

## **ОСОБЛИВОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ВНУТРІШНІХ БОРГОВИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ УКРАЇНИ**

У статті розкрито сучасні тенденції розвитку ринку внутрішніх боргових зобов'язань України. Досліджено причини активізації внутрішньої державної позики. Проведено оцінку впливу світової фінансової кризи на боргову політику України. Зокрема, аргументовано вплив валюти державних запозичень на вартість державного боргу. Вказано на особливості функціонування ринку внутрішньої державної позики в сучасних умовах та проаналізовано механізм залучення внутрішньої державної позики в розрізі диверсифікації інструментів позики.

**Ключові слова:** борг, ринок внутрішніх зобов'язань, фінансова криза, валюта позики, облігація внутрішньої державної позики, казначейські зобов'язання.

## **ОСОБЕННОСТИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА ВНУТРЕННИХ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ УКРАИНЫ**

В статье раскрыты современные тенденции развития рынка внутренних долговых обязательств Украины. Исследованы причины активизации внутреннего государственного займа. Проведена оценка влияния мирового финансового кризиса на долговую политику Украины. В частности, аргументировано влияние валюты государственных заимствований на стоимость государственного долга. Указано на особенности функционирования рынка внутреннего государственного займа в современных условиях и проанализирован механизм привлечения внутреннего государственного займа в разрезе диверсификации инструментов займа.

**Ключевые слова:** долг, рынок внутренних обязательств, финансовый кризис, валюта займа, облигация внутреннего государственного займа, казначейские обязательства

## **FEATURES OF FUNCTIONING DOMESTIC DEBT MARKET UKRAINE**

The article deals with current trends in domestic debt market of Ukraine. The reasons of activation-bills. An estimation of the global financial crisis on Ukraine's debt policy. In particular, arguments currency impact of government borrowing on the value of government debt. Specified on the peculiarities of the market-bills in the present conditions and analyzed the mechanism of attraction-bills in terms of diversification of loan instruments.

**Key words:** debt market of domestic commitments, financial crisis, currency loans, government bonds, treasury bills.

**Постановка проблеми.** Ринки державних боргових зобов'язань розвиваються у контексті загальносвітових тенденцій і процесів. Глобалізація відкриває значні можливості для акумулювання фінансових ресурсів у розпорядженні держав через систему боргових ринків, про що свідчить значне зростання значення ринку цінних паперів та збільшення обсягів глобальних фінансових активів, які у 2007 р. сягнули 197 трлн. доларів США. Наведені дані свідчать про тенденцію до зростання кількості боргових цінних паперів, у тому числі державних боргових паперів, обсяги яких у зазначений період щорічно зростали на 2 трлн. дол. США [1, 47].

Зовнішні негативні ефекти спровоковані світовою фінансовою кризою негативно вплинули на ситуацію на фінансових ринках, особливо міжнародних. В умовах обмеженості доступу до зовнішніх джерел фінансування національним урядом активізувалося питання щодо розвитку внутрішнього ринку боргових зобов'язань.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Різні аспекти державного боргу розкриті у наукових працях українських вчених, зокрема: В. Андрущенко, О. Василика, Т. Богдан, В. Козюка, В. Корнєєва, В. Лісовенка, В. Опаріна, В. Федосова, С. Юрія.

Важливий внесок у дослідження проблеми державних боргових зобов'язань зробили західні економісти: Д. Рікардо, А. Сміт, С. Вайнтрауб, Х. Джонсон, О. Екстайн, Дж. Кейнс, А. Лаффер, А. Лернер, Р. Масгрейв, М. Фрідман.

В той же час, попри велику кількість наукових праць у сфері державної заборгованості держави, залишаються мало дослідженими структура внутрішнього боргу України та функціонування ринку державних цінних паперів як інструменту залучення додаткових фінансових ресурсів у бюджет.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Після здобуття Україною незалежності розпочався процес перебудови національної економіки та перехід на ринкові засади господарювання. Однією з характерних рис цього процесу нестача фінансових ресурсів у державному бюджеті. Тому, перед державою постає завдання збалансування дохідної та видаткової частин бюджету,

забезпечення фінансування наявного дефіциту на раціональних і вигідних засадах. Одним із джерел фінансування дефіциту бюджету є запозичення, які здійснюються на внутрішньому ринку країни. Під час проведення активної політики залучення фінансових ресурсів на внутрішньому ринку держави формується внутрішній державний борг. Внутрішній державний борг – це сукупність боргових зобов'язань держави підприємствам і населенню, що виникла внаслідок залучення їх коштів для виконання державних програм і замовлень, випуском в обіг державних облігацій та інших державних цінних паперів.

Тенденції зростання державної заборгованості в Україні є нестійкими, вони визначаються поточною політикою держави, а також ситуацією у фінансовій сфері (табл. 1).

*Таблиця 1*

**Динаміка державного та гарантованого державою боргу України у 2010-2013 рр.\***

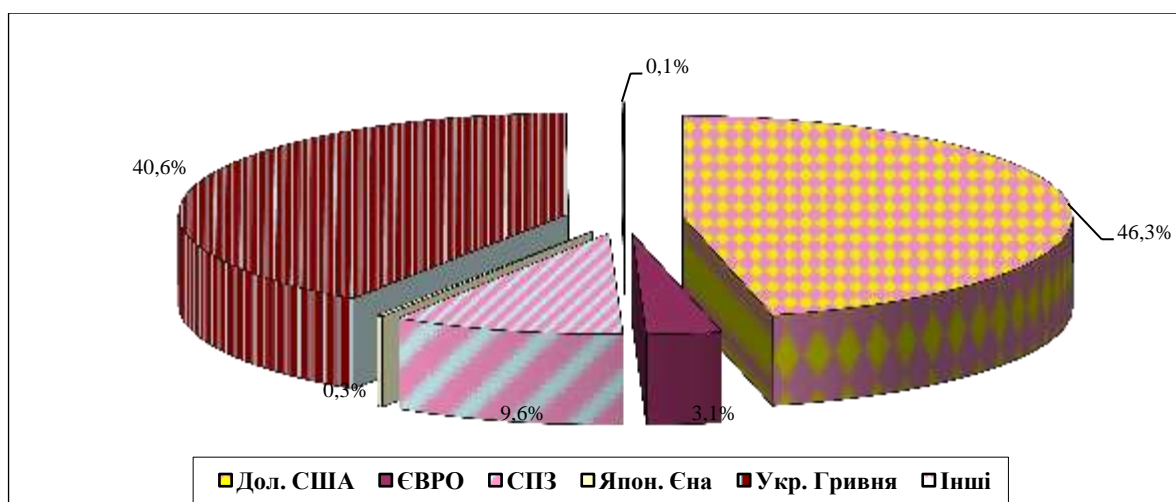
млн. дол. США

Роки	Державний борг		Гарантований борг	
	Внутрішній борг	Зовнішній борг	Внутрішній борг	Зовнішній борг
2010	17792,9	22836,2	1745,3	11923,6
2011	20209,1	24507,1	1532,0	12967,5
2012	23808,2	26137,7	2028,2	12521,1
2013	32148,0	27931,8	3394,1	9636,1

\* Розраховано і систематизовано на основі [2]

Значний вплив на боргове навантаження країни відіграє валюта запозичення. Таким чином, навіть незначні коливання української гривні до іноземної валюти (особливо долара США) призводять до великих проблем із обслуговуванням державного боргу. Про негативні наслідки впливу коливань валютного курсу на обслуговування державного боргу та ефективність управління державним боргом свідчить ситуація 2008–2009 рр., коли держава витратила додатково мільярди гривень для виконання валютних зобов'язань. Активні заходи уряду з управління державним боргом забезпечили зростання частки боргу, номінованого в українській гривні: з 13,8 % у 2006 р. до 40,6 % на початок 2014 р. (рис. 1)

У 2013 р. розмір державного та гарантованого державою боргу України у національній валюті збільшився на 90,2 млрд. грн., в основному, за рахунок, перевищення випуску облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) над їх погашенням і наданням державних гарантій за звітний період.



**Рис. 1. Державний та гарантований державою борг у розрізі валют запозичення станом на 1.01.2014 р.\***

\*Складено на основі [2]

Важливими умовами ефективного функціонування ринку державних цінних паперів, що забезпечує 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 із метою удосконалення і зміцнення цього ринку.

Внутрішній ринок державних цінних паперів має такі особливості:

- законодавче регламентування специфіки випуску, обігу та погашення державних боргових цінних паперів;
- державні боргові цінні папери можуть бути ринковими та неринковими, іменними або на пред'явника;

- обіг документарних і бездокументарних (безбланкових) державних боргових цінних паперів;
- незначні обсяги емісії державних внутрішніх боргових цінних паперів;
- обмеженість інструментів державних позик;
- низький рівень ліквідності державних боргових паперів;
- обмеженість вторинного ринку боргових паперів [1, 50].

Внутрішній ринок державних боргових цінних паперів України представлений облігаціями внутрішніх державних в залежності від типу боргового зобов'язання, казначейськими зобов'язаннями, облігаціями місцевих позик (останні відповідно до норм національного права не формують державний борг, що суперечить нормам міжнародного права, оскільки їх потрібно враховувати у складі державного боргу і досліджувати як складову внутрішнього ринку боргових паперів держави).

Обсяги розміщення ОВДП у 2010–2013 рр. були обумовлені політикою уряду щодо державного запозичення взагалі та ринку ОВДП зокрема. Впродовж зазначеного періоду запозичення здійснювалося для фінансування виплат за облігаціями попередніх років, фінансування бюджетного дефіциту з урахуванням фінансових тенденцій і специфіки національних процесів [3].

Середньозважена дохідність на первинному ринку ОВДП за цей період значно не змінювалася. Значні обсяги коштів у 2012 р. вдалося залучити, у тому числі, за рахунок підвищення дохідності ОВДП при їх розміщенні. Таке підвищення відповідало загальній тенденції до зростання процентних ставок в Україні за цей період.

Частка середньострокових ОВДП у загальній кількості всіх ОВДП становила 87,83 % у 2012 р. та 23,69 % у 2013 р. Різке зниження цього показника у 2013 р. на противагу зростанню короткострокових ОВДП, підтверджувало нестабільні явища на ринку та великі ризики з обслуговування внутрішнього боргу країни. Середньозважені строки погашення за цей період скоротилися, що відчула економіка країни [4].

У 2013 р. Міністерством фінансів України розміщено державні облігації України (з урахуванням ОВДП, які випущені для збільшення статутного

капіталу) на суму 65.2 млрд. грн., 5.3 млрд. дол. США та 0,1 млрд. євро. Зокрема у грудні 2013 р. розміщено ОВДП на суму 9,4 млрд. грн., 0,7 млрд. дол. США та 51, 2 млн. євро, що стало найбільшим показником у звітному році [2].

Для збільшення формування статутного капіталу в 2013 р. Міністерство фінансів України здійснило випуск ОВДП:

- НАК “Нафтогаз України” на суму 8,0 млрд. грн. з дохідністю 14,30% річних;
- ПАТ “Державний ощадний банк України” на суму 1.4 млрд. грн. з дохідністю 9, 50% річних;
- ПАТ “Українське Дунайське пароплавство” на суму 0.3 млрд. грн. з дохідністю 9, 50% річних.

Також у 2013 р. Міністерство фінансів України здійснило випуск ОВДП з метою їхнього внесення від імені держави в оплату акцій первинної емісії ПАТ “Аграрний фонд” на загальну суму 5.0 млрд. грн. з дохідністю 14.25% річних.

При цьому випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу ПАТ “Державний ощадний банк України” і ПАТ “Українське Дунайське пароплавство” було здійснено у грудні 2013 року[2].

Упродовж 2013 р. Міністерством фінансів України проводились аукціони з первинного розміщення ОВДП, номінованих як у національній валюті, так і в доларах США та євро. За їхніми результатами до Державного бюджету України надійшло 50, 5 млрд. грн., 5, 3 млрд. дол. США та 0.1 млрд. євро (з них 7,7 млрд. грн., 0, 7 млрд. дол. США та 51, 2 млн. євро – у грудні 2013 р.). Середньозважена дохідність залучень у національній валюті дещо знизилася порівняно з попереднім роком і становила 12, 96% річних (13, 78% у грудні). Дохідність ОВДП, номінованих у доларах США та євро, становила відповідно 7, 63 і 4, 80% річних (6, 24 і 4, 80% у грудні) [2].

Як і в 2012 р. залучення в національній валюті відбувалися переважно за ОВДП зі строком обігу до 5 років, а їхня питома вага при цьому збільшилася з 26, 0% у 2012 р. до 55, 6% у 2013 р. Також була значною частка залучень за ОВДП зі строком обігу понад 5 років – 26, 0%. У структурі залучення коштів за ОВДП, номінованими в доларах США, переважали державні облігації зі

строком обігу 2 та до 3 років, їхня питома вага становила відповідно 39,6 та 26,7%. Залучення коштів до бюджету в євро відбувалися на строк до 1 року та до 2 років (табл. 2) [65].

Загальний обсяг ОВДП, які перебували в обігу, за сумою основного боргу за станом на 31.12.2013 становив 247,7 млрд. грн. і збільшився за рік на 33,3%.

Зростання державної заборгованості пов'язане зі збільшенням потреб уряду в додаткових фінансових ресурсах для виконання державних програм та орієнтацією пріоритетів у запозиченні на розвиток внутрішнього ринку.

Нестабільний розвиток внутрішнього ринку державних боргових паперів визначається низьким попитом з боку банків на ОВДП, що підтвердило невідповідність доходності на первинному та вторинному ринках, а також низьку ліквідність боргових паперів.

У портфелі українських інвестиційних фондів і страхових компаній частка ОВДП є незначною. Станом на 1 січня 2009 р. загальна сума активів інститутів спільного інвестування (крім венчурних фондів) становила 5,25 млрд. грн., а внутрішні державні облігації склали лише близько 1,21% цього обсягу (63525 млн. грн.) [4].

Найбільшим власником ОВДП залишався Національний банк України. Обсяг залишків за ОВДП у його власності з початку року збільшився на 39,3%, а його частка в загальному обсязі зросла на 2,6 процентного пункту – до 59,4%. Попри зростання обсягів залишків за ОВДП у власності сектору інших депозитних корпорацій на 15,6% з початку року, питома вага сектору скоротилася на 4,7 процентного пункту – до 30,8%. Також відбулося збільшення обсягу облігацій у власності інших секторів і нерезидентів, що супроводжувалося відповідним збільшенням їхньої питомої ваги до 5,0 і 4,8% відповідно [4].

Ефективне функціонування первинного ринку державних боргових паперів позитивно впливає не лише на реалізацію державних програм соціально-економічного розвитку, а й на кредитний рейтинг держави, закріплює за державою імідж надійного позичальника і формує позитивні тенденції щодо подальшого залучення позик на більш вигідних умовах. Низька

активність населення на ринку ОВДП та значні розміри депозитів населення у банках свідчать про потенціал цього інвестора та необхідність використання його ресурсів у забезпеченні фінансування державних програм.

Наведені дані свідчать про перспективність використання ресурсів домогосподарств. З одного боку, цьому сектору належить найбільша частка в обсягах депозитів резидентів України. Частка сектору загального державного управління становить 0,03 %, інших фінансових корпорацій – 0,05 %, а нефінансових корпорацій – 0,28 % обсягу депозитів резидентів України за даними грудня 2009 р. [4].

У 2013 р. обсяг операцій з ОВДП на вторинному ринку зменшився порівняно з попереднім роком на 4,9% та становив 607,2 млрд. грн. Така динаміка спостерігалась через скорочення обсягів угод купівлі-продажу ОВДП суб'єктами господарювання на позабіржовому ринку на 57,2% і зменшення рефінансування банків Національним банком України, включаючи угоди прямого РЕПО, на 26,7% за рік.

Це зумовило зниження питомої ваги Національного банку України в загальному обсязі операцій з ОВДП на відкритому ринку на 2,0 процентного пункту – до 18,4%.

Разом з тим у грудні відбулося збільшення обсягів операцій з ОВДП на вторинному ринку на 27,3 млрд. грн. (в 1,6 рази) порівняно з листопадом.

Вторинний ринок ОВДП поширюється на діяльність українських фондових бірж і торговельно-інформаційних систем, інформаційних систем, що пропонуються міжнародними фірмами, працюючими у сфері фінансового інформаційного бізнесу (Reuters, Bloomberg та ін.), а також системи SWIFT [4].

Провідну позицію серед організаторів торгівлі посідає Перша фондова торговельна система (ПФТС). Її частка становить 90,52 % від загального обсягу укладених угод на вторинному організованому ринку. За останні 5 років торгівля ОВДП на організованому вторинному ринку була зосереджена лише на ПФТС.

Інститут первинних дилерів на ринку державних цінних паперів, що активно запроваджується на вітчизняному ринку, має сприяти спрощенню



процесу залучення урядом коштів до державного бюджету, збільшенню обсягів торгівлі ОВДП на первинному та вторинному ринках, стабільності ринку державних боргових паперів, зменшенню вартості внутрішніх запозичень і розширенню кола інвесторів у державні цінні папери [5]. Це означає, що уряд може отримати надійне джерело фінансування державних програм розвитку та скоротити витрати з обслуговування державного боргу, у тому числі ті, які виникали внаслідок валютних коливань.

Іншим видом державних цінних паперів є казначейське зобов'язання України. Відповідно до ч. 1 ст. 11 Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” казначейське зобов'язання України – державний цінний папір, що розміщується виключно на добровільних засадах серед фізичних осіб, посвідчує факт заборгованості Державного бюджету України перед власником казначейського зобов'язання України, дає власнику право на отримання грошового доходу та погашається відповідно до умов розміщення казначейських зобов'язань України [6].

Обсяг емісії казначейських зобов'язань України у сукупності з емісією державних облігацій внутрішніх державних позик України не може перевищувати граничного обсягу внутрішнього державного боргу та обсягу пов'язаних з обслуговуванням державного боргу видатків, визначених законом про Державний бюджет України на відповідний рік.

10 жовтня 2012 року уряд почав залучати валютні накопичення населення за допомогою казначейських зобов'язань на пред'явника в документарній формі серії «А» обсягом 100 млн. доларів США із строком обігу 24 місяці, номінальною вартістю 500 доларів США, відсотковою ставкою 9,2% річних та сплатою купонів кожні шість місяців. Залучені таким чином кошти мають, на думку організаторів валютних позик на внутрішньому ринку, здешевити обслуговування державою боргу. Однак при цьому не згадуються ризики, що пов'язані з такими запозиченнями [2].

Міністерство фінансів продовжує роботу над розвитком ринку державних цінних паперів та створенням умов для участі фізичних осіб в процесах інвестування. Світова практика свідчить, що населення більшості країн вкладає

гроші у державні цінні папери. Поряд з тим, що вони забезпечують стабільний прибуток, це – найнадійніший та найменш ризикований спосіб заощадити гроші.

Казначейські зобов'язання серії «А» було повністю розміщено за півтора місяці з моменту продажу.

З огляду на високу популярність даного фінансового інструменту серед населення, 30 листопада 2012 року розпочато продаж казначейських зобов'язань серії «Б», що відрізняються від попереднього випуску відсотковою ставкою – 8% річних. Казначейські зобов'язання серії «Б» розміщено на 95,38%.

Розміщені у 2013 р. казначейські зобов'язання збільшили розмір державного внутрішнього боргу України на 1,5 млрд. грн. Враховуючи розміри депозитів домогосподарств і запозичення їхніх ресурсів за допомогою казначейських зобов'язань, можна зробити висновок, що залучені кошти становлять лише 1,18 % розмірів депозитних ресурсів домогосподарств.

Казначейські зобов'язання мають достатній попит серед населення України, адже це інструмент, надійність якого гарантується державою.

У Міністерстві фінансів України продовжується робота над випуском у 2014 році казначейських зобов'язань у національній валюті, номіналом 5 і 10 тис. гривень. Дані цінні папери матимуть оновлений дизайн та стимулюючу відсоткову ставку.

**Висновки.** Проведене дослідження дозволяє констатувати, що в умовах обмеженості ресурсів державних органів влади для фінансування державних програм і заходів щодо виходу із фінансової кризи, фінансовий потенціал внутрішнього ринку використовується недостатньо. Національні інвестори мають значні обсяги фінансових активів, які не задіяні державою. Ринок державних боргових інструментів розвивається хаотично. Розвиток внутрішнього ринку державних цінних паперів України повинен позитивно вплинути на зростання фінансового потенціалу і потребує запровадження виваженої та активної політики державних запозичень на внутрішньому ринку за умов передбачуваності та прозорості державного запозичення. Для

успішного втілення цієї політики необхідно: вдосконалити та диверсифікувати інструменти внутрішніх державних позик; забезпечити довіру інвесторів до ринку внутрішніх державних позик, що створить передумови для збільшення ліквідності і потужності ринку, зниження вартості фінансових інструментів.

### Список використаних джерел

1. Кучер Г. Розвиток ринку внутрішніх боргових зобов'язань України / Г. Кучер // Вісник КНТЕУ. – №2. – 2011. – С.47-58.
2. Інформаційна довідка щодо державного та гарантованого державою боргу України у 2008-2013 рр. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/file/link>
3. Про схвалення Концепції розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2009-2013 рр.: розпорядження від 25 березня 2009 р. №316-р // Урядовий кур'єр: газета центральних органів виконавчої влади України. – 2009. – № 69 (16 Квітень). – С. 10.
4. Бюлетень Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: України <http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish>
5. Про затвердження Порядку та відбору первинних дилерів: наказ Міністерства фінансів України від 10. 06. 2009. №757 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>
6. **Про цінні папери та фондовий ринок: закон України від 23.02.2006 № 3480-IV** [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://kodeksy.com.ua/>