, є важливим індикатором фінансової уразливості емітента, оскільки віддзеркалює сприйняття суб'єктами фінансового ринку ризику дефолту та оцінки альтернативних фінансових інструментів. Основою подібних

міркувань є розуміння, що справедлива вартість облігацій є функцією ймовірності дефолту та швидкості відновлення у випадку дефолту.

Механізм формування цін на боргові інструменти держави має певну специфіку, оскільки враховуються не тільки доступність інформації на ринку та очікування суб'єктів ринку, але й широке коло параметрів, пов'язаних з джерелами утворення державного боргу, як інструменту державної економічної політики [1-6]. Істотне розширення використання державних цінних паперів, як інструменту фінансової стабілізації, у багатьох країнах (у тому числі й Україні) спричинило не тільки суттєве переформатування внутрішнього фінансового ринку, але й зміну підходів в оцінці ризиків, пов'язаних з інструментами державного боргу.

Засадничі питання, пов'язані з особливостями механізму дохідності облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) в Україні, достатньо ґрунтовно висвітлені в праці О.В. Процька [61]. Зокрема, в ній констатовано обмеженість сучасних теоретичних концепцій для пояснення процесів і явищ, породжених структурно-функціональними трансформаціями ринків державних цінних паперів в умовах глобальної фінансової нестабільності, обґрунтовано необхідність аналізу специфічної конфігурації ризиків фінансової нестабільності, яка об'єктивно зумовлює розширення фінансових можливостей держави щодо стабілізації національної фінансової системи з використанням державних цінних паперів. З огляду на це, запропоновано альтернативний теоретичний підхід до дослідження ринку державних цінних паперів, заснований на залежності структурно-функціональних параметрів зазначеного ринку від накопичених макрофінансових деформацій. Запропонований підхід дав можливість дослідити основні ціноутворюючі фактори та визначити адекватність ціноутворення на ОВДП.

Водночас перманентні зміни характеру фінансових ризиків, притаманних національному ринку державних цінних паперів, актуалізують потребу у з'ясуванні об'єктивних (фундаментальних) чинників ціноутворення на ОВДП в Україні.

Механізм ціноутворення на інструменти державного боргу є невіддільним від макроекономічної та інституційної складової його формування.

Структура національного ринку державних цінних паперів в умовах фінансово-економічної кризи зазнала кардинальних змін. Зростання потреб Уряду у фінансуванні бюджетного дефіциту та необхідності проведення стабілізуючих заходів відбулося за умов фактичної закритості зовнішніх джерел запозичень і зниження ліквідності національного фінансового ринку, що зумовило пріоритетність розвитку сегмента ОВДП та активізацію НБУ на ньому в ролі покупця (лише за 4 роки обсяги розміщень ОВДП зросли більше ніж у 12 разів – з 3,48 млрд. грн. у 2007 р. до 40,42 млрд. грн. у 2010 р.).

ОВДП були використані для покриття потреби державного бюджету у фінансуванні, для чого застосовувався механізм непрямого кредитування Національним банком України, а також відшкодування ПДВ експортерам у формі ПДВ – ОВДП. Крім того, держава за допомогою державних цінних паперів змогла зняти критичний рівень фінансових ризиків з ряду банківських установ та НАК “Нафтогаз України”. Така тактика дозволила у короткостроковій перспективі перекрити потреби у фінансових ресурсах за рахунок менш ризикованого способу монетизації державного боргу, перенесення ризиків між секторами економіки та зниження рівня державних зобов’язань по відшкодуванню ПДВ. Крім того, криза повністю переформатувала фондовий ринок України. Зниження довіри до приватних інвесторів на фоні зростання системних ризиків переорієнтувало основних учасників ринку на ДЦП, які майже повністю витіснили приватні облігації й акції з біржового та позабіржового сегментів національного фінансового ринку [61].

У праці О.В. Процька [61] виокремлено такі ключові особливості ринку державних цінних паперів в Україні: висока частка технічних паперів; висока активність НБУ на ринку; розмежування сегментів ринку (ОВДП, казначейських зобов’язань(КЗ), облігацій зовнішніх державних позик

(ОЗДП)); низька частка ринкових залучень; орієнтація на банківський сектор; короткостроковий характер інструментів.

Виокремлюють такі економічні ефекти від розширення обсягів внутрішнього ринкового та неринкового державного боргу [61]:

- посилення конкуренції держави та банків на фінансовому ринку;
- пригнічення кредитної функції банків за рахунок посилення позицій державних і контрольованих державою банків, тиск на ставку дохідності на фінансовому ринку;
- зниження валютних ризиків державного боргу України;
- погіршення характеристик фінансових ресурсів і зростання витрат на обслуговування державного боргу;
- підтримки неефективних державних корпорацій (особливо монополіста НАК “Нафтогаз України”) та програм (фінансування ПАТ “Аграрний фонд” та рекапіталізація приватних банків);
- зростання ризиковості активів НБУ та державних банків через зростання ОВДП у їх портфелях;
- покращення ситуації з ліквідністю у фінансовій системі, що, з одного боку, послабило негативний ефект від зниження грошово-кредитного мультиплікатора, а з іншого – посилило інфляційні очікування та тиск на курс національної грошової одиниці (частину ліквідності спрямовано на валютний ринок);
- усунення пікових значень фінансових ризиків в окремих сегментах економіки за їх перенесення на державу.

Хоча використання ОВДП в антикризових заходах мало ряд негативних ефектів, проте за надмірних ризиків реальної альтернативи їм не було.

В Україні розширення використання державних цінних паперів в системі антикризових заходів спричинило зростання участі держави на фінансовому ринку як покупця та посередника, в тому числі й опосередковано – через державні банки та компанії.

Відбулося вагоме розширення інструментарію та значення внутрішніх запозичень. Ринок ОВДП став основним драйвером фондового ринку. У результаті відбулася деформація ринкової інфраструктури, на ринку накопичувались цінні папери з неринковими параметрами.

В економічній літературі існує велика кількість моделей, які визначають впливові чинники на дохідність цінних паперів уряду. Прийнято вважати, що основними параметрами цінних паперів, які впливають на розподіл фінансових ризиків на ринку, є тип купону, тип погашення, валюта розміщення та контингент розміщення. Їх варіації та комбінування дають можливість справедливо розподілити ринкові фінансові ризики між інвестором і кредитором. На цьому базується більшість існуючих підходів до визначення чинників дохідності державних цінних паперів. Проте, як свідчить практика, класичні підходи не завжди придатні для специфічних фінансових ринків. Зокрема, здійснена О.В. Процьком [7] оцінка адекватності формування дохідності державних цінних паперів з урахуванням специфіки вітчизняного фінансового ринку та основних факторів, що визначають рівень дохідності інструменту відповідної строковості, за допомогою модифікованої багатофакторної математичної моделі показала високу достовірність моделі при розрахунку ринкової дохідності для коротко- та середньострокових державних цінних паперів.

М. Песаран, Й. Шин і Р. Сміт запропонували підхід (Pooled Mean Group – PMG), в якому розглядаються такі змінні: стійкість фінансового балансу країни. Враховується загальний дефіцит (профіцит) державного бюджету до ВВП, що, як очікується, здійснить негативний вплив на спреди дохідності державних цінних паперів та може стати основним компонентом довіри до політики держави. Інший важливий показник для аналізу – консолідований валовий борг уряду у відсотках до ВВП. Вищий рівень державної заборгованості може збільшувати ризик дефолту країни та відображається у зростанні спреду дохідності. Крім того, враховується сума сплачуваних процентів урядом за державним боргом у відсотковому відношенні до ВВП, яке може надати інформацію про ліквідність уряду (крім його

платоспроможності), відображену в рівні внутрішньої та зовнішньої заборгованості.

Другий набір змінних характеризує зовнішню платоспроможність країни. Сальдо рахунку поточних операцій до ВВП має істотний вплив на зміну сальдо дохідності державних цінних паперів: чим нижчим є сальдо поточного рахунку, тим більше економіка залежить від припливу капіталу (чистий позичальник) і тим більше сприймається як уразлива до змін у міжнародних потоках фінансування. Тому спреди дохідності, як правило, зростають, щоб компенсувати еквівалентне зростання ризику дефолту державного боргу. Іншим показником зовнішнього становища країни є відношення зовнішнього боргу до ВВП.

Як і у випадку дефіциту державного бюджету по відношенню до ВВП, більш висока зовнішня заборгованість (як державна, так і приватна) посилює сприйняття ризиків дефолту, тисне тим самим на спреди дохідності. Характеристикою, пов'язаною із зовнішньою платоспроможністю країни, є ступінь відкритості країни для торгівлі та фінансових потоків. Як правило, відкрита економіка здатна генерувати необхідне позитивне сальдо торговельного балансу з метою рефінансування наявного боргу чи фінансування нових боргів.

Внутрішній рівень інфляції визнається чинником, що безпосередньо впливає на суверенний ризик дефолту. Зростання темпів інфляції збільшує ймовірність того, що центральний банк проводитиме жорстку грошово-кредитну політику, яка може підвищувати тиск на дохідність державних облігацій, а отже, збільшувати їх спреди.

Стан реальної конвергенції. Валовий національний дохід на душу населення використовується як вимірювання процесу наближення до стандартів життя Єврозони, що є характерним для нових членів ЄС в останнє десятиріччя. Очікується, що спреди зменшуватимуться в контексті покращення реальної конвергенції. Це підтверджується, зокрема, для Болгарії, Литви, Чеської Республіки, Румунії, Польщі та Словаччини.

Збільшення доходу на душу населення може сприяти покращенню кредитних рейтингів країни, а отже, зниженню відповідних спредів.

Рівень обмінних курсів. Вплив коливань обмінних курсів визначається для країн, що не здійснюють його спеціальне таргетування. Наявним є позитивний зв'язок між змінами обмінного курсу та спредами дохідності, оскільки виражена волатильність і зниження ставок обмінного курсу можуть спричинити підвищення спредів дохідності.

Ставки грошового ринку. Відповідно до теорії очікувань, дохідність довгострокових державних облігацій є функцією від короткострокових ставок (поточних і очікуваних). Встановлено, що величина позитивного відношення між коротко- та довгостроковою премією ліквідності залежить від економічного середовища.

Цей підхід дозволяє аналізувати показники групи невеликих країн, показує спільні риси та враховує відмінності впливу окремих чинників на спред дохідності (різницю між дохідністю порівнюваних боргових інструментів). Змінні групуються відповідно до їх здатності пояснити відмінності між країнами у фінансових, зовнішніх умовах та умовах грошового ринку, а також у номінальній конвергенції та міжнародній відкритості.

Модель PMG продемонструвала, що вагомими є такі фактори, як:

- ≡ відкритість торгівлі (у 8 країнах);
- ≡ спред короткострокових процентних ставок (у 7 країнах);
- ≡ сальдо рахунку поточних операцій до ВВП (у 7 країнах);
- ≡ процентні платежі уряду (у 6 країнах);
- ≡ відношення зовнішнього боргу до ВВП (у 5 країнах);
- ≡ дохід на душу населення (у 5 країнах);
- ≡ ставка обмінного курсу (у 5 країнах);
- ≡ рівень інфляції (у 4 країнах);
- ≡ волатильність фондового ринку (у 4 країнах);
- ≡ консолідований валовий борг уряду до ВВП (у 3 країнах).

Як уже зазначалося, нинішня ситуація на ринку державного боргу в Україні має певні особливості та характеризується домінуванням НБУ і банків

у структурі власників (рис. 2.6), що створює небезпечну ситуацію для економіки та суттєво обмежує вплив ринкових чинників на ціноутворення.



Рис. 2.6. Структура розміщення ОВДІ станом на 01.02.2018 р. [52]

Внаслідок поєднання низки економічних і політичних факторів ринок державних цінних паперів в Україні тривалий час не міг повноцінно функціонувати, про що свідчать, зокрема, надмірні межі (діапазони) коливань ставок дохідності у всіх сегментах ринку та відносно низький ступінь кореляції дохідності з показниками, що характеризують національну економіку та фінансовий ринок. Така ситуація цінової нестабільності не була пов'язана з чинниками девальвації чи іншими кризовими факторами, які активізувались у 2014 р., а була характерною для ринку державних облігацій протягом всього досліджуваного інтервалу (2010-2015 рр.).

Однією з основних причин такої ситуації є те, що система перерозподілу фінансових ризиків на ринку вважалася потенційними кредиторами несправедливою.

Фінансово-економічна криза розширила сфери застосування державних цінних паперів у складі антикризових програм Уряду України. Внаслідок зростання активності держави на ринку державних цінних паперів значно зросли її кредитні ризики та тиск на національну грошову одиницю. Відбулись також істотні трансформації в структурі власників державного боргу: домінування НБУ та банків серед власників ОВДІ створює небезпечну ситуацію для економіки.

Важливою причиною домінування саме ОВДП серед боргового інструментарію є те, що внутрішні боргові зобов'язання не несуть для держави такої небезпеки щодо втрати фінансової незалежності, як зовнішні запозичення.

Успішність подальшого розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів значною мірою залежить від узгодження боргової політики з монетарною та фіскальною, зниження ступеня адміністративного впливу та ефективного управління портфелем державних цінних паперів.

Подальший розвиток ринку державних цінних паперів вимагає створення системи середньострокового фінансового планування, що підвищить прозорість і зрозумілість боргової політики держави для внутрішніх та зовнішніх інвесторів. Проблемою є вихід НБУ як кредитора з ринку державних цінних паперів: для підтримання стабільності фінансової системи необхідним є значне зниження частки державних цінних паперів у його власності, водночас неринковий характер таких цінних паперів ускладнює використання ряду механізмів для цього.

У середньостроковій перспективі в міру відновлення макрофінансової стабільності пріоритетними завданнями розвитку ринку державних цінних паперів має бути зниження адміністративного тиску на ринок ОВДП; зниження частки НБУ до передкризового рівня у 15-20%; уніфікація цінних паперів для підвищення ліквідності ринку через вивід цінних паперів, що не мали необхідного попиту серед інвесторів; підвищення якісних характеристик залучених фінансових ресурсів; залучення заощаджень дрібних інвесторів, здійснення залучень шляхом випуску ОВДП під конкретні інвестиційні програми, зменшення частки запозичень на покриття бюджетного дефіциту.

РОЗДІЛ 3

РОЗШИРЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ РИНКУ ОВДП

3.1. Інвестиційна привабливість облігацій внутрішньої державної позики: інструменти стимулювання

В сучасних умовах ринок цінних паперів є важливим джерелом фінансування капіталовкладень для суб'єктів підприємницької діяльності і створює широкі можливості у сфері інвестування для власників фінансових ресурсів. Розвинутий ринок цінних паперів здатен забезпечити ефективний перерозподіл капіталу в межах економічної системи, формує матеріальну основу економічного зростання та відіграє визначальну роль у розширеному відтворенні суспільного виробництва. Ринок цінних паперів є основним інструментом трансформації фінансових ресурсів суб'єктів економіки в інвестиції і дає можливість залучити на стійкій і довгостроковій економічній основі фінансові ресурси у реальний сектор економіки.

Сучасна ситуація в українській економіці диктує необхідність активізації інвестиційної діяльності, поживлення якої передбачає залучення значних фінансових ресурсів. Загальновідомо, що джерелами інвестицій, як чинника економічного зростання, є зовнішні і внутрішні вкладення. Україна, маючи проблеми з обслуговуванням зовнішнього боргу, повинна орієнтуватися передусім на внутрішні джерела інвестування. Одним з ключових напрямків у інвестиційній сфері є акумулювання фінансових ресурсів на фондовому ринку і спрямування їх на інвестиційну діяльність.

Структурна перебудова національної економіки, посилення конкурентної боротьби за інвестиційні ресурси на міжнародних ринках капіталу, процеси глобалізації фінансових ринків потребують невідкладного впровадження державних програм розвитку основних галузей та сегментів національної економіки, до яких відноситься і ринок цінних паперів як невід'ємна складова фінансового ринку України. У сучасних умовах мобілізація необхідних фінансових ресурсів за допомогою ринку цінних паперів є одним із пріоритетних напрямків ринкового реформування економіки України. Необхідність використання фондових інструментів для

залучення і запозичення капіталу пояснюється не тільки постійною напругою при формуванні бюджетних коштів держави, а й зростанням ділової активності в корпоративному секторі. Сучасна ринкова економіка потребує формування принципово нового механізму інвестування, що передбачає поступового зменшення ролі держави як безпосереднього інвестора і підвищення ролі ринку цінних паперів у інвестування в економіку. На сучасному етапі розвитку українського ринку цінних паперів можна також виділити ряд факторів, що дозволяють говорити про ринок цінних паперів як про механізм, який виконує макроекономічну функцію трансформації заощаджень в інвестиції. Ринок цінних паперів виступає джерелом довгострокових інвестицій. В сучасних умовах вітчизняні підприємства активно використовують ринок цінних паперів як один з інструментів залучення довгострокових інвестицій [67].

Проте, не всі інструменти ринку цінних паперів можуть розглядатися як такі, що мають інвестиційну природу. Насамперед, це пов'язано з тим, що не всі інструменти одночасно відповідають ознакам інвестицій, зокрема, приносять вигоди у майбутньому при одночасному забезпеченні процесу розширеного відтворення.

Набір інструментів для інвестування змінюється слідом за змінами в законодавстві, економічній ситуації, бізнес-середовищі. Також змінюється і ландшафт відносин банків зі своїми клієнтами. Зокрема, преміум-банкінг, орієнтований на заможних клієнтів, пропонує індивідуальний підхід у наданні розширеного спектру традиційних банківських і складніших фінансових продуктів і послуг. Адже саме цей сегмент клієнтів зацікавлений не тільки зберегти, але і примножити свої фінансові активи.

Не секрет, що останнім часом привабливість депозитів як найприбутковішого інструмента інвестування істотно знизилася: за останні 2,5 року вклади у гривні втратили майже половину прибутковості, а валютні і зовсім "просіли" в два-три рази – так, ставки за депозитами у валюті продовжують оновлювати історичні мінімуми, наблизившись у деяких банках впритул до нульової позначки.

Така динаміка мотивує задуматися про альтернативні інструменти примноження коштів. І тут заможні клієнти стикаються з певними труднощами. З одного боку, спектр пропозицій вельми обмежений у наших умовах практично нефункціонального фондового ринку. З іншого боку, інвестиції – це складніше, ніж класичний депозитний договір. Вони вимагають певних знань, досвіду, здатності розуміти і приймати рівень ризику. Україна перебуває лише на початку шляху розвитку повноцінного інвестиційного ринку стосовно як розширення його інструментарію, так і підвищення рівня фінансової грамотності інвесторів. Тому актуальним завданням банкірів і фінансових експертів є просвітницько-роз'яснювальна робота щодо особливостей і переваг альтернативних інструментів вкладення коштів.

Купівля облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) – один з таких інструментів внутрішнього інвестування. ОВДП – це цінні папери, випущені державою з метою фінансування загальнодержавних потреб. Мінфін України здійснює випуск трьох видів ОВДП: стандартні (номіновані у гривні), індексовані та номіновані в іноземній валюті, за якими випуск, погашення купона і номіналу здійснюються в іноземній валюті. Хранителем ОВДП виступає НБУ.

ОВДП є на сьогодні найліквіднішими цінними паперами в Україні. А фінансово вигідними облігації внутрішньої державної позики роблять висока відсоткова ставка як у гривні, так і у валюті. Судіть самі: Мінфін на аукціоні з продажу ОВДП у травні залучав гривню під 16-17% річних, долар і євро – під 5,5% і 4,07% річних відповідно. При цьому середня прибутковість річного депозиту становить приблизно 14% річних у гривні, 3,3% у доларах США і 2% в євро. Ще одна важлива перевага: дохід від операцій з ОВДП звільняється від сплати податку на доходи фізичних осіб на відміну від строкових депозитів, де клієнт втрачає 18% отриманого доходу.

Клієнт може підібрати зручний для себе термін інвестиції в ОВДП: від 3 місяців до 5 років. Якщо інвестору з огляду на різні причини знадобиться достроковий доступ до грошей, ОВДП завжди можна продати через брокера на вторинному ринку за актуальною вартістю, яка визначається поточною

ринковою кон'юнктурою. Тоді як дострокове розірвання депозитних договорів у більшості випадків не передбачено взагалі або передбачає втрату нарахованих відсотків.

Окрім прибутковості інвестиції, клієнтів, безумовно, цікавить рівень її надійності. Держава гарантує повернення коштів, вкладених в ОВДП, у повному обсязі; для депозитів же гарантована сума на сьогодні становить 200 тисяч гривень (або еквівалент). Якщо говорити про заможних клієнтів, то тут зазвичай мова йде про набагато більші суми, а тому гарантоване погашення інвестицій у повному обсязі їм особливо важливе.

Механіка інвестування в ОВДП така: для проведення операцій потрібно пройти процедуру ідентифікації, відкрити рахунок у цінних паперах, підписати брокерський договір з торговцем. Це можна зробити в банку або фінансовій установі, що має відповідні ліцензії та дозволи. У банку буде зручніше, оскільки наступні розрахунки під час купівлі або продажу ОВДП треба буде робити з банківського розрахункового рахунку, таким чином, всю процедуру можна зробити в "одному вікні". Всі операції з ОВДП проводяться за разовими заявками клієнта брокеру, який бере на себе всі організаційні і технічні питання, підбір і пошук відповідних ОВДП, забезпечує всебічну експертну підтримку. Хранитель своєю чергою забезпечує зарахування ОВДП на рахунок клієнта, зберігання, списання, а також регулярну звітність для власника рахунку.

Під час вибору валюти цінних паперів слід враховувати, що різниця в дохідності гривневих і доларових ОВДП становить приблизно 10 відсоткових пунктів. Курсові тренди поки що свідчать на користь гривні. Але якщо інвестор має валютні ресурси і очікує річну девальвацію гривні більш ніж на 10%, то є сенс інвестувати у валютні папери.

Перед тим, як обирати, в які папери інвестувати, спершу потрібно визначитися з компанією-торговцем, через яку ви зможете купити ОВДП, і депозитарієм — установа, що обслуговує рахунок в цінних паперах, на якому облігації будуть враховуватися. Найчастіше торговець і депозитарій об'єднані в одній компанії, що дуже спрощує операції купівлі та продажу паперів. При

виборі торговця слід звернути увагу на досвід роботи компанії на фондовому ринку, репутацію, наявність власного портфеля ОВДП, частку ринку, обсяг торгів, а також рівень технологічності компанії (це спростить інвестору весь процес). Вибір паперу залежить від багатьох факторів, але досвідчений торговець завжди допоможе клієнту зробити вибір, ґрунтуючись на аналізі ринку, перевагах та очікуваннях клієнта.

Найчастіше купують папери на термін від одного місяця і до 2-х років. Є можливість купити ОВДП і на довший період до 5-ти років, при цьому необов'язково чекати його закінчення. Папери можна реалізувати раніше. Всю основну інформацію про папери можна подивитися на сайті Міністерства Фінансів (в розділі «Борг» та підрозділі «ОВДП»).

Банки пропонують клієнтам пакети, що стартують від 50 тис. грн. і 10 тис. доларів США. Найбільший попит спостерігається на великі портфелі ОВДП від 1 млн. грн. і від 500 тис. доларів США, що має своє економічне обґрунтування. Передусім на вторинному ринку обсяг угоди впливає на ціну купівлі ОВДП: великі партії цінуються дорожче. Мінімальні ліквідні лоти стартують від 500 тис. грн. і 10 тис. доларів США, стандартні – становлять 10-25 млн. грн. і 500 тис. доларів США. Крім того, на невеликих сумах інвестування зростає питома вага супутніх витрат на відкриття та супровід інвестиційного рахунку, що знижує загальну прибутковість інвестиції. Тому ОВДП є оптимальним інструментом внутрішнього інвестування для клієнтів private- і преміум-банкінгу, які мають вільними активами понад 200 тис. грн., які прагнуть диверсифікувати портфель та одержати вищу прибутковість, гнучкість і надійність порівняно з класичним банківським депозитом.

Всі організаційні і технічні питання бере на себе банк, гарантуючи всебічну експертну підтримку, сервіс високої якості та комплексний підхід з надання послуги: консультування щодо купівлі та продажу ОВДП, можливість відкриття і обслуговування рахунків у цінних паперах, брокерське обслуговування власників ОВДП. Клієнт оплачує послуги зберігача цінних паперів і брокерські послуги, це може бути фіксована сума або відсоток від обсягу. Наприклад, у відкриття рахунку в цінних паперах коштує 500 грн.,

абонплата за облік цінних паперів – 0,005% (min – 100 грн., max – 2 тис. грн.), виплата доходів за цінними паперами – 0,1% від суми, брокерські послуги – 0,1% (min – тисяча грн.).

Середні витрати за угодами з ОВДП в будь-якому випадку будуть «з'їдати» набагато менше дохідності ніж податки, які утримуються за депозитами.

Нижче розрахунок, як витрати — в середньому по ринку 700 грн. за операцію + військовий збір 1,5% — вплинуть на кінцеву річну дохідність ОВДП в порівнянні з депозитом, з якого утримується податок на доходи фізосіб 18% + військовий збір 1,5%.

Останнім часом це найбільш обговорюване питання, яке активно піднімається в розмовах на тему «чи варто інвестувати в ОВДП». Основна дискусійна теза — витрати за операціями можуть «з'їсти» левову частку дохідності.

Купівля ОВДП включає в себе три основні комісії:

- 1) торговцю — за угоду;
- 2) депозитарію — за зберігання паперів;
- 3) банку — за перерахування або зарахування коштів на грошовий рахунок.

Брокер (торговець) бере одноразову комісію за угоду, зберігач — за обслуговування рахунку в цінних паперах, а банк — за проведення грошових операцій. На практиці, якщо брокером та депозитарною установою виступає банк, комісії будуть значно вищими, ніж у брокерів небанківського сектора — інвестиційних компаній. Тому діапазон комісій дійсно досить широкий — від 200 грн, як у ІСУ, до пари тисяч, як у деяких банків. Але чим більше затребуваним стає даний вид інвестування, тим більше учасників ринку готові пропонувати клієнтам більш низькі комісії.

Вигода при інвестуванні в ОВДП очевидна. Чим більша сума вкладу — тим менше витрати впливають на дохідність. При рівних рівнях дохідності ОВДП та депозиту, перші на 2% більше дохідні через відсутність податку на

доходи фізосіб. А при реальних ставках ОВДП — в середньому 18%, депозитів — 16%, облігації перевищують дохідність депозитів більш ніж на 3,4%.

Зростання популярності інвестування в ОВДП переконливо ілюструє статистика Національного банку: у 2017 році вкладення приватних інвесторів у державні цінні папери зросли з 105 млн. грн. до 1,5 млрд. грн., а за 6 місяців поточного року подвоїлися, перевищивши 3,2 млрд. грн. Цей інструмент високо оцінили і нерезиденти: їхній портфель вкладень в ОВДП продемонстрував з початку року майже двократне зростання і на сьогодні перевищує 10 млрд. грн. Загалом же в обігу перебувають державні цінні папери на суму 746 млрд. грн.

Спостерігаючи високий інтерес до інвестування в цінні папери, Національний банк з 2 липня удосконалив механізм розміщення ОВДП, розширивши можливості первинних дилерів як брокерів для своїх клієнтів. Це, безсумнівно, сприятиме подальшому активному розвитку ринку.

Зараз вдалий момент для інвестування: ринок ОВДП з високими ставками і порівняно невеликими ризиками є одним з найефективніших варіантів збереження та примноження коштів.

3.2. Перспективи використання «STRIPS» на ринку державних боргових цінних паперів в контексті запровадження досвіду країн ЄС

Економіка України зважаючи на постійні внутрішні та зовнішні потрясіння перебуває у стані перманентної кризи. Дана ситуація негативно впливає на ситуацію з виконанням державного бюджету – так з 2008 року дефіцит державного бюджету коливався в межах 1,3% ВВП в 2008 році до 5,9% ВВП в 2010 році. Постійний дефіцит бюджету зумовлює виникнення необхідності у фінансуванні дефіциту бюджету. Державі необхідно знаходити нові шляхи додаткового залучення коштів. Також слід зазначити, що постановою Правління Національного банку України від 18.06. 2015 року № 391 затверджено Комплексну програму розвитку фінансового сектору України до 2020 року, основною метою якої є створення фінансової системи, що здатна забезпечувати сталий економічний розвиток за рахунок ефективного перерозподілу фінансових ресурсів в економіці на основі розбудови

повноцінного ринкового конкурентоспроможного середовища згідно зі стандартами ЄС [13]. Тож необхідно аналізувати успішний досвід європейських країн з метою його використання у адаптованому вигляді в умовах української економіки.

Одним із шляхів залучення додаткових коштів через боргові інструменти, який активно використовується в країнах Європейського Союзу є інструменти фінансового інжинірингу, зокрема – «STRIPS» у державних цінних паперів.

Основна частина боргу України втілена у формі державних цінних паперів, а саме облігацій внутрішньої та зовнішньої позики.

Станом на 30.06.2018 року обсяг державного і гарантованого державою боргу досяг величини 1998,6 млрд. грн. (76,29 млрд. дол. США), з якого 86,7% припадало на прямий державний борг, а 13,3% – на борг, гарантований державою. В структурі загальної суми боргу 61,8 % припадало на державний і гарантований державою зовнішній борг, а 38,2 % – на внутрішній борг (табл. 3.1).

Таблиця 3.1 [52]

Стан державного і гарантованого державою боргу в 2013-2018 роках

Показники	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.03.2018	30.06.2018
Загальна сума державного та гарантованого боргу, млрд грн	584,8	1 100,8	1 572,2	1 929,8	2 141,7	2 053,6	1 998,0
Загальна сума державного та гарантованого державою боргу, млрд дол. США	73,16	69,81	65,51	70,97	76,31	77,37	76,29
Державний борг, млрд грн	480,2	947,0	1 334,3	1 650,8	1 833,7	1 772,9	1 732,1
Внутрішній борг, млрд грн	256,96	461,00	508,00	670,65	753,40	750,78	749,56
1) за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	254,05	458,23	505,36	668,13	751,02	748,40	747,21
ОВДП (3 - місячні)	0,00	0,00	0,00	0,01	0,55	7,99	1,24
ОВДП (6 - місячні)	0,55	0,17	0,00	0,22	10,88	16,51	9,85
ОВДП (9 - місячні)	0,00	0,85	0,00	0,20	0,00	3,75	10,43
ОВДП (12 - місячні)	2,96	7,34	8,28	3,48	6,90	9,17	9,73
ОВДП (18 - місячні)	2,80	0,77	1,05	29,26	30,28	28,78	28,53
ОВДП (2 - річні)	20,37	40,91	21,91	64,35	71,61	53,89	52,42
ОВДП (3 - річні)	34,66	46,59	43,38	18,46	46,63	50,49	57,21
ОВДП (5 - річні)	75,32	131,38	149,03	151,57	49,63	48,65	48,52
ОВДП (6 - річні)	9,50	27,10	27,10	24,10	7,80	5,80	5,80
ОВДП (7 - річні)	47,14	54,62	48,62	44,74	19,73	17,76	17,86
ОВДП (8 - річні)	14,30	31,30	31,30	27,42	18,90	17,50	17,50
ОВДП (9 - річні)	14,87	36,87	36,87	36,87	19,40	19,40	19,40
ОВДП (10 - річні)	15,74	50,25	60,56	74,83	62,65	62,65	62,65
ОВДП (11 - річні)	3,85	3,85	17,38	17,38	19,03	19,03	19,03
ОВДП (12 - річні)	1,50	1,50	12,50	28,50	36,50	36,50	36,50
ОВДП (13 - річні)	0,00	2,62	13,12	37,12	28,70	28,70	28,70
ОВДП (14 - річні)	0,00	3,25	3,25	51,25	46,90	46,90	46,90
ОВДП (15 - річні)	0,00	15,85	15,85	42,79	93,44	93,44	93,44
ОВДП (16 - річні)	0,00	0,00	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10
ОВДП (17 - річні)	0,00	0,00	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10
ОВДП (18 - річні)	0,00	0,00	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10
ОВДП (19 - річні)	0,00	0,00	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10
ОВДП (20 - річні)	0,00	0,00	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10
ОВДП строк. більше 20 років	0,00	0,00	0,00	0,00	120,98	120,98	120,98
2) перед банківськими та іншими фінансовими установами	2,91	2,78	2,65	2,51	2,38	2,38	2,35
Зовнішній борг, млрд грн	223,3	486,0	826,3	980,2	1 080,3	1 022,1	982,54
Зовнішній борг, млрд дол	27,93	30,82	34,43	36,05	38,49	38,51	37,52

За II квартал 2018 року розмір державного і гарантованого державою боргу зменшився на 55,6 млрд. грн., або на 2,7%, а за I півріччя – на 143,7 млрд. грн. або на 6,7% (рис. 3.1). У доларовому еквіваленті загальна сума боргу за II квартал 2018 р. зменшилася на 1,1 млрд. дол. США, а на кінець I півріччя повернулася на рівень початку року (76,3 млрд дол.) Спадна траєкторія гривневої суми державного і гарантованого боргу пояснювалася зміцненням номінального обмінного курсу гривні та формуванням від'ємного сальдо фінансування за борговими операціями.

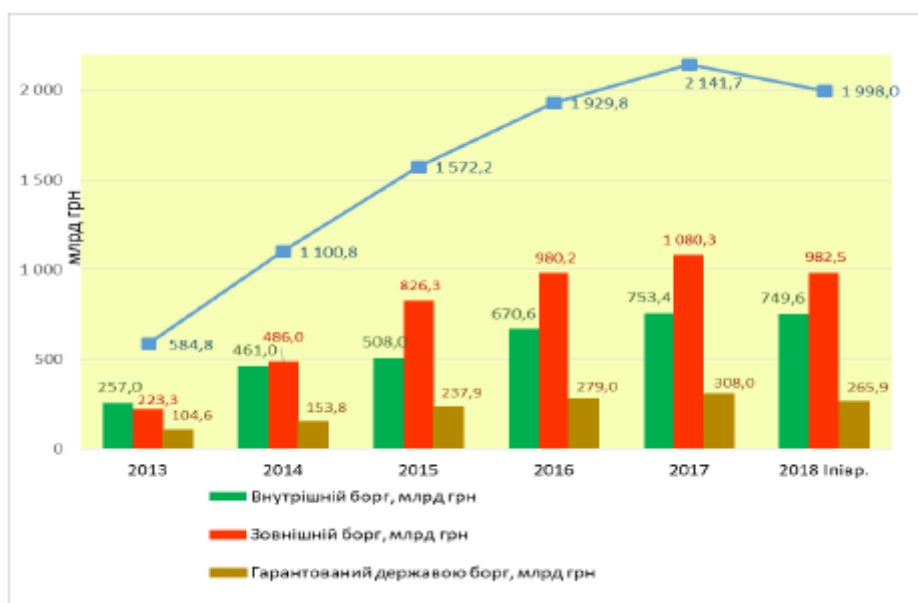


Рис. 3.1. Динаміка державного і гарантованого державою боргу України та його складових [52]

Тож ми можемо зробити висновок про низьку привабливість державних цінних паперів для широкого загалу інвесторів.

Одним із способів зробити ринок державних цінних паперів більш привабливим є створення таких інструментів, які допомогли б по-перше – знизити вартість інвестицій, по-друге – спростити механізм інвестування у такі цінні папери. Одним із таких способів є застосування механізмів фінансового інжинірингу, а саме впровадження системи STRIPS.

STRIPS – є скороченням від англійського - Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities, що в перекладі означає «роздільна торгівля купонами і основною сумою цінних паперів»[18]. В загальному «STRIPS» - це

процедура поділу державного цінного паперу з купонним доходом на купони (стрипи - короткострокові безкупонні облигації) та номінал (довгострокова безкупонна облигація)[15, с 88].

Вперше «STRIPS» з'явилися в Канаді, як представницькі цінні папери, вони характеризувалися високими витратами обігу і ризиками зберігання, а також мали високий ризик підробки. Наступним етапом стало впровадження системи «STRIPS» казначейством США у 1985 році, а також введення у 1987 році процедури реконституції цінних паперів[13]. Наступним етапом у розвитку «STRIPS» на ринку державних цінних паперів стала поява в 2002 р. представницького стрипа, який випускався у вигляді іменного сертифіката замість основного стрипа облигації (в цьому випадку можливий зворотний обмін на основний стрип) або базової облигації (у цьому випадку неможливий зворотний обмін на облигацію, тому що стрип не облигація, а закладений в неї грошовий потік). Електронний «STRIPS» являє собою новий етап розвитку системи «STRIPS» на ринку бездокументарних державних цінних паперів, що виконується на базі електронної облікової системи Центрального депозитарію країни. Програми «STRIPS» існують в різних розвинутих країнах з 80-х років минулого століття, а саме в США, Франції(з 1991 року), Великобританії (з 1997 року), Німеччині, Іспанії, Італії, Голландії, Бельгії, Нової Зеландії та інших.

Так за станом на серпень місяць із загального обсягу державних облигацій в обігу 2,28% є такими, що підпадають під програму «STRIPS». А наприклад у Великобританії більше 57% можуть підпадати під програму «STRIPS» [13]. Також потрібно зазначити, що більшість випусків облигацій, які підпадають під «STRIPS» є облигаціями з термінами погашення 10 і більше років.

Основними умовами ефективного існування системи «STRIPS» є:

- наявність розвинутої інфраструктури ринку цінних паперів;
- створення єдиного центру «STRIPS» (національного депозитарного центру або відповідної електронної системи розрахунків);
- законодавча підтримка;
- наявність на ринку державних цінних паперів, придатних для «STRIPS».

Ми можемо стверджувати, що в Україні задовольняються 2 з вищенаведених умов, а саме: наявність національної електронної депозитарної системи та наявні державні цінні папери, придатні для «STRIPS».

Загалом, в процесі «STRIPS», може бути використаний будь-який цінний папір з купонним доходом. В Україні це можуть бути купонні облігації внутрішньої та зовнішньої позики, а також казначейські зобов'язання [13]. «STRIPS» надає певні переваги емітенту, інвестору, спекулянту. Емітенту воно дозволяє підвищити ліквідність ринку державних паперів, не збільшуючи обсягу державного боргу, здійснювати довгострокові позики, пропонуючи ринку короткострокові облігації, а також зменшити процентний ризик, оскільки виплата відсотків по стрипам не передбачено, і спростити бюджетне планування. Інвесторам «STRIPS» дозволяють продати частину доходу, зберігаючи право на отримання номіналу і решти купонного доходу за облігаціями, виключити ризик рефінансування, тому що воно стає неможливо, а також диверсифікувати портфелі цінних паперів, забезпечити їх імунізацію за рахунок збігу за часом майбутніх доходів і витрат[9].

Використання новітніх інструментів на ринку державних цінних паперів, дозволить ефективно залучати додаткові кошти до державного бюджету. Впровадження такого засобу фінансового інжинірингу, як «STRIPS» дозволить підвищити ліквідність державних боргових цінних паперів та збільшити попит на них. Ця система використовується в багатьох розвинутих країнах, зокрема і в країнах ЄС, і зарекомендувала себе, як ефективний засіб залучення додаткових фінансових ресурсів. Але в сучасних умовах ми можемо стверджувати, що фінансовий ринок України не готовий до впровадження цієї системи. Так потрібно впровадити низку нормативно-правових актів, з регулювання обігу похідних цінних паперів, а також сприяти розвитку інфраструктури фінансового ринків. Підсумовуючи, ми можемо сказати, що використовуючи зарубіжний досвід Україна, зможе досягти успіху у сфері впровадження системи «STRIPS» на вітчизняних фінансових ринках.

ВИСНОВКИ

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 неспричиняє 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.

Характеризуючи функції державних облігацій, варто відзначити, що на всіх етапах розвитку урядові зобов'язання відігравали помітну роль у фінансовому становищі держави. Починаючи від свого зародження у XVI ст., вони давали можливість наповнювати казну держави для виконання бюджету та поставлених державою завдань. З початку XX ст. інтерес до державних облігацій почав зростати, особливо на ринку США, де цей інструмент активно був упроваджений у 1917 р.

До цього держава залучала ресурси на міжнародних ринках, але у зв'язку з Першою світовою війною подібне стало неможливим й уряд США емітував облігації на суму близько 21,5 млрд дол. США. Власники капіталу почали сприймати державні облігації як важливий елемент у інвестиційних портфелях, те саме можна було сказати й про фінансових посередників, насамперед банків.

У межах портфельного підходу була обґрунтована так звана теорема про інвестування в два фонди. Одним з цих фондів (при цьому фондом безризикового інвестування) виступають державні облігації. На сьогодні державні облігації займають дуже важливе місце у світовому ринку інвестицій та їх роль в інвестиційних процесах є значною.

Ураховуючи сучасні тенденції, можна сформувати повний перелік функцій, які виконують урядові позики. При цьому необхідно зазначити, що випуск таких інструментів здійснюється урядами відповідних держав переважно для неемісійного фінансування дефіциту державного бюджету.

Тобто випуск цінних паперів дає державі змогу:

- профінансувати дефіцит державного бюджету;
- забезпечити касове виконання бюджету;
- згладити нерівномірні надходження податкових платежів; профінансувати цільові програми (пов'язані, наприклад, з будівництвом житла, доріг, розвитком окремих галузей економіки тощо);
- погасити або переоформити (реструктуризувати) розміщені раніше боргові зобов'язання;
- створити передумови для розвитку фінансових ринків через випуск еталонних інструментів;
- використовувати державні цінних папери як ефективний інструмент макроекономічного регулювання (регулювання кредитно-грошового обігу за допомогою операцій на відкритому ринку шляхом впливу на банківську систему, рівень і структуру інвестицій, заощадження населення та суб'єктів господарювання);
- визначати реальну вартість обслуговування державного боргу (відсоткова ставка державних цінних паперів визначається на ринку);
- забезпечувати комерційні банки та інші фінансові структури (страхові компанії та пенсійні фонди) ліквідними та надійними активами.

Насправді безризиковий характер державних цінних паперів відрізняється в різних країнах та практика показує неможливість скористатися зазначеним підходом на ринках багатьох країн.

Розглядаючи інвестиції в державні цінні папери, інвестори мають ураховувати такі ризики:

- країновий,
- політичний,
- зміна відсоткової ставки,
- інфляційний,
- дефолт.

Проведений аналіз свідчить про певну позитивну динаміку в побудові ринку боргових державних цінних паперів в Україні, проте його розвиток стикається з низкою проблем, основними з яких є:

- недосконала нормативно-правова база, котра регламентує функціонування вітчизняного ринку боргових державних цінних паперів;
- недостатня представленість та активність інституційних інвесторів на даному ринку;
- низька поінформованість населення з питань функціонування ринку боргових державних цінних паперів;
- невисока ліквідність державних цінних паперів;
- низький рівень доходів населення;
- недовіра потенційних покупців державних цінних паперів до даних фінансових інструментів;
- обмеженість вторинного ринку боргових державних цінних паперів;
- низькі кредитні рейтинги України.

Метою розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів є зниження вартості державних запозичень при мінімізації ризиків, створення умов для активізації вторинного ринку державних цінних паперів і розбудова ліквідного, добре структурованого фінансового ринку в Україні в цілому.

Для забезпечення розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів необхідно:

- 1) поліпшити пропозицію державних цінних паперів шляхом:
 - регулярного розміщення широкого спектру облігацій внутрішньої державної позики за строками 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;

2) виявити ризики державного боргу та здійснювати управління ними шляхом:

– організації проведення в межах запозичених коштів операцій із державним боргом, включаючи обмін та довгостроковий викуп державних боргових зобов'язань із 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;

– розміщення на конкурсних засадах вільних коштів єдиного казначейського рахунку серед фінансових установ на умовах тимчасової купівлі державних цінних паперів із наступним поповненням цих коштів до кінця року;

4) поліпшити імідж держави як емітента державних цінних паперів через підвищення передбачуваності та прозорості державного запозичення шляхом:

– 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 даних, необхідних для ефективного функціонування ринку державних цінних паперів, таких як щоденні котирування цінних паперів на внутрішньому ринку, крива доходності державних цінних паперів.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Аналітичний огляд ринку облігацій України за 2016 рік НРА «Рюрик» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://rurik.com.ua/documents/research/bonds_4_kv_2016.pdf.
2. Аналітичний огляд ринку облігацій. URL: <http://rurik.com.ua/our-research/branch-reviews/1188>.
3. Аналітичний огляд банківської системи України за 2017 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://rurik.com.ua/documents/research/bank_system_4_kv_2017.pdf.
4. Аналітичний огляд ринку ІСІ в Україні // Українська асоціація інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://uaib.com.ua/files/articles/2319/65/Q3%202015_final.pdf.
5. Аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку [Електронний ресурс] / Вебпортал Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. — Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/fund/analytics>.
6. Базилевич В.Д. Макроекономіка : [підручник] / В.Д. Базилевич. – 2-ге вид., випр. – К. : Знання, 2005. – 851 с.
7. Бенч Л. Боргова політика на сучасному етапі: прагматика та проблематика / Л. Бенч // Ринок цінних паперів України. – 2015. - № 3-4. – С. 15-22.
8. Боргова стійкість як стратегічний напрям підвищення рівня фінансово безпеки – К.: НІСД, 2016. – 50 с.
9. Браткова І. М. Аналіз та оцінка ОВДП як інвестиційного інструменту / І.М.Браткова // Вісник ОНУ імені І. І. Мечникова. 2016. Т. 21. Вип. 4 (46). – С. 153-159.
10. Брус С.І. Банки на фондовому ринку України: зміна інвестиційних пріоритетів / С.І.Брус // Економіка і прогнозування. – 2011. – № 4. – С. 23-30.
11. Бюджетний кодекс України від 08.07.2010 № 2456-17 (у редакції від 13.03.2015) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>.

12. Гарбар Ж.В. Аналіз сучасного стану ринку державних цінних паперів в Україні / Ж.В. Гарбар // Економічний аналіз. – 2014. – Т. 18. – № 1. – С. 136–146.
13. Гончарук Д.В. Перспектива «STRIPS» на ринку державних боргових цінних паперів України в контексті впровадження досвіду країн ЄС [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.dus.nauka.com.ua/?op=1&z=6>.
14. Грошово-кредитна та фінансова статистика // Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58127
15. Данилюк М.М. Державні цінні папери як інструменти фінансування держави в зарубіжних країнах і в Україні / М.М. Данилюк // Науковий вісник Херсонського державного університету. – 2014. – Вип. 6. – Ч. 4. – С. 203–206.
16. Дегтярева О. И. Биржевое дело: учебник / О. И. Дегтярева. — М.: Магистр, 2007. — 249 с.
17. Державний та гарантований державою борг України станом на 31.08.2016 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>.
18. Дорошенко І.В. Макроекономічні наслідки боргової кризи Єврозони: приклад Ірландії та Португалії. Науковий вісник НЛТУ. - 2011. - Вип. 21.6.- С. 162–173.
19. Дубихвіст О. Якісне оновлення державних фондкових інструментів – передумова подолання проблеми ліквідності ринку облігацій / О.Дубихвіст, В.Лановий // Вісник НБУ. – 2012. – № 1. – С. 3-6.
20. Ефективність державного управління. – 2010. – Вип. 23. – С. 459–467. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/Edu/2010_23/fail/Chechel.pdf.
21. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-15 (у редакції від 01.05.2016) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

22. Заруцька О.П. Облігації внутрішніх державних позик в Україні: особливості ціноутворення в умовах недосконалого ринку / О.П.Заруцька // Український соціум. 2018. - № 1. – С. 74-94.

23. Индекс инфляции (Украина) // Финансовый портал Министерства финансов [Електронний ресурс]. – Режим доступа : <http://index.minfin.com.ua/index/infl/?2018>.

24. Івахненко І. Вплив ринку цінних паперів на інвестування в реальний сектор економіки / І.Івахненко // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. – 2015. - № 2 (167). – С. 60-67.

25. Івахненко І.С. Фінансовий потенціал ринку цінних паперів та його інвестиційна спрямованість: Автореф. дис. ... кандидата економ. наук : 08.00.08 / І.С. Івахненко / Київський національний університет імені Тараса Шевченка. – Київ, 2012. – 20 с.

26. Інституціонально-інформаційна економіка: [підручник] / [А.А. Чухно, П.М. Леоненко, П.І. Юхименко]; за ред. А.А. Чухна. – К.: Знання, 2010. – 687 с.

27. Інформація щодо облігацій зовнішньої державної позики, що перебувають в обігу / Міністерство фінансів України. URL: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article/main?art_id=399507.

28. Інформація щодо облігацій зовнішньої державної позики та державних деривативів, що перебувають в обігу (станом на 31.05.2016) / [Електронний ресурс]. – Режим доступа : <http://www.minfin.gov.ua>.

29. Калач Г.М. Напрями удосконалення інституційної інфраструктури фондового ринку / Г.М.Калач // Науковий вісник Національної академії Державної податкової служби України (економіка, право). – 2007. – № 1 (36). – С.45-51.

30. Кириченко О. Державні цінні папери у контексті розвитку ринку боргових зобов'язань / О. Кириченко, І. Белоусова, В. Кудрицький // Україна фінансова [Електронний ресурс]. – Режим доступа : http://www.uifn.com.ua/analit_mat/rzp/148.htm.

31. Кікоть О. Ю. Класифікація аукціонів цінних паперів / Кікоть О. Ю. // Економіст. – 2015. – № 12. – С. 30-35.
32. Кікоть О.Ю. Оцінювання рівня конкуренції на аукціонах ОВДП Міністерства фінансів України // О.Ю.Кікоть / Ринок цінних паперів . – 2016. - № 3-4. – С. 25-29.
33. Кікоть О.Ю. Управління механізмом аукціонної торгівлі цінними паперами / О. Ю. Кікоть // Бізнес Інформ. - 2017. - № 2. - С. 253-263.
34. Ковальова О. М. Інституційні аспекти розвитку фондового ринку України. / О. М. Ковальова // Науковий вісник Херсонського державного університету, серія: «Економічні науки». — 2016. — Вип.16. — Частина 1. — С. 124-127.
35. Козюк В.В. Оптимальний рівень боргового навантаження: глобальні макрофінансові зрушення та швидкоплинні очікування. Фінанси України. - 2012. - № 1. - С. 78-93.
36. Коляда Т.А. Управління державним боргом у контексті стабілізації державних фінансів України / Т.А.Коляда // Економічний аналіз – XXI. – 2015. - № 7-8 (1). – С. 82-85.
37. Краснова І. В. Фондовий ринок в Україні: стан та перспективи розвитку / І. В. Краснова // Проблеми економіки. — 2014. — № 1. — С. 129-134.
38. Кредитний рейтинг державних цінних паперів // Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://195.78.68.18/minfin/control/uk/publish/archive/main?cat_id=406135
39. Кульпінський С.В. Спред кривої дохідності за ОВДП як предикатом інвестиційної активності вітчизняних банків / С.В.Кульпінський // Чернігівський науковий часопис. Серія 1. Економіка і управління. - 2016. - № 1 (7). – С. 67-72.
40. Курищук К. Внутрішній ринок державних цінних паперів у забезпеченні ефективності боргової політики України / К.Курищук // Вісник Київського національного економічного університету імені Т.Г.Шевченка. - 2014. - № 1 (154). – С. 52-56.

41. Кучер Г. Розвиток ринку внутрішніх державних боргових зобов'язань України / Г. Кучер // Вісник Київського національного торговельно-економічного університету. – К. : Вид-во КНТЕУ. – 2011. – № 2. – С. 47 – 58.

42. Лондар Л.П. Оцінка стану державного боргу та ключові напрями підвищення рівня боргової безпеки України / Л.П. Лондар // Відділ фінансової безпеки Національного інституту стратегічних досліджень [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.niss.gov.ua/content/articles/files/derzhavniy_borggcc2fd.pdf.

43. Лютий І. Роздрібний ринок внутрішніх державних запозичень: валютні інструменти / І. Лютий // Банківська справа. – 2013. – № 3. – С. 3–13.

44. Мазуренко А.В. Інвестиційна діяльність банків і ринок ОВДП України / А.В. Мазуренко // Вчені записки Університету «КРОК». – 2014. – Випуск 35. – С. 63-72.

45. Михайличенко Н.М., Мірошніченко О.О. Дослідження динаміки обсягів біржових контрактів з облігаціями внутрішньої державної позики як основного фінансового інструменту фондового ринку України /Н.М.Михайличенко, О.О. Мірошніченко // Економічний вісник Донбасу. – 2018. - № 1. – С. 49-52.

46. Набок Р. Трансформація підходів до банківського нагляду: від складного – до надійного / Р.Набок // Вісник НБУ. – 2012. – № 5. – С. 46–49.

47. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>.

48. ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу, щодня – Офіційне Інтернет-представництво Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/files/T-bills_debt.xls.

49. Окунева О.В., Погребна О.С. Державні цінні папери на фондовому ринку України / О.В.Окунева, О.С.Погребна // Молодий вчений. – 2018. - № 10.- С. 364-367.

50. Онишко С.В., Паєнтко Т.В. Обіг державних цінних паперів та зростання державного боргу в контексті збалансування інтересів держави і суспільства / С.В.Онишко, Т.В.Паєнтко // Бізнес Інформ. - 2016. - № 4. - С. 213-219.

51. Основні показники системи недержавного пенсійного забезпечення станом на 31 грудня 2017 р. // Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://nfp.gov.ua/files/sekto/NPF_IV%D0%BA%D0%B2_2017.pdf

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

53. Офіційний сайт НКЦПФР. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/>.

54. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua>.

55. Павловська Є.О. Тенденції розвитку ринку державних облігацій у контексті обслуговування державного боргу // Є.О.Павловська / Бізнес Інформ. - 2014. - № 9. - С. 266-271.

56. Петренко І. П. Корпоративні облігації як джерело фінансування інвестиційних проектів / І. П. Петренко [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.confcontact.com/20101008/4_petrenko.htm

57. Пластун В.Л. Еволюція підходів щодо формування диверсифікованого інвестиційного портфеля / В.Л.Пластун // Збірник наукових праць. Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. - 2013. - Випуск 37. - С. 127-133.

58. Постанова Кабінету Міністрів України «Про випуск казначейських зобов'язань «Військові» від 01.04.2014 № 100 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/lawsshow/15-2002-%D0%BF>.

59. Постанова Кабінету Міністрів України «Про випуск казначейських зобов'язань» від 10.01.2002 № 15 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/lawsshow/15-2002-%D0%BF>.

60. Процько О.В. Специфіка управління фінансовими ризиками на ринку державних цінних паперів. Вісник Університету банківської справи. - 2011. - № 3 (12). - С. 87-91.

61. Процько О.В. Тенденції розвитку національних ринків державних цінних паперів: висновки для України. Державний бюджет і бюджетна стратегія в умовах економічних реформ: у 4 т. / за заг. ред. М.Я. Азарова. Київ: ДННУ “Акад. фін. управління”, 2011. Т. 1. С. 842–851.

62. Процько О.В. Трансформація ринку державних цінних паперів в Україні. Київ, - 2015. - 210 с.

63. Савицкий С. Стимулы и ограничения банковского инвестирования на фондовом рынке Украины / С.Савицкий // Депозитариум. – 2012. – № 6 (112). – С. 23-26.

64. Севастьянова О.М., Водяник Д.В., Нагорний В.С. Емісія державних цінних паперів як фінансовий інструмент регулювання бюджетного дефіциту / О.М.Севастьянова, Д.В.Водяник, В.С.Нагорний // Причорноморські економічні студії. – 2016. – Випуск 9-2. – С. 98-102.

65. Стасіневич С.А., Шиндирук І.П. Ринок цінних паперів України: стан та проблеми / С.А.Стасіневич, І.П.Шиндирук // Міжнародний науковий журнал «Інтернаука». Серія: «Економічні науки». - 2017. - № 3. - С. 97-100.

66. Стратегія розвитку фондового ринку України на середньострокову та довгострокову перспективу (проект). [Електронний ресурс] – Режим доступу:<http://www.aust.com.ua/defaultStrategy.aspx>.

67. Тарасевич Н.В., Тарасевич А.П. Сучасний стан розвитку ринку державних цінних паперів в Україні / Н.В. Тарасевич, А.П. Тарасевич [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://dspace.oneu.edu.ua/jspui/bitstream/123456789>.

68. Терещенко Г.М. Проблеми становлення та напрями удосконалення функціонування ринку цінних паперів в Україні / Г.М. Терещенко // Фінанси України. – 2013. – №6. – С.97-104.

69. Тимошенко Н.М. Ринок державних цінних паперів та основні чинники його розвитку в Україні / Н.М.Тимошенко // Науковий вісник

державного Херсонського університету. Серія: Економічні науки. – 2016. - Випуск 17. Частина 4. – С. 119-122.

70. Управління державним боргом : [навч. посіб.] / О.О. Прутська [та ін.] ; за ред. О.О. Прутської. – К. : ЦУЛ, 2010. – 216 с.

71. Фондовий ринок: [підручник] / В.Д. Базилевич, В.М. Шелудько, В.В. Вірченко [та ін.]; за ред. В.Д. Базилевича. – К. : Знання, 2016. – Кн. 2. – 686 с.

72. Черкашина К. Еволюція підходів до джерел фінансування бюджетного дефіциту / К. Черкашина // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2014. – № 11 (164). – С. 81-85.

73. Чечель О.М. Державні запозичення як важливий механізм формування економічної політики держави / О.М. Чечель // Ефективність державного управління. – 2010. – Вип. 23. – С. 459-467. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/Edu /2010_23/fail/Chechel.pdf.

74. Шелудько Н.М., Шкляр А.І. Валютні облігації внутрішньої державної позики: ризики та перспективи для України. Фінанси України. - 2011. - № 12. - С. 21-29.

75. Школьник І. О. Капіталізація фондового ринку України в контексті світових тенденцій / І. О. Школьник // Фінанси України. – 2011. – № 4. – С. 65-74.

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Тернопільський національний економічний університет

Факультет банківського бізнесу
Кафедра економічної теорії

Хомич Лариса Леонідівна

**Ринок ОВДП: фактори впливу та інвестиційні
можливості /**
**Local currency bonds market: factors of impact and
investment opportunities**

спеціальність: 051 – Економіка
магістерська програма – Аналітична економіка

Магістерська робота

Частина 2

ДОДАТКИ