

УДК 336.761

Заруцька О.П., д-р екон. наук, завідувач кафедри грошового обігу та банківської справи Університету митної справи та фінансів, вул. Володимира Вернадського, 2/4, Дніпро, 49000, Україна, e-mail: helenazarutskaya@gmail.com

ОБЛІГАЦІЇ ВНУТРІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ПОЗИК В УКРАЇНІ: ОСОБЛИВОСТІ ЦІНОУТВОРЕННЯ В УМОВАХ НЕДОСКОНАЛОГО РИНКУ

У статті розглядаються трансформації національного ринку внутрішнього державного боргу у контексті змін характеру фінансових ризиків, які впливають на об'єктивність ціноутворення на облигації внутрішніх державних позик в Україні. Обґрунтовано напрями інституційних корекцій ринку облигацій внутрішніх державних позик в Україні.

Ключові слова: державні цінні папери, фінансовий ринок, державний борг, ризики, ціноутворення.

Дохідність державних цінних паперів (ДЦП), 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 облигацій 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 ДЦП, як інструменту фінансової стабілізації, у багатьох країнах (у тому числі й Україні) спричинило не тільки суттєве переформатування внутрішнього фінансового ринку¹, але й зміну підходів в оцінці ризиків, пов'язаних з інструментами державного боргу.

Засадничі питання, пов'язані з особливостями механізму дохідності облигацій внутрішньої державної позики (ОВДП) в Україні, достатньо ґрунтовно висвітлені в праці О.В. Процька [7]. Зокрема, в ній констатовано обмеженість сучасних теоретичних концепцій для пояснення процесів і явищ, породжених структурно-функціональними трансформаціями ринків ДЦП в умовах глобальної фінансової нестабільності, обґрунтовано необхідність аналізу специфічної конфігурації ризиків фінансової нестабільності, яка об'єктивно зумов-

¹ Зокрема, упродовж 2009–2016 рр. активне використання державних цінних паперів (ДЦП) для стимулювання сукупного попиту, поживлення ділової активності, упередження стагнації тощо у багатьох випадках перетворилося на різке посилення боргового навантаження та перетворило національні ринки ДЦП в осередок ризиків фінансової дестабілізації.

лює розширення фінансових можливостей держави щодо стабілізації національної фінансової системи з використанням ДЦП. З огляду на це, запропоновано альтернативний теоретичний підхід до дослідження ринку ДЦП, 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 ДЦП, актуалізують потребу у з'ясуванні об'єктивних (фундаментальних) чинників ціноутворення на ОВДП в Україні.

Мета статті – з'ясувати особливості ціноутворення на ОВДП в Україні в умовах недосконалого ринку.

Трансформації ринку ОВДП в Україні: макроекономічний та інституційний контекст. Механізм ціноутворення на інструменти державного боргу є невіддільним від макроекономічної та інституційної складової його формування.

Структура національного ринку ДЦП 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 ДЦП 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 [7].

У праці О.В. Процька [7] 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 [7]:

- 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 ДЦП 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.

Дохідність державних цінних паперів: огляд існуючих підходів. 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 ДЦП. Проте, як свідчить практика, класичні підходи не завжди придатні для специфічних фінансових ринків. Зокрема, здійснена О.В. Процьком [7] оцінка адекватності формування дохідності ДЦП 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 ДЦП².

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 ДЦП 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. Характеристи-

² Для довгострокових цінних паперів модель перевірити не вдалося через відсутність фактичних даних (ринкові розміщення не здійснювалися), критичних значень кредитного (CDS 5y) та валютних ризиків.

кою, 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 Євросони, 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 ДЦП (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).

Дохідність ОВДП в Україні: результати емпіричних оцінок. Як уже зазначалося, нинішня ситуація на ринку державного боргу в Україні має певні особливості та характеризується домінуванням НБУ і банків у структурі власників (рис. 1), що створює небезпечну ситуацію для економіки та суттєво обмежує вплив ринкових чинників на ціноутворення.

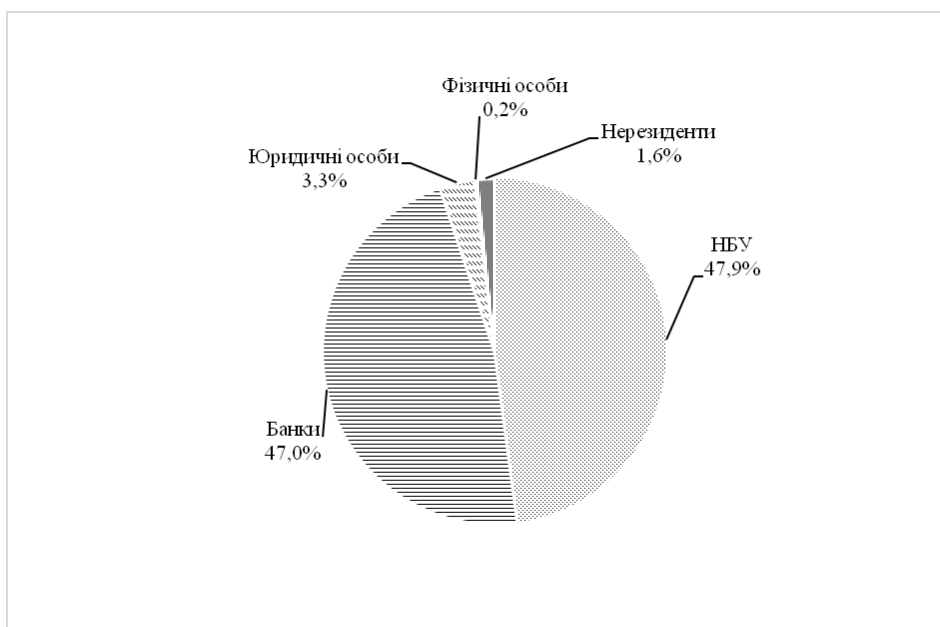


Рис. 1. Структура розміщення ОВДП станом на 01.02.2018 р.

Джерело: складено автором за даними Національного банку України.

З метою дослідження варіативності та тенденцій, нами проаналізовано характеристики кривих дохідності на первинному, біржовому та позабіржовому ринку ОВДП, номінованих у гривні. Після порівняння компонентів ринку проаналізовано вплив макроекономічних чинників і зіставлено з показниками дохідності альтернативних фінансових інструментів.

З огляду на високу волатильність цін на внутрішньому ринку, аналіз концентрувався не стільки на спредах дохідності до боргових інструментів інших країн (через значно нижчі межі коливання останніх), скільки на діапазоні коливань ставок дохідності окремих видів ОВДП (короткострокових, середньостро-

кових і довгострокових) у різних сегментах ринку (первинному, біржовому, позабіржовому).

Аналіз кривих дохідності ринку ОВДП. Для аналізу використано дані офіційної звітності з урахуванням особливості їх форматів. На рис. 2 показано динаміку розміщення ОВДП на первинному ринку (за даними НБУ). Характерною особливістю є істотне зростання запозичень у другій половині 2014 р. у період загострення політичної та економічної кризи. Інших суттєвих сезонних відмінностей не спостерігається.

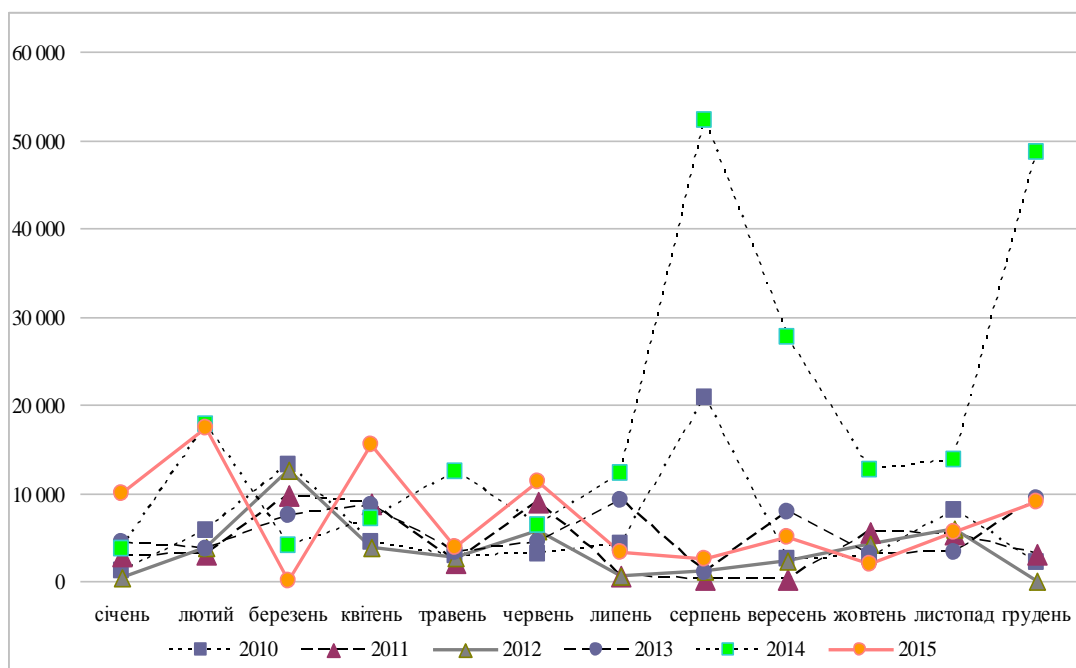


Рис. 2. Розміщення ОВДП на первинному ринку у 2010–2015 рр., млн грн
Джерело: складено автором за даними Національного банку України.

На рис. 3 подано дані про середньозважену дохідність ОВДП на первинному ринку. Дисперсія відповідного часового ряду становить 7,7 і характеризує відносно незначний розбіг даних.

Для коректного представлення тренду з вибірки необхідно вилучити періоди, коли розміщення не проводилося. Як показано на рис. 4, дохідність ОВДП на первинному ринку з березня 2010 р. до грудня 2015 р. мала тенденцію до зростання, а діапазон коливань дохідності на первинному ринку за цей період перебував у межах 6–22%.

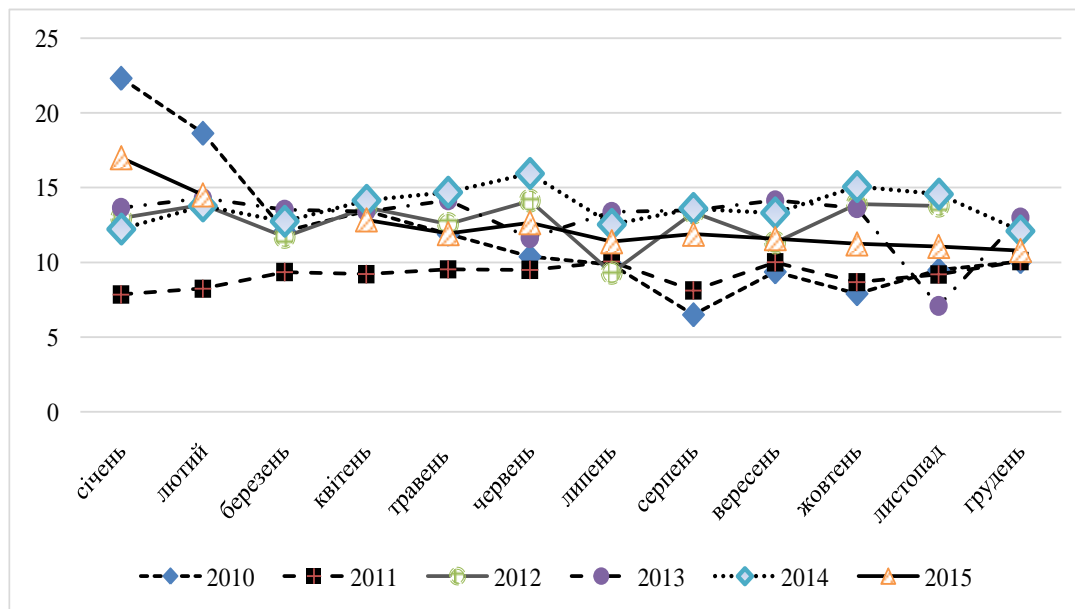


Рис. 3. Дохідність ОВДП на первинному ринку у 2010–2015 рр., %

Джерело: складено автором за даними Міністерства фінансів України.

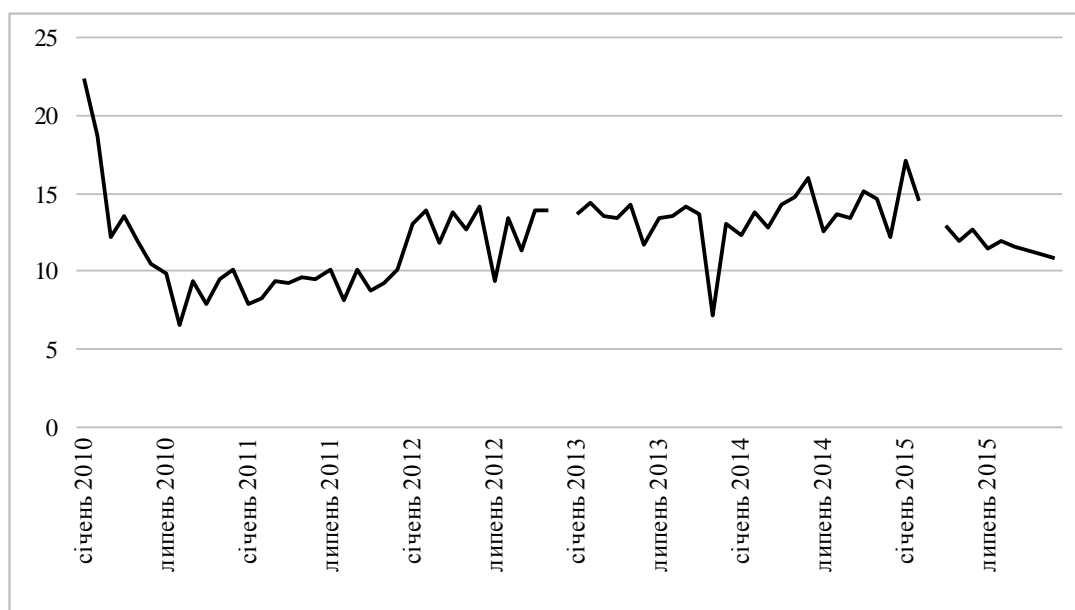


Рис. 4. Тренд дохідності ОВДП на первинному ринку у 2010–2015 рр., %

Джерело: складено автором за даними Міністерства фінансів України.

На рис. 5 представлено узагальнені дані біржового ринку щодо середньозваженої дохідності короткострокових ОВДП, які також не мають характерних коливань протягом року.

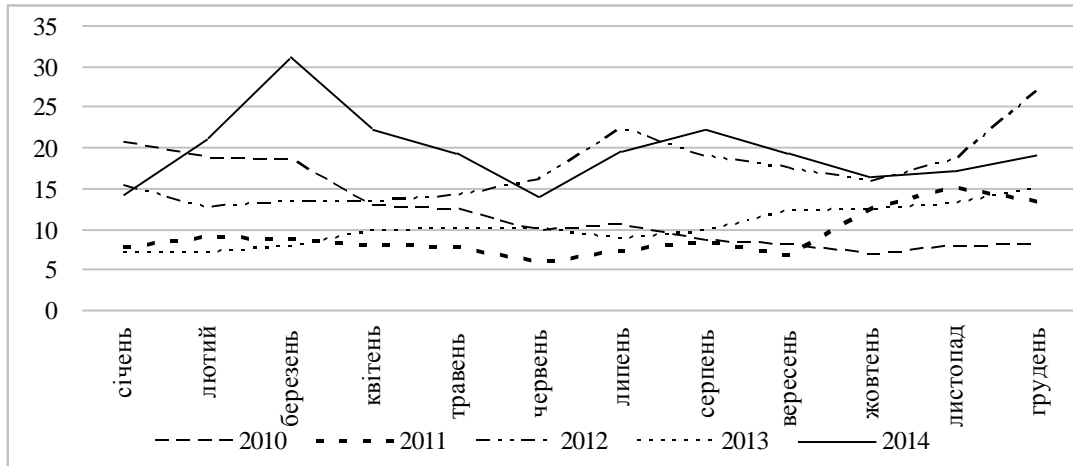


Рис. 5. Дохідність короткострокових ОВДП на біржовому ринку у 2010–2014 рр., %

Джерело: складено автором за даними фондових бірж.

Дані про тренд дохідності короткострокових ОВДП на біржовому ринку представлені на рис. 6. Дохідність також має тенденцію до зростання. Кореляція між числовими рядами біржового та первинного ринку становить 40,2%, що свідчить про позитивний зв'язок середнього рівня. Дисперсія дохідності короткострокових ОВДП становить 38,3, тобто є вищою, ніж на первинному ринку.

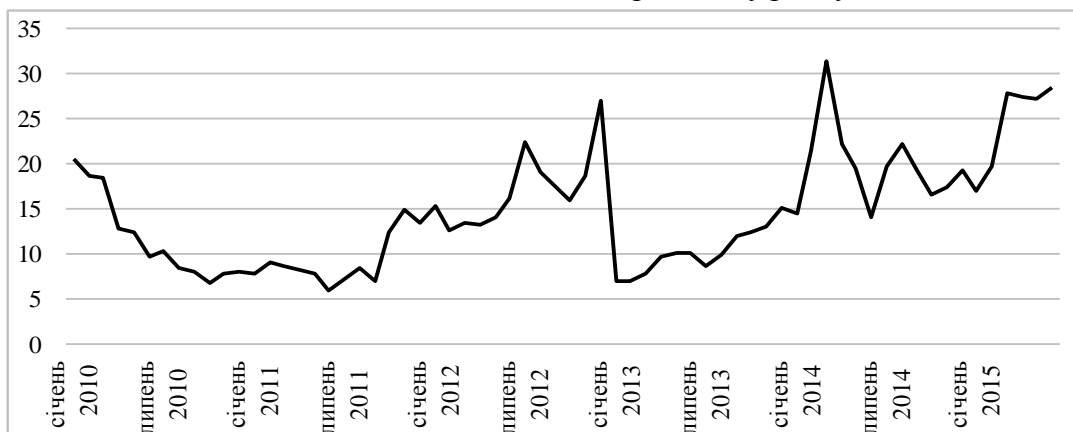


Рис. 6. Тренд дохідності короткострокових ОВДП на біржовому ринку у 2010–2015 рр., %

Джерело: складено автором за даними фондових бірж.

Діапазон коливань середньозважених ставок дохідності короткострокових ОВДП на біржовому ринку в 2010–2015 рр. перебував у межах 5–31%³.

На рис. 7 представлено узагальнені дані щодо середньозваженої дохідності середньострокових ОВДП на біржовому ринку.

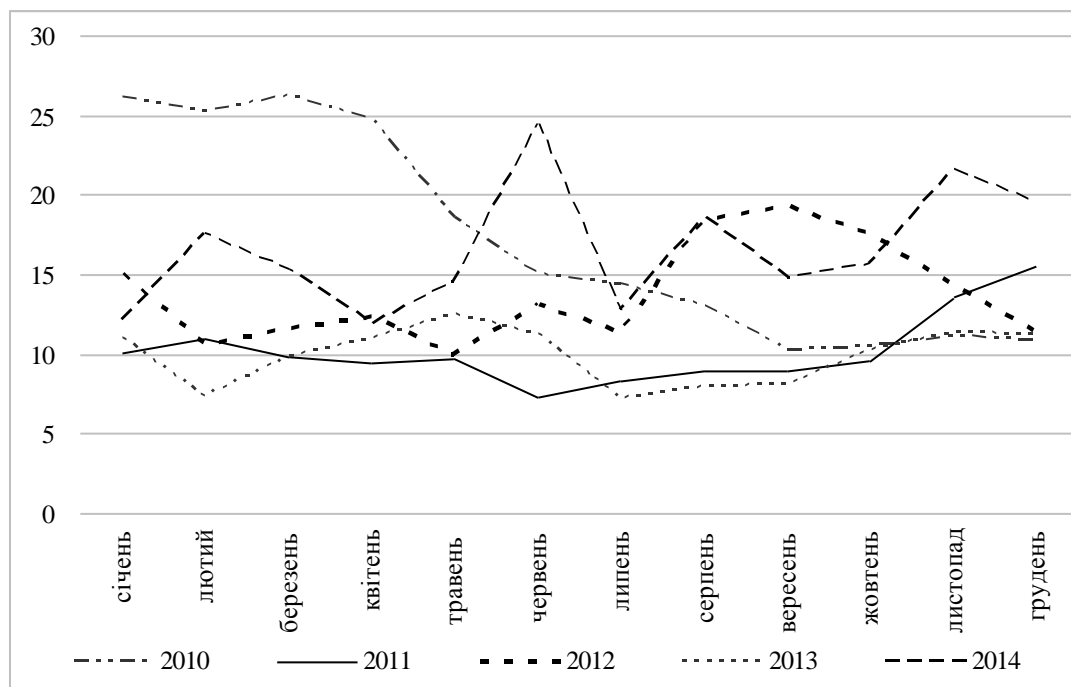


Рис. 7. Дохідність середньострокових ОВДП на біржовому ринку у 2010–2014 рр., %

Джерело: складено автором за даними фондових бірж.

Дані про тренд дохідності середньострокових ОВДП на біржовому ринку показано на рис. 8. Тренд зростання є дещо меншим, ніж для короткострокових ОВДП. Дисперсія дохідності середньострокових ОВДП на біржовому ринку становить 35,3, тобто є підвищеною, як і для короткострокових, порівнюючи з первинним ринком. Діапазон коливань середньозважених ставок дохідності середньострокових ОВДП на біржовому ринку в 2010–2015 рр. Перебував у межах 7–26%.

³ Тут і далі йдеться про усереднені показники за місяць. Натомість діапазони коливання денних показників дохідності протягом місяця сягають ще більш істотних значень, як буде зазначено далі. Незважаючи на це, слід враховувати природне розширення діапазону коливань у міру зростання ставок дохідності.

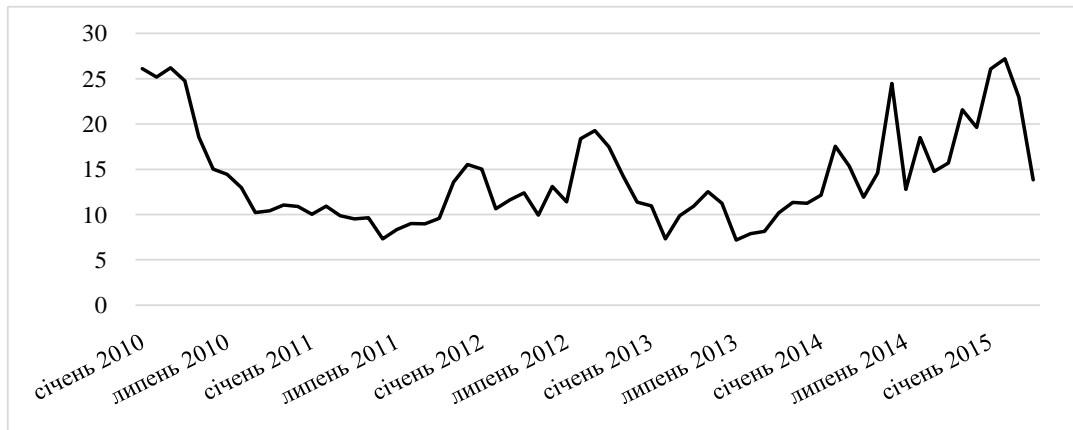


Рис. 8. Тренд дохідності середньострокових ОВДП на біржовому ринку у 2010–2015 рр., %

Джерело: складено автором за даними фондових бірж.

Кореляційний зв'язок між дохідністю середньострокових ОВДП на біржовому та первинному ринку становить 48,8%. Кореляція між дохідністю короткострокових і середньострокових ОВДП біржового ринку дорівнює 60%, що свідчить про високий зв'язок.

На рис. 9 представлені криві дохідності короткострокових і середньострокових ОВДП на біржовому ринку, порівнюючи з дохідністю первинного ринку.



Рис. 9. Дохідність ОВДП на первинному та біржовому ринку у 2010–2015 рр., %

Джерело: складено автором за даними Міністерства фінансів України та фондових бірж.

Між показниками дохідності є прямий зв'язок, і для кожного з них не спостерігається сезонних коливань. Дохідність різко скоротилася на початку 2010 р. з подальшою тенденцією до зростання. У 2014 р. коливання показників і темпи зростання дохідності підвищилися.

Водночас періодично виникають і суттєві відмінності між дохідністю на біржовому та первинному ринку, пов'язані з більшою обмеженістю кола активних учасників первинного ринку (насамперед, НБУ та державні банки, а також певною мірою первинні дилери) та специфічним характером певних розміщень, пов'язаних із зростанням статутного капіталу державних банків.

Статистика дохідності ринку довгострокових ОВДП є недостатньою для аналогічного розрахунку кореляційного та дисперсійного зв'язку.

На позабіржовому ринку крива дохідності має дещо специфічні характеристики. Дохідність короткострокових ОВДП значно зросла у 2014 р., порівнюючи з попереднім періодом (рис. 10).

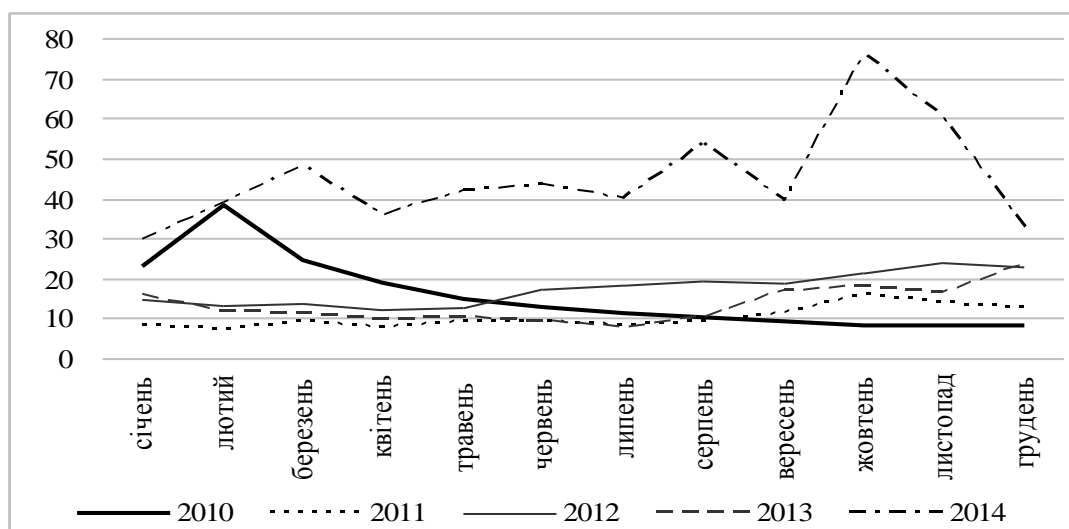


Рис. 10. Дохідність короткострокових ОВДП на позабіржовому ринку у 2010–2014 рр., %

Джерело: складено автором за даними рейтингового агентства "Рюрик".

На рис. 11 показано тренд динаміки дохідності короткострокових ОВДП на позабіржовому ринку. Крива є більш згладженою у період відносно стабільного розвитку фінансового ринку, але значно коливається, починаючи з 2014 р. У результаті тренд зростання дохідності є найбільш вираженим.

Дисперсія числового ряду короткострокових ОВДП на позабіржовому ринку значно перевищує показник біржового ринку та становить 210, що свідчить

про мінливість показників дохідності позабіржового ринку. Діапазон коливань середньозважених ставок дохідності короткострокових ОВДП на позабіржовому ринку в 2010–2015 рр. перебував у межах 6–76%, що значно вище за показники біржового ринку.

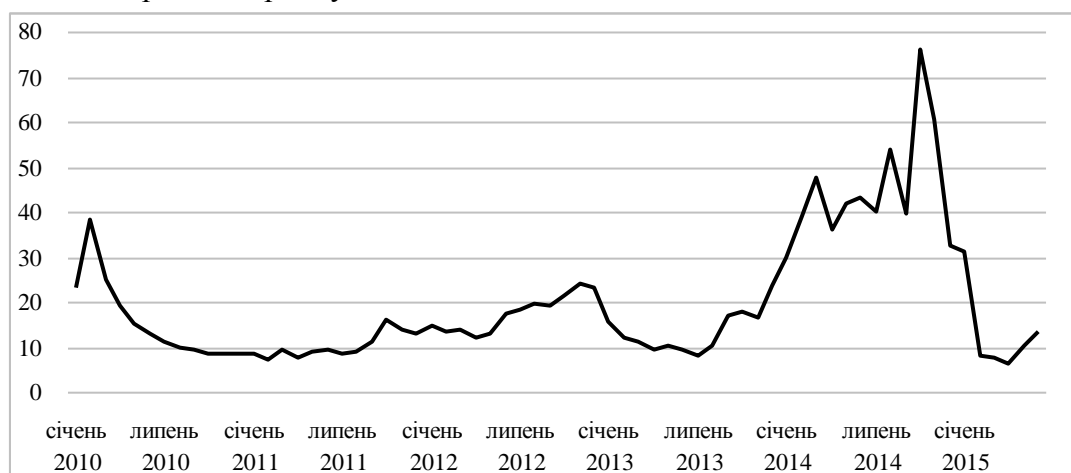


Рис. 11. Тренд дохідності короткострокових ОВДП на позабіржовому ринку у 2010–2015 рр., %

Джерело: складено автором за даними рейтингового агентства “Рюрик”.

Зв’язок між дохідністю короткострокових ОВДП на біржовому та позабіржовому ринку є досить високим, кореляція становить 46,8%, зв’язок короткострокових ОВДП позабіржового та первинного ринку – 47,3%. Можна вважати, що короткостроковий позабіржовий ринок відтворює ті самі рухи ринку, але з більшими коливаннями значень.

На рис. 12 показано дохідність середньострокових ОВДП на позабіржовому ринку у 2010–2014 рр. Дисперсія числового ряду середньострокових ОВДП на позабіржовому ринку також перевищує показник біржового ринку та становить 69,7, що підтверджує мінливість показників позабіржового ринку. Діапазон коливань середньозважених ставок дохідності середньострокових ОВДП на позабіржовому ринку в 2010–2015 рр. перебував у межах 7–60%, що є значно вищими за показники біржового ринку.

Тренд дохідності середньострокових ОВДП на позабіржовому ринку у 2010–2015 рр. представлений на рис. 13. Крива дохідності не має тенденції до зростання, на відміну від тенденцій біржового та первинного ринку. Зв’язок між дохідністю середньострокових ОВДП на біржовому та позабіржовому ринках є незначним і становить 32,5%. Кореляція показників дохідності середньострокових ОВДП на позабіржовому ринку та первинного ринку є ще

меншою – 23,6%. На формування дохідності позабіржового ринку середньострокових ОВДП впливають інші, ніж на інструменти ринку, чинники.

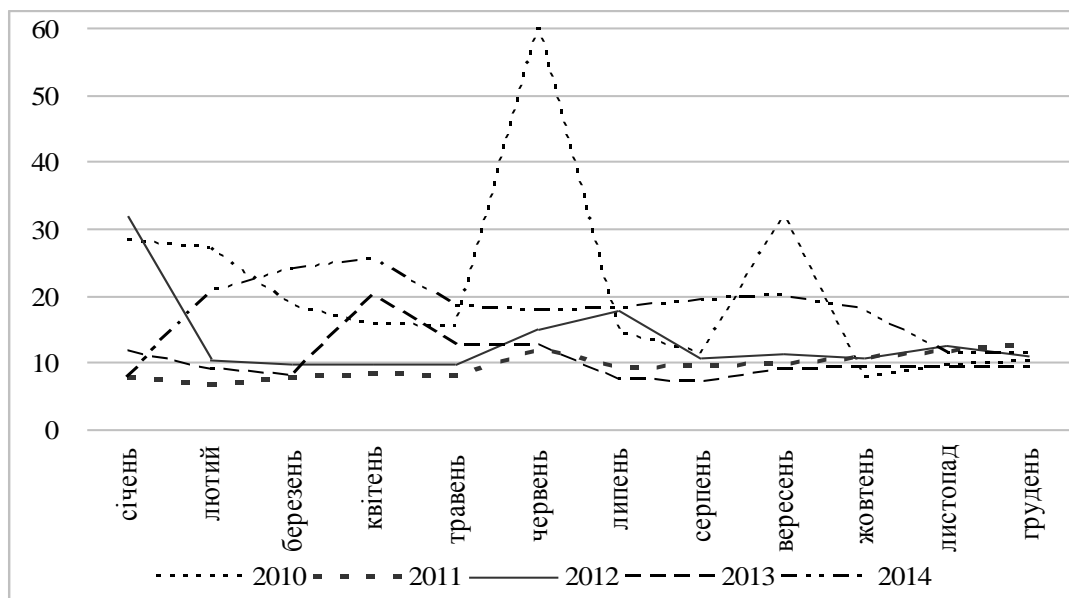


Рис. 12. Дохідність середньострокових ОВДП на позабіржовому ринку у 2010–2014 рр., %

Джерело: складено автором за даними рейтингового агентства “Рюрик”.

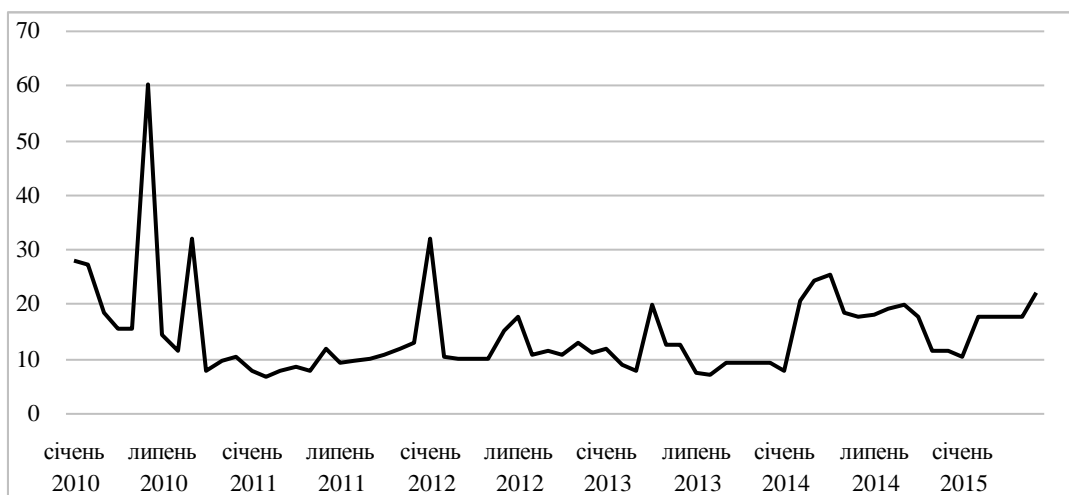


Рис. 13. Тренд дохідності середньострокових ОВДП на позабіржовому ринку у 2010–2015 рр., %

Джерело: складено автором за даними рейтингового агентства “Рюрик”.

Попри порівнюваність середньозважених ставок дохідності у всіх сегментах ринку в діапазоні кожного календарного року (відхилення не перевищують 1–3% для середньострокових ОВДП, табл. 1), діапазони коливань між максимальними та мінімальними фактичними значеннями дохідності ОВДП є стабільно широкими, і найбільша мінливість спостерігається на позабіржовому ринку. У 2010–2015 рр. розмах коливань між максимальними та мінімальними значеннями дохідності поза біржами сягає 34–93%, на біржовому ринку – 14–32%, на первинному ринку – 3–15%. Певною мірою це пояснюється значно нижчою регулярністю розміщень, порівнюючи з обігом ОВДП та тривалими періодами відсутності результативних розміщень. Помітної тенденції щодо звуження діапазону коливань і мінливості дохідності ОВДП в аналізованому періоді не виявлено.

Таблиця 1

Коливання дохідності середньострокових ОВДП у 2010–2015 рр., %

Показники	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Середньозважена дохідність за рік:						
біржовий ринок	12	10	13	11	16	17
позабіржовий ринок	12	10	12	15	13	18
первинний ринок	14	9	13	14	15	17
Діапазон коливань (між min та max значеннями за рік):						
біржовий ринок	6–27	5–21	1–33	5–19	5–35	10–37
позабіржовий ринок	6–99	5–98	7–41	6–74	5–62	7–78
первинний ринок	10–25	8–11	9–15	9–14	10–19	7–17
Різниця між max та min значеннями за рік:						
біржовий ринок	21	16	32	14	30	27
позабіржовий ринок	93	93	34	68	61	71
первинний ринок	15	3	6	5	9	10
Стандартне відхилення:						
біржовий ринок	5	2	4	2	6	7
позабіржовий ринок	11	7	4	9	11	14
первинний ринок	4	1	3	2	2	7

Примітка: Для первинного ринку за основу взято щомісячні значення, для вторинного – щоденні (крім позабіржових угод з дохідністю понад 100%).

Джерело: складено автором за даними Міністерства фінансів України, Національного банку України та фондових бірж.

Аналіз динаміки дохідності ОВДП показав достатній зв'язок середньозваженої дохідності первинного та біржового ринку. Найменша дисперсія спостерігається для показників первинного ринку. Саме ці показники слід порівнювати з можливими чинниками впливу на дохідність ОВДП. Інші ряди мають високі значення дисперсії та незначну кореляцію між собою, що спричиняє статистичну похибку.

Аналіз впливу окремих параметрів на дохідність ринку ОВДП. Між дохідністю ОВДП та обліковою ставкою НБУ зв'язок майже відсутній, кореляція – 11,4%. Кореляція між дохідністю та курсом долара США становить 11,6%. Дані представлено на рис. 14.

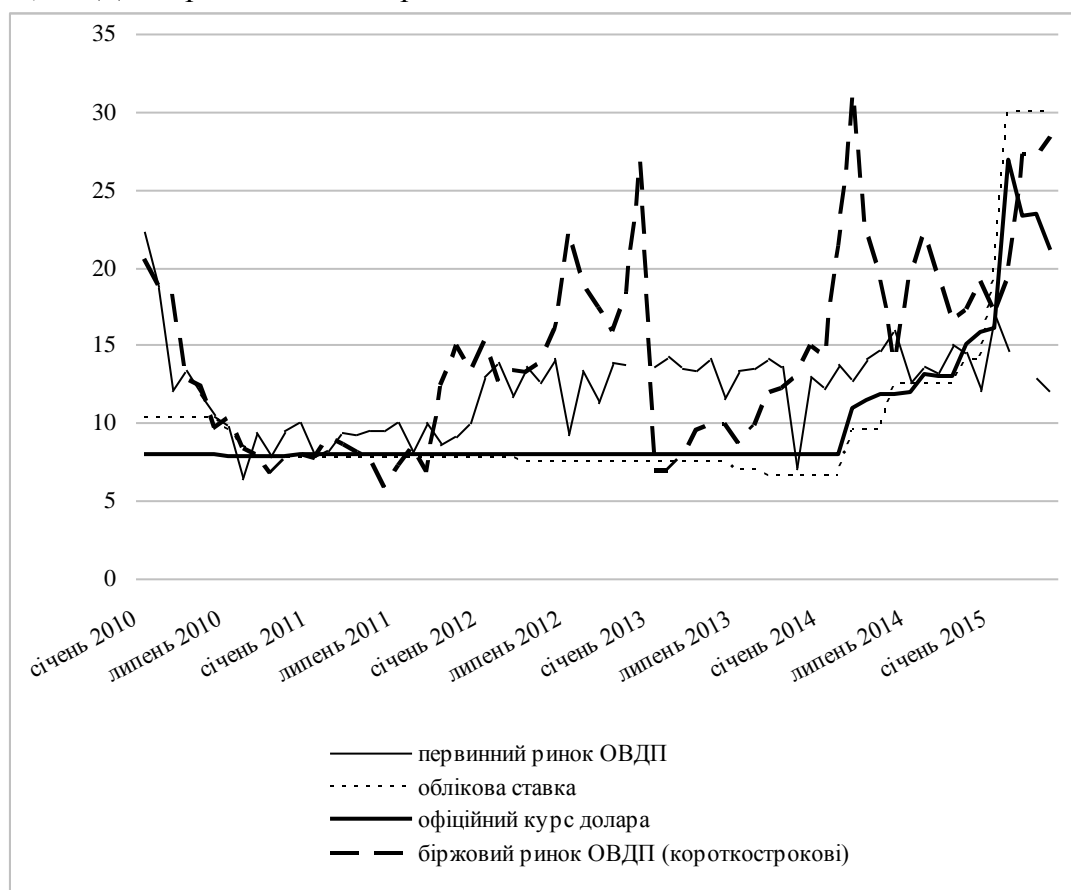


Рис. 14. Динаміка дохідності ОВДП, облікової ставки НБУ (%) та курсу долара США у 2010–2015 рр.

Джерело: складено автором за даними Міністерства фінансів України, Національного банку України та фондових бірж.

Ретроспективно може здатися, що цінова нестабільність почалась у 2014 р., коли стартувала масштабна девальвація національної грошової одиниці. Проте можна дійти висновку, що навіть у період умовно стабільного курсу гривні (2010–2013 рр.) на ринку ОВДП існувала суттєва непевність щодо цінових орієнтирів, оскільки ризики щодо недостатньої ефективності бюджетної, боргової та валютної політики розглядалися як високі, що спричинило високу во-

латильність і надто широкі інтервали, в яких коливалася дохідність державних облігацій.

Зв'язок між ставками дохідності альтернативних інструментів ринку є більш значним, але не надто високим; кореляція між дохідністю ОВДП і ставками банківських депозитів – 38,2%, ставками кредитів – 29,9%. Кореляція між ставками банківських депозитів і кредитів становить 86,1%. Динаміку показників відображено на рис. 15.

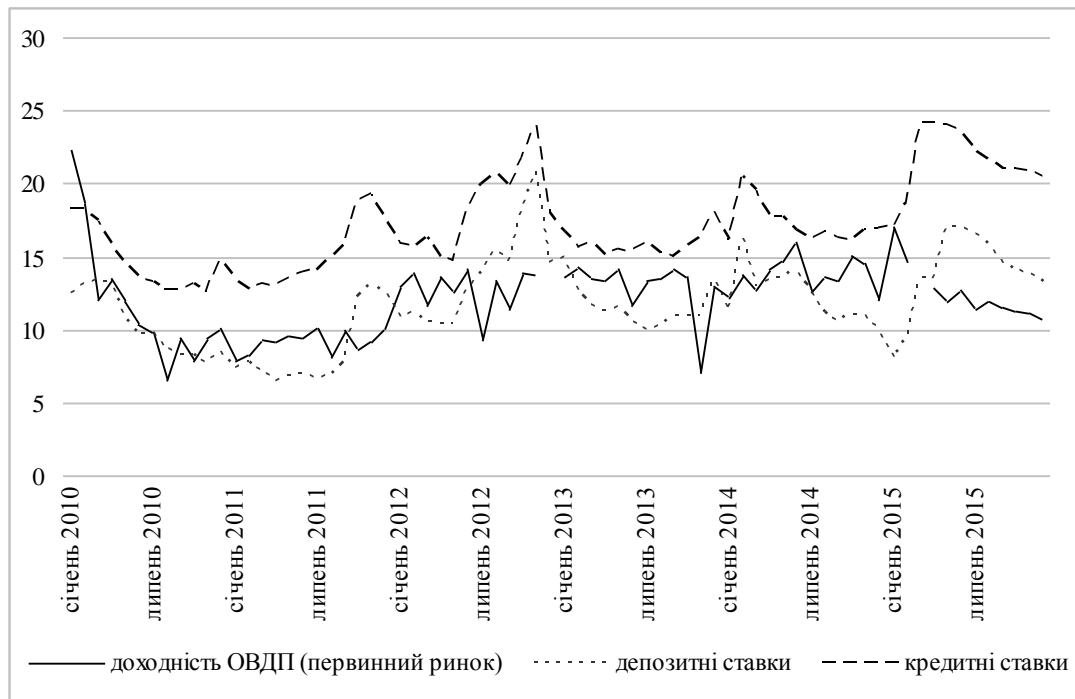


Рис. 15. Динаміка дохідності ОВДП (первинний ринок), середньозважених ставок банківських депозитів та кредитів у 2010–2015 рр., %

Джерело: складено автором за даними Міністерства фінансів України та Національного банку України.

Аналіз впливу макроекономічних показників проведено за річною звітністю, оскільки дані чинники мають менш динамічну природу. У табл. 2 наведено кореляційний зв'язок між дохідністю ОВДП на первинному ринку та ВВП і державним боргом. Вплив абсолютного значення дефіциту державного бюджету на дохідність ринку ОВДП становить –41,1%. Найвагомим чинником є показник дефіциту державного бюджету до ВВП. Кореляція на рівні –56,5% свідчить про тісний зворотній зв'язок. Дохідність ОВДП підвищується із зростанням дефіциту бюджету.

Таблиця 2

Вплив макроекономічних показників на дохідність ОВДП

Рік	Середньозважена дохідність розміщення ОВДП, %	ВВП на душу населення, грн	Державний борг, млн грн	Бюджетний дефіцит, млн грн	Бюджетний дефіцит, % ВВП
2010	12,48	23 600	432 235	-64 266	-1,80
2011	9,17	28 814	473 122	-23 558	-1,80
2012	12,94	30 913	515 511	-53 445	-3,79
2013	14,19	31 989	584 114	-64 708	-4,45
2014	13,44	35 834	1 100 564	-78 053	-5,00
2015	13,07	46 210	1 572 180	-45 168	-2,28
2016	9,16	55 854	1 929 759	-70 130	-2,94
Кореляція		-32,8%	-27,0%	-41,1%	-56,5%

Джерело: складено автором за даними Державної служби статистики України, Національного банку України, Міністерства фінансів України та Moody's Investors Service.

Висновки. Внаслідок поєднання низки економічних і політичних факторів ринок ДЦП 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 ДЦП 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 ОВДП 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 ДЦП значною мірою залежить від узгодження боргової політики з монетарною та фіскальною, зниження ступеня адміністративного впливу та ефективного управління портфелем ДЦП.

Подальший розвиток ринку ДЦП 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 ДЦП: для підтримання стабільності фінансової системи необхідним є значне зниження частки ДЦП 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 ДЦП 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.

Список використаних джерел

1. 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.
2. Дорошенко І.В. Макроекономічні наслідки боргової кризи Єврозони: приклад Ірландії та Португалії. *Науковий вісник НЛТУ*. 2011. Вип. 21.6. С. 162–173.
3. Козюк В.В. Оптимальний рівень боргового навантаження: глобальні макрофінансові зрушення та швидкоплинні очікування. *Фінанси України*. 2012. № 1. С. 78–93.
4. Процько О.В. Специфіка управління фінансовими ризиками на ринку державних цінних паперів. *Вісник Університету банківської справи*. 2011. № 3 (12). С. 87–91.
5. Шелудько Н.М., Шкляр А.І. Валютні облігації внутрішньої державної позики: ризики та перспективи для України. *Фінанси України*. 2011. № 12. С. 21–29.
6. Andrztzky J.R. Government bonds and their investors: what are the facts and do they matter? *IMF Working Paper WP/12/158*. 2012. 30 p.
7. Процько О.В. Трансформація ринку державних цінних паперів в Україні. Київ, 2015. 210 с.
8. Alexopoulou I., Bunda I., Ferrando A. Determinants of government bond spreads in new EU countries. *ECB Working Paper*. 2009. № 1093/September. 42 p.
9. Gopinath S. Financial markets – some regulatory issues and recent developments. URL: <http://www.bis.org/review/r100113d.pdf>
10. Shin Y. Financial markets. An engine for growth. *The regional economist*. 2013. URL: http://www.stlouisfed.org/publications/pub_assets/pdf/re/2013/c/financial_markets.pdf
11. Аналітичний огляд ринку облігацій. URL: <http://urik.com.ua/our-research/branch-reviews/1188>
12. 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

Отримано 21.02.18 та оновлено 26.02.18

References

1. Protsko, O.V. (2011). Development trends of national government securities markets: conclusions for Ukraine. In M.Ya. Azarov (Ed.), *State budget and budget strategy under conditions of economic reforms* (p. 842-851). Kyiv: Ministry of finance of Ukraine Academy of Finances of Ukraine [in Ukrainian]
2. Doroshenko, I.V. (2011). The macroeconomic impact of the debt crisis in the Eurozone: the case of Ireland and Portugal. *Naukovyi visnyk NLTU – Scientific Bulletin of UNFU*, 21.6, 162-173 [in Ukrainian]
3. Koziuk, V.V. (2012). Optimal debt burden: global macro-financial changes and transient expectations. *Finansy` Ukrayiny` – Finance of Ukraine*, 1, 78-93 [in Ukrainian]
4. Protsko, O.V. (2011). Specifics of financial risk management in the government securities market. *Visnyk Universytetu bankivskoi spravy – The Banking University Bulletin*, 3(12), 87-91 [in Ukrainian]
5. Sheludko, N.M., Shkliar, A.I. (2011). Currency bonds of internal state loan: risks and perspectives for Ukraine. *Finansy` Ukrayiny` – Finance of Ukraine*, 12, 21-29 [in Ukrainian]
6. Andritzky, J.R. (2012). Government bonds and their investors: what are the facts and do they matter? *IMF Working Paper WP/12/158* [in English]
7. Protsko, O.V. (2015). Transformation of the government securities market in Ukraine. Kyiv [in Ukrainian]
8. Alexopoulos, I., Bunda, I., Ferrando, A. (2009). Determinants of government bond spreads in new EU countries. *ECB Working Paper*, 1093/September [in English]
9. Gopinath, S. Financial markets – some regulatory issues and recent developments. URL: <http://www.bis.org/review/r100113d.pdf> [in English]
10. Shin, Y. (2013). Financial markets. An engine for growth. *The regional economist*. URL: http://www.stlouisfed.org/publications/pub_assets/pdf/re/2013/c/financial_markets.pdf [in English]
11. Analytical review of the bond market. URL: <http://rurik.com.ua/our-research/branch-reviews/1188> [in Ukrainian]
12. Information on bonds of external state loan in circulation. The Ministry of Finance of Ukraine. URL: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article/main?art_id=399507 [in Ukrainian]

Received on 21.02.18 and updated on 26.02.18

Заруцкая Е.П., д-р экон. наук, заведующая кафедрой денежного обращения и банковского дела Университета таможенного дела и финансов, ул. Владимира Вернадского, 2/4, Днепр, 49000, Украина, e-mail: helenazarutskaya@gmail.com

ОБЛИГАЦИИ ВНУТРЕННЕГО ГОСУДАРСТВЕННОГО ЗАЙМА В УКРАИНЕ: ОСОБЕННОСТИ ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ В УСЛОВИЯХ НЕСОВЕРШЕННОГО РЫНКА

В статье исследуются трансформации национального рынка внутреннего государственного долга в контексте изменения характера финансовых рисков, влияющих на объективность ценообразования на облигации внутреннего государственного займа в Украине. Обоснованы направления институциональных коррекций рынка облигаций внутреннего государственного займа в Украине.

Ключевые слова: государственные ценные бумаги, финансовый рынок, государственный долг, риски, ценообразование.

Zarutskaya E.P., Dr Habil. (Economics), head, department of money circulation and banking, University of Customs and Finance, 2/4, V. Vernadsky Str., Dnipro, 49000, Ukraine, e-mail: helenazarutskaya@gmail.com

BONDS OF INTERNAL STATE LOAN IN UKRAINE: SPECIFICS OF PRICING IN IMPERFECT MARKET

It is proved that under the conditions of national market transformation of the domestic public debt, nature of the financial risks naturally changes, which affects the objectivity of the pricing of bonds of internal state loans in Ukraine. We have analyzed the characteristics of yield curves on the primary

stock exchange and bonds of an internal state loan market (BISL) of government bonds denominated in local currency. After comparing the market components, paper analyzes the impact of macroeconomic factors associated with the rates of return of alternative financial instruments. It is established that as the result of a combination of economic and political factors, the market of government securities (GS) in Ukraine for a long time could not fully function, as evidenced by, in particular, over the limits fluctuations of return rates in all segments of the market and a relatively low degree of correlation with the yield indicators of the national economy and financial market. This situation of price instability was not associated with the factors of devaluation or other crisis factors that intensified in 2014, but rather was a characteristic of the government bond market during the whole studied interval (2010-2015). It is proved that that in the mid-term perspective, with the restoration of macro-financial stability, the priority tasks of the market development must be reduction of the administrative burden on the government bonds market; decline in the share of the NBU to pre-crisis levels of 15-20%; unification of securities to improve market liquidity for the withdrawal of the securities that did not have sufficient demand among investors; increase of qualitative characteristics of attracted financial resources; attraction of small investors' savings, implementation of loaning by issuing government bonds under specific investment program, reduction of the loans share to cover the budget deficit. Author accentuated that the success of the further development of the internal market of GS largely depends on the debt policy coordination with the monetary and fiscal ones, decrease of the administrative impact and effective management of the GS portfolio. Paper determined that the development of the market for government securities requires creation of a system of mid-term financial planning, which will increase the transparency and clarity of the state debt policy for internal and external investors.

Keywords: government bonds, finance market, public debt, risks, pricing.