

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Західноукраїнський національний університет
Факультет економіки та управління
Кафедра економіки та економічної теорії

БАРАНОВСЬКИЙ Юрій Степанович

Аналіз державних запозичень на ринку ОВДП /
Analysis of government borrowing on the domestic
government bonds market

спеціальність: 051 - Економіка
освітньо-наукова програма - Аналітична економіка

Кваліфікаційна робота

Виконав студент групи ЕАм-21
Ю. С. Барановський

Науковий керівник:
д.е.н., професор, В. В. Козюк

Кваліфікаційну роботу
допущено до захисту:

"13" _____ 2025 р.

Завідувач кафедри
В. В. Козюк

ТЕРНОПІЛЬ - 2025

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ АНАЛІЗУ БОРГОВИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ.....	6
1.1. Крива доходності в аналізі боргових ринків та вплив на неї макроекономічних факторів.....	6
1.2. Особливості боргових рішень уряду на ринках запозичень.....	20
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ РИНКУ ОВДП В УКРАЇНІ.....	26
2.1. Динаміка та структура ринку ОВДП.....	26
2.2. Реакція ринку ОВДП на монетарні та фіскальні шоки.....	37
РОЗДІЛ 3. ОРІЄНТИРИ ПОЛІТИКИ ЩОДО РИНКУ ОВДП.....	44
ВИСНОВКИ.....	56
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	60

ВСТУП

Актуальність обраної теми дослідження обумовлена важливим значенням державних запозичень, зокрема на ринку ОВДП, які слугують важливим джерелом акумулювання коштів, призначених для покриття дефіциту державного бюджету, фінансування цільових державних програм, а також реалізації грошово-кредитної політики через дії центрального банку, що сприяє підтримці економіки країни, особливо за умов воєнного стану. ОВДП, як державні цінні папери, відображають привабливу форму здійснення інвестицій, оскільки як в теорії, так і на практиці характеризуються безризиковістю вкладень коштів. Розвиток ринку ОВДП залежить від ефективності обігу цінних паперів, які є його об'єктом купівлі-продажу, та активної участі уряду в реалізації вираженої боргової політики. Володіючи важелями впливу на систему оподаткування, сферу грошово-кредитного регулювання та інструментарієм побудови гармонійних зв'язків з міжнародними партнерами, держава здатна забезпечити виконання боргових зобов'язань. Оптимальне залучення фінансових ресурсів на ринку державних боргових запозичень не лише сприятиме належному функціонуванню ринку цінних паперів, а й суттєвій підтримці економіки країни. З огляду на це, важливим є здійснення всебічного аналізу ринку ОВДП в Україні з точки зору його динаміки, структури, впливу макроекономічних факторів на його функціонування задля окреслення орієнтирів політики щодо нього у найближчій перспективі.

Дослідженню проблем функціонування державних боргових ринків присвячені праці як зарубіжних вчених, зокрема, Дж. Бейлі, Б. Бірса, Д. Ван-Хуза, Р. Габбарда, С. Джосліна, Ф. Дібольда, К. Еванса, Х. Кунга, Д. Маршалла, Р. Міллера, М. Прібша, Г. Рудебуша, Р. Сенсарма, К. Сілгтона, Ф. Фабоцці, У. Шарпа, так і українських науковців – Л. Богріновцевої, Ю. Вергелюк, В. Козюка, Т. Майорової, Т. Мединської, С. Онишко, М. Савлука, М. Тарасюка, О. Шевченко та ін. Попри широкий спектр досліджень проблематики державних запозичень, на нашу думку, подальшого вивчення потребують проблеми функціонування

вітчизняного ринку ОВДП в контексті з'ясування його ролі в напрямку стабілізації економіки країни в умовах воєнного стану.

Мета і завдання дослідження. Метою кваліфікаційної роботи є здійснення всебічного аналізу державних запозичень на ринку ОВДП. Для її досягнення передбачена постановка та розв'язання наступних завдань:

- з'ясувати роль кривої доходності при аналізі боргових ринків та вплив на неї макроекономічних факторів;
- обґрунтувати особливості боргових рішень уряду на ринках запозичень, зокрема у випадку країн, з ринками, що виникають;
- проаналізувати динаміку та структуру ринку ОВДП в Україні;
- дослідити вплив монетарних і фіскальних шоків на вітчизняний ринок ОВДП;
- обґрунтувати орієнтири політики щодо ринку ОВДП в Україні.

Об'єктом дослідження виступає ринок облігацій внутрішньої державної позики.

Предметом дослідження є аналіз державних запозичень на ринку ОВДП та орієнтири державної політики щодо подальшого його розвитку.

Методи дослідження. Дослідження теоретичних засад аналізу боргових запозичень здійснювалося на основі синтезу відповідних наукових розвідок, відображених в економічній літературі. Під час дослідження динаміки та структури вітчизняного ринку ОВДП, його реакції на монетарні та фіскальні шоки використовувалась низка методів, а саме: математичні, статистичні, спостереження, економічного та фінансового аналізу а також прогнозування.

Інформаційною базою дослідження, зокрема, слугували закони України, Постанови Кабінету Міністрів України, Роз'яснення Міністерства фінансів України, нормативні документи Національного банку України, банківських установ, аналітичні оцінки експертів та фахівців досліджуваного ринку.

Практична значущість отриманих результатів дослідження. Отримані результати дослідження можуть бути використані банківськими установами,

інвестиційними компаніями при розробці маркетингових стратегій, спрямованих на популяризацію державних цінних паперів.

Апробація отриманих результатів. За результатами кваліфікаційної роботи опубліковані: тези доповіді за участю у II Міжнародній науково-практичній конференції «Економічна аналітика: сучасні реалії та прогностичні можливості» (м. Київ, КНЕУ ім. В. Гетьмана, 24 січня 2025 року) та стаття у співавторстві у науковому фаховому виданні України категорії «Б» (*Innovation and Sustainability*. 2024. №4. С. 139-148. URL : <https://ins.vntu.edu.ua/index.php/ins/article/view/310/284>)

Структура та зміст роботи. Кваліфікаційна робота складається зі вступу, 3 розділів, висновків, списку використаних джерел. Її обсяг загалом становить 64 сторінки, на яких, у тому числі, розміщено 5 таблиць, 21 рисунок, список використаних джерел із 47 найменувань.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ АНАЛІЗУ БОРГОВИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ

1.1. Крива доходності в аналізі боргових ринків та вплив на неї макроекономічних факторів

Боргові ринки (ринки боргових зобов'язань), які часто асоціюють з ринками облігацій або кредитними ринками, становлять важливий сегмент фінансового ринку, в межах якого учасники залучені у процеси купівлі-продажу боргових цінних паперів. Останні широко відомі як облігації (договірні зобов'язання позичальника стосовно повернення кредитору основної суми боргу разом з відсотками упродовж певного періоду часу). Боргові ринки діють як платформа для урядів, корпорацій та інших організацій щодо залучення капіталу шляхом випуску різного роду боргових інструментів (рис. 1.1). Мотиви їх розвитку є частково специфічними (пов'язаними з ефективним задоволенням конкретних потреб у запозиченнях) та частково загальними (пов'язаними з підвищенням ефективності функціонування фінансових ринків) [45, с. 2].

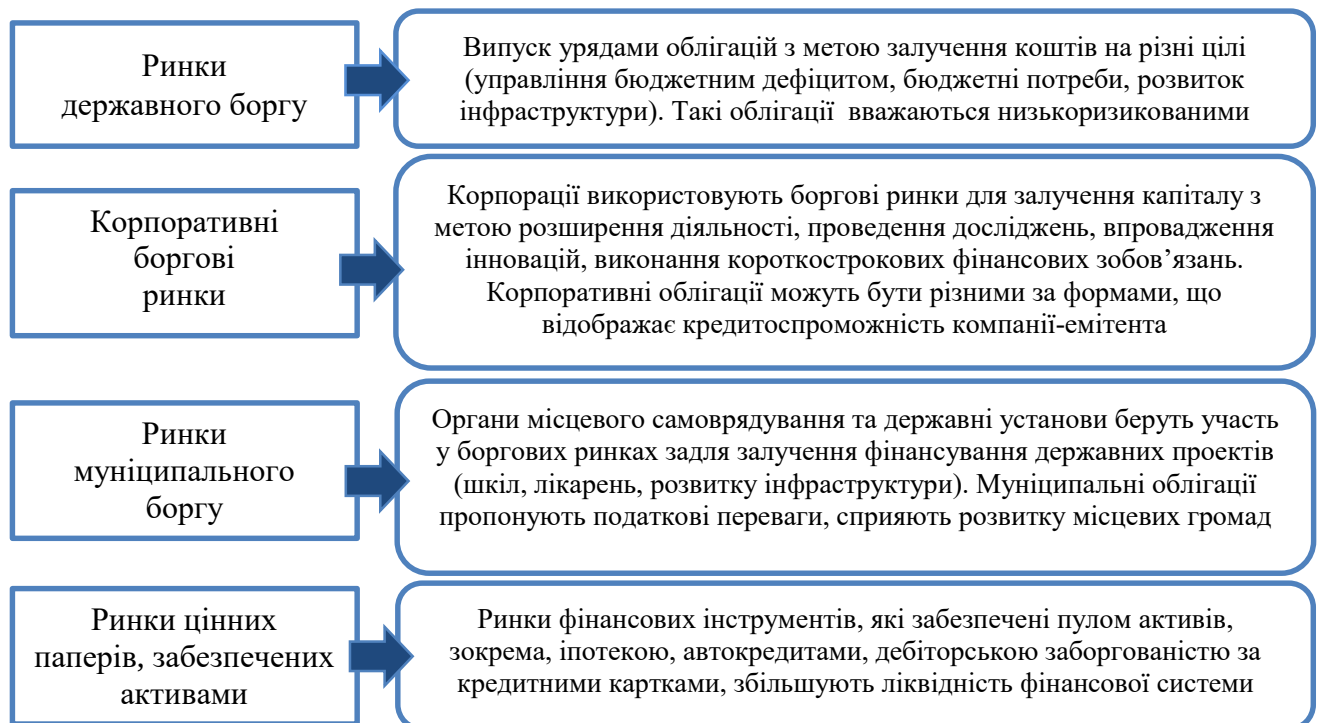


Рис. 1.1. Типи боргових ринків

Примітка. Побудовано автором самостійно.

Основною специфічною причиною розвитку ринку облігацій у більшості країн було фінансування бюджетного дефіциту. В умовах жорстко регульованих фінансових режимів, що переважали до 1980-х років, уряди багатьох країн з ринками, що формуються, задовольняли значну частину своїх потреб у запозиченнях, зобов'язуючи місцеві банки тримати державні цінні папери, зазвичай, з метою задоволення високих резервних вимог. Окрім цього інфляція «фінансувала» частину державного дефіциту. Іноземні запозичення також були можливими, причому валютний ризик таких запозичень у світі з фіксованими обмінними курсами був відносно невеликим. Такі методи фінансування згодом змінювались під впливом поступової лібералізації фінансових ринків і потоків капіталу в усьому світі, прийняття антиінфляційної політики і запровадження гнучких валютних курсів. За таких умов уряди все частіше змушені були вдаватись до запозичень коштів на внутрішніх ринках. Деякі країни з ринками, що формуються, зіштовхнулись також з необхідністю фінансування вкрай значних надзвичайних витрат, пов'язаних, зокрема, з реструктуризацією банківської системи [45, с. 2].

Другою специфічною причиною розвитку внутрішнього ринку облігацій стала потреба у стерилізації значних припливів капіталу, що для кількох центральних банків виявилось особливо складним завданням у першій половині 1990-х років. Стерилізація, яка спирається виключно на випуск короткострокових боргових зобов'язань, зазвичай, призводить до підвищення короткострокових відсоткових ставок і заохочує подальший приплив коштів у такі цінні папери. Це може призвести до зміщення структури притоку коштів у бік короткострокових паперів. Стерилізація через продаж облігацій зменшує такий ризик [45, с. 2].

Незважаючи на те, що імпульс для розвитку ринків облігацій був отриманий від державного сектору, позичальники приватного сектору також потребують доступу до довгострокового фінансування, яке уможливлюється як безпосередньо через ринки капіталу, так і за посередництвом банків. Корпораціям необхідно фінансувати інвестиційні проекти в основний капітал, які очікувано принесуть прибуток лише в довгостроковій перспективі. Іншим прикладом є придбання

житла домогосподарствами. У деяких випадках саме специфічні приватні потреби у фінансуванні сприяли розвитку боргових ринків [45, с. 2].

Щодо загальних причин розвитку останніх, найфундаментальнішою з них є удосконалення фінансових ринків шляхом формування ринкових відсоткових ставок, які відображають альтернативну вартість коштів на кожному етапі погашення. Це важливо для прийняття ефективних інвестиційних та фінансових рішень. Водночас, існування інструментів, які купуються та продаються на борговому ринку, допомагає управляти ризиками. Якщо у розпорядженні позичальників знаходиться доволі вузький спектр інструментів (наприклад, за строками погашення, валютою тощо), вони можуть зіштовхнутися зі значними невідповідностями між власними активами та зобов'язаннями. За відсутності ринку облігацій, компанії змушені були б фінансувати придбання довгострокових активів за рахунок короткострокових запозичень, внаслідок чого їхня інвестиційна діяльність зміщувалася б на користь реалізації короткострокових проектів, що не сприяло б активізації підприємницьких ініціатив. Водночас, намагання компенсувати відсутність внутрішнього ринку облігацій за рахунок запозичень на міжнародних ринках облігацій, супроводжувалося б для фірм надмірними валютними ризиками [45, с. 2]. Ефективність управління останніми напряму залежить від широти спектру фінансових інструментів, що активно торгуються на ринках.

Друга загальна причина розвитку ринків облігацій полягає в уникненні концентрації посередництва виключно на банківській системі. З огляду на те, що банки мають високий рівень боргового навантаження, це може зробити економіку більш вразливою до криз. За відсутності добре функціонуючого ринку облігацій збитки, завдані такими кризами реальній економіці, зазвичай, є набагато більшими, а процес реструктуризації – складнішим. Однак лише добре розвинуті ринки капіталу можуть реально замінити банки [45, с. 3]. Для багатьох країн з ринками, що формуються, банківське посередництво у фінансовій сфері й надалі продовжує відігравати домінуючу роль.

Третьою загальною причиною розвитку ринків боргових зобов'язань є те, що вони можуть сприяти здійсненню монетарної політики. Вдало функціонуючий грошовий ринок має важливе значення для безперешкодної трансмісії політики, оскільки монетарна політика дедалі більше покладається на непрямі інструменти контролю. Водночас, ціни на ринку довгострокових облігацій є джерелом цінної інформації щодо очікувань ймовірного макроекономічного розвитку та реакції ринку на рішення з монетарної політики [45, с. 3].

Боргові запозичення, що відображаються у відповідних фінансових інструментах, володіють важливими емпіричними характеристиками, насамперед такими, як доходність і ризик, які оцінюються за низкою показників. Зокрема, доходність – за показниками повної доходності, середньої геометричної повної доходності та середньої арифметичної доходності. Повна доходність репрезентує співвідношення зміни вартості портфеля за досліджуваний період до його вартості на початок цього періоду та відображає доходність фінансового інструменту, як правило, за один рік [32, с. 28]:

$$\text{Повна доходність} = \frac{\text{Вартість портфеля в кінці періоду} - \text{Вартість портфеля на початок періоду}}{\text{Вартість портфеля на початок періоду}} \quad (1.1)$$

Середня арифметична доходність враховує доходності фінансового інструменту у кожному році та тривалість усього періоду вкладень:

$$\text{Середня арифметична доходність} = \frac{\text{Доходність}_1 + \text{Доходність}_2 + \dots + \text{Доходність}_n}{N}, \quad (1.2)$$

де «Доходність₁», «Доходність₂», ..., «Доходність_n» – повна доходність фінансового інструменту відповідно у кожному році за досліджуваний період; N – загальна кількість років [32, с. 29].

Середнє геометричне значення річних доходностей фінансових інструментів інтерпретується як ефективна відсоткова ставка, що відповідає майбутньому значенню (після закінчення інвестиційного періоду) початкових вкладень [32, с. 29]:

$$\text{Середня геометрична повна доходність} = [(1 + \text{Доходність}_1)(1 + \text{Доходність}_2) \dots (1 + \text{Доходність}_n)]^{1/N} - 1 \quad (1.3)$$

Щодо ризику, з точки зору статистики, він фактично репрезентує стандартне відхилення доходності:

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{n=1}^N (R_n - m)^2}, \quad (1.4)$$

де σ – оцінка ризику; R – очікувана доходність (ставка доходу); m – середня доходність [32, с. 29].

Важливою характеристикою боргових інструментів також є термін їх погашення, який, як і ризик, впливає на їх доходність (рівень відсоткової ставки). У цьому контексті важливо акцентувати увагу на понятті «строкової структури відсоткових ставок», як віддзеркалення взаємозв'язку між рівнями відсоткових ставок за фінансовими інструментами з різними термінами погашення та однаковим ступенем ризику (невиконання зобов'язань, ліквідності, умов оподаткування тощо). На думку вчених, за інших рівних умов, при зростанні терміну погашення фінансового інструменту рівень відсоткової ставки підвищується і, навпаки, при його скороченні знижується [6, с. 412]. Графічне відображення доходів за такими фінансовими інструментами отримало назву «*кривої доходності*» (*yield curve*), яка відбиває структуру відсоткових ставок за терміном погашення для визначеного виду фінансових інструментів, наприклад, урядових облігацій. На рис. 1.2. відображені класичні варіанти траєкторії руху «кривої доходності».

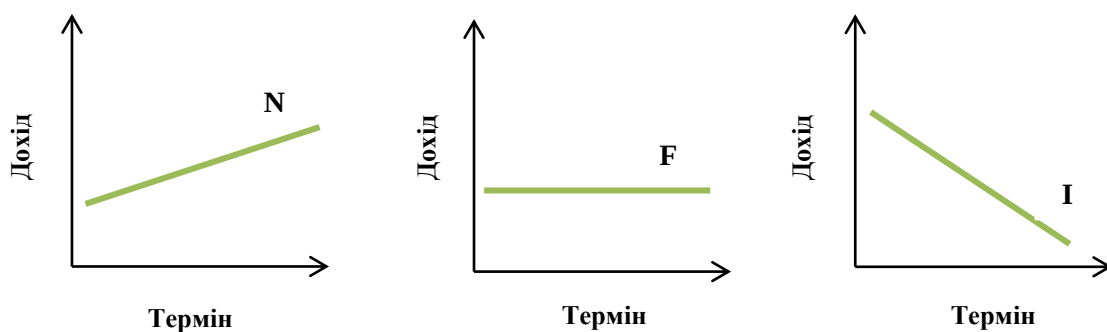


Рис. 1.2. Класичні варіанти відображення кривої доходності боргових інструментів

Примітка. Побудовано автором за [30, с. 242].

Висхідна траєкторія кривої доходності (*N, normal*) засвідчує перевищення довгострокових доходів над короткостроковими, тоді як спадна (*I, inverted*) – навпаки, а горизонтальна (*F, flat*) – однаковий рівень доходів як за коротко-, так і

довгостроковими зобов'язаннями. Та чи інша тенденція у русі кривої доходності зумовлюється певними причинами. На строкову структуру відсоткових ставок, зокрема, впливають очікування інвесторів, їхні переваги, а також схильність до прийняття ризиків. У разі, якщо очікується підвищення відсоткових ставок на короткострокові фінансові інструменти і, відповідно, зниження на довгострокові, траєкторія кривої доходності буде спадною (тип І). Якщо очікуваною є тенденція зростання доходів за довгостроковими борговими інструментами, крива доходності підніматиметься вгору (тип N). Інвестиції в довгострокові цінні папери характеризуються більшим ступенем ризику. У випадку невизначеності щодо руху відсоткових ставок (брак залежності «дохід – час») можна спостерігати приклад F траєкторії кривої. Криві доходності, зазвичай, характеризуються значно складнішою траєкторією руху, яку найкращою мірою пояснюють найпоширеніші в науковій літературі теорії, а саме: «теорія сегментних ринків», «теорія сподівань», «теорія домінантного середовища» та «теорія надання переваги ліквідності».

Незважаючи на те, що теорії сподівань і сегментних ринків не надто корелюють з емпіричними даними, вони, однак, створили основу для «теорії домінантного середовища», яка переконливіше тлумачить емпіричні факти. Відтак, *теорія сегментних ринків* виходить з того, що позичальники чітко усвідомлюють, на який період часу вони хочуть позичати, а кредитори, навпаки, на який утримувати кошти. Згідно з цією теорією, позичальники і кредитори не «переключаються» з одного ринку на інший, а, відтак, зобов'язання з різними термінами погашення не є субститутами. Крива доходності в даному випадку слугує відображенням вподобань та дій ринкових гравців, які беруть участь у торгівлі борговими інструментами. Наприклад, комерційні банки воліють інвестувати в короткострокові зобов'язання, компанії, які спеціалізуються на страхуванні життя, інвестують у довгострокові цінні папери, а компанії зі страхування від нещасних випадків – у середньострокові зобов'язання. Таким чином, кожна з вищезгаданих фінустанов позиціонує себе у власній «зоні строковості», і вибір останньої безпосередньо пов'язаний зі структурою

зобов'язань. Якщо зобов'язання мають довгостроковий характер, як, наприклад, у пенсійних фондів, то інвестиційні установи цього профілю надаватимуть перевагу ринку довгострокових цінних паперів. Очікуваний дохід від володіння певним фінансовим інструментом одного терміну погашення жодним чином не впливає на попит на інший інструмент з іншим терміном погашення. Виходячи з цього, різні траєкторії кривої доходності пояснюються різним попитом та пропозицією на облігації з різними термінами погашення. Тобто на модифікацію кривої доходності впливає взаємодія попиту та пропозиції на кожному ринку певного виду цінних паперів, а тому крива доходності слугує відображенням безлічі рішень щодо попиту та пропозиції. Висхідна траєкторія кривої доходності вказує на те, що попит на короткострокові облігації є відносно вищим, ніж на довгострокові, внаслідок чого короткострокові облігації мають вищу ціну і вищу відсоткову ставку. Похила крива доходності віддзеркалює відносно вищий попит на довгострокові облігації, доходність яких буде нижчою. Оскільки криві доходності, зазвичай, мають висхідну траєкторію, ця теорія доводить, що попит покупців в здебільшого сконцентрований на короткострокових облігаціях, а не довгострокових. Горизонтальна крива доходності відображає схожість умов попиту та пропозиції на різних ринках.

Теорія сподівань (очікувань) ґрунтується на припущенні, згідно з яким інвестори розглядають активи з різними термінами погашення як досконалі субститути (у випадку однакових рівнів умов оподаткування, ліквідності, ризику невиконання зобов'язань тощо). Дана теорія стверджує, що відсоткова ставка за довгостроковими активами відповідає середній із короткострокових ставок з однаковим інвестиційним періодом. Окрім цього, нахил кривої доходності визначається сподіваною майбутньою траєкторією короткострокових ставок. Ця теорія також пояснює, чому строкова структура відсоткових ставок змінюється в різні часові періоди. Зокрема, коли крива доходності має висхідну траєкторію, теорія очікувань припускає, що короткострокові відсоткові ставки зростатимуть у майбутньому. Якщо ж довгострокова ставка вища за короткострокову, то ймовірно, що середня майбутня короткострокова ставка буде вищою за поточну

короткострокову ставку. Це може відбутися лише тоді, коли очікується зростання короткострокових відсоткових ставок. У випадку спадної траєкторії кривої доходності очікується, що середній рівень майбутніх короткострокових відсоткових ставок буде нижчим за поточну короткострокову ставку. Тобто в середньому короткострокові відсоткові ставки в майбутньому будуть знижуватися. Лише коли крива доходності є горизонтальною, згідно з теорією очікувань, короткострокові відсоткові ставки в майбутньому не повинні змінюватися (див. рис. 1.2). Таким чином, теорія очікувань логічно обґрунтовує паралельний рух відсоткових ставок за облігаціями з різними термінами погашення: зростання короткострокових ставок сьогодні збільшує ймовірність майбутніх короткострокових ставок і поточних довгострокових ставок.

Теорія домінантного середовища акцентує, що інвесторів одночасно цікавлять і очікувана доходність, і терміни погашення, тобто боргові інструменти з різними термінами погашення розглядаються ними як недосконалі замітники. Інвестори, надаючи перевагу коротшим (домінуючий термін погашення), а не довшим термінам погашення, одночасно можуть купувати й інші цінні папери. Відтак, інвестори не купуватимуть довгострокові боргові зобов'язання, якщо вони забезпечують таку ж доходність, як і відповідні короткострокові. Натомість інвестори додатково вимагатимуть так звану «премію за термін» [4, с. 199], задля компенсації інвестицій в менш привабливий термін погашення. Оскільки коротші терміни погашення прийнятніші за довші, «строкова премія» зростає в міру збільшення терміну погашення цінного паперу. Тому теорія домінантного середовища «передбачає» обов'язковість висхідної траєкторії кривої доходності, що не залежить від сподіваної траєкторії короткострокових ставок. Це суттєво корегує висновки попередньої теорії. Модифікація кривої доходності залежить як розміру «премії за термін» для кожного строку погашення, так і від сподіваної траєкторії короткострокових ставок.

Теорія надання переваги ліквідності тлумачить нахил кривої доходності бажанням інвесторів володіти ліквідними цінними паперами. Якщо інвестор інвестує кошти в довгострокові фінансові інструменти, він хоче упевнитись, що

ризик буде компенсовано ціною інструменту. Таким чином, довгострокові цінні папери характеризуються вищою доходністю, на відміну від короткострокових, оскільки вони є більш ризикованими, а отже, менш ліквідними. Довгострокові облигації повинні забезпечувати отримання додаткового доходу («компенсацію за ризик»). У ціні довгострокових облигацій повинна відображатись премія за ліквідність. Якщо інвестори не схильні ризикувати, відсоткові ставки за більш ризикованими довгостроковими зобов'язаннями повинні включати часову премію. Премія за ризик інвестора – це необхідне перевищення доходності над безпечною доходністю капіталу (безризиковою ставкою доходності). Дії інвесторів, згідно з цією теорією, є менш скоординованими, ніж за теорією очікувань; кожен інвестор керується власним рішенням, оскільки «премія за ліквідність» не може бути однаковою для всіх інвесторів. На рис. 1.3. подана загальна характеристика усіх вищезгаданих теорій, які пояснюють природу доходності боргових інструментів.



Рис. 1.3. Теорії доходності боргових інструментів

Примітка. Побудовано автором за [24, с. 62-65].

На криву доходності впливає чимало макроекономічних факторів, з-поміж яких, насамперед, варто виділити: 1) зміни в монетарній політиці, 2) зміни в

уявленні інвесторів щодо ризиків та 3) зміни в обсягах попиту на облігації та їх пропозиції.

Надання інформації центральними банками щодо майбутньої монетарної політики призводить до відповідної реакції кривої доходності, яка формує очікування інвесторів стосовно майбутніх процентних ставок. Якщо центральний банк зобов'язується утримувати низькі процентні ставки упродовж певного періоду часу, або доки не буде досягнуто вимірюваної цілі (наприклад, підвищення інфляції та / або зниження безробіття), можна очікувати, що крива доходності згладжуватиметься між коротким кінцем і своїм терміном, який відповідає вищезгаданому рішення, що й надалі супроводжуватиметься зниженням кривої доходності. Крива доходності загалом віддзеркалює сприйняття ринком поточної політики центрального банку. Якщо внаслідок підвищення ключової ставки короткострокові ставки боргових інструментів зростають, а довгострокові залишаються стабільними або знижуються, це може сигналізувати про очікування з боку ринку на уповільнення темпів зростання економіки. Зміни у довгостроковій доходності також вказують на очікування суб'єктів економіки щодо інфляції. Якщо вона зростає, центральний банк може вжити заходів для її стримування, підвищуючи ставки або зменшуючи ліквідність. Попри те, що монетарна політика впливає на криву доходності, остання, водночас, слугує інструментом її формування, допомагаючи центральним банкам оцінити ефективність та напрямок грошово-кредитного регулювання. У випадку «пласкої» кривої доходності центральні банки можуть здійснювати стимулювання економіки, знижуючи ставки, і, як наслідок, збільшити нахил кривої. Загалом крива доходності, в якій відбиваються колективні очікування ринку та економічні тренди, забезпечує можливості реалізації оптимальних кроків монетарної політики та досягнення стабільності фінансової системи. Водночас, центральний банк може купувати активи на вторинному ринку, включаючи державні облігації, і тим самим, впливати на криву доходності. Купуючи активи, центральний банк збільшує попит на них, тому їх ціна зростає, а доходність знижується. У результаті купівля активів може змінити нахил кривої доходності, зазвичай,

шляхом зниження додаткової доходності, яка потрібна інвесторам задля компенсації невизначеності стосовно того, що відсоткові ставки чи інфляція можуть зрости в майбутньому (строковий ризик). Якщо центральний банк націлений на придбання певної кількості активів, то його метою часто є зниження доходності вздовж усієї кривої. З іншого боку, центральний банк може націлити прибутковість на певний сегмент кривої, купуючи будь-яку кількість активів, необхідну для досягнення цієї цілі.

Щодо другого фактора впливу на криву доходності, то у поведінці інвесторів можуть відбуватися зміни у ставленні до ризику володіння облігаціями, що пов'язано з різним його характером. У випадку *кредитного ризику* інвестори, вважаючи, що емітент облігації з меншою ймовірністю виплатить відсотки або суму, вкладену в облігацію, в узгоджений час, вимагатимуть вищого прибутку від володіння борговим інструментом. Зазвичай державні облігації сприймаються як такі, що мають доволі низький кредитний ризик. У випадку *ризiku ліквідності* облігації, які, на думку інвесторів, складно буде продати іншим інвесторам на ринку, матимуть вищу прибутковість. У цьому контексті ринки державних облігацій часто є найбільш ліквідними і зіштовхуються зі значними ризиками ліквідності лише під час фінансових потрясінь. Щодо *строкового ризику*, інвестори вимагатимуть вищого прибутку від боргових інструментів за фіксованою відсотковою ставкою, оскільки це наражає їх на ризик підвищення відсоткових ставок. Якщо відсоткові ставки підвищуються, в тому числі внаслідок перевищення фактичного рівня інфляції над очікуваним, тоді дохід від одноразового кредитування за фіксованою відсотковою ставкою буде нижчим, ніж дохід, який інвестор міг би отримати від кредитування на коротший термін, багаторазово (наприклад, кредитування 1 раз на 5 років на відміну від кредитування 5 разів на кожен рік з п'яти). Оцінка інвесторами вищезазначених ризиків може змінюватися в часі під впливом нової інформації або змін свого сприйняття наявної інформації. Крива доходності може по-різному реагувати на зміни ризику (зміщуватися вгору/вниз або змінювати нахил) залежно від типу ризику та наполегливості інвесторів в очікуванні ризиків.

Третій важливий фактор впливу на криву доходності, яким є зміни в обсягах попиту на боргові інструменти та їх пропозиції, зазвичай, використовується як спосіб аналізу цін і доходності облігацій. На ціну (і доходність) облігацій впливає, насамперед, їх кількість, на яку «претендують» покупці (інвестори), а також кількість, яку хочуть продати позичальники коштів. Попит інвесторів на облігації відображатиме їхні переваги щодо володіння ними на відміну від інших типів активів (акцій, фізичного майна, товарів, готівки тощо), на які впливають їхні очікування щодо майбутньої монетарної політики та уявлення про ризики. Коли попит на конкретну облігацію зростає, за інших рівних умов її ціна зростатиме, а доходність знижуватиметься. Пропозиція облігацій залежить від того, скільки емітенту облігацій потрібно запозичити на ринку, наприклад, коли уряду необхідно фінансувати свої витрати. Якщо пропозиція певної облігації зростає, за інших рівних умов її ціна знизиться, а доходність зросте. Реакція кривої доходності на зміни в попиті або пропозиції на облігації залежатиме від характеру змін. Зміни, які впливають на всю криву доходності, призводять до її зміщення вгору / вниз, а ті, які впливають на окремий сегмент впливають на нахил кривої. Наприклад, якщо уряд вирішить збільшити випуск 10-річних облігацій, не змінюючи пропозицію всіх інших, це призведе (за інших рівних умов) до збільшення їх доходності, а отже, крутішої траєкторії кривої доходності (рис. 1.4).

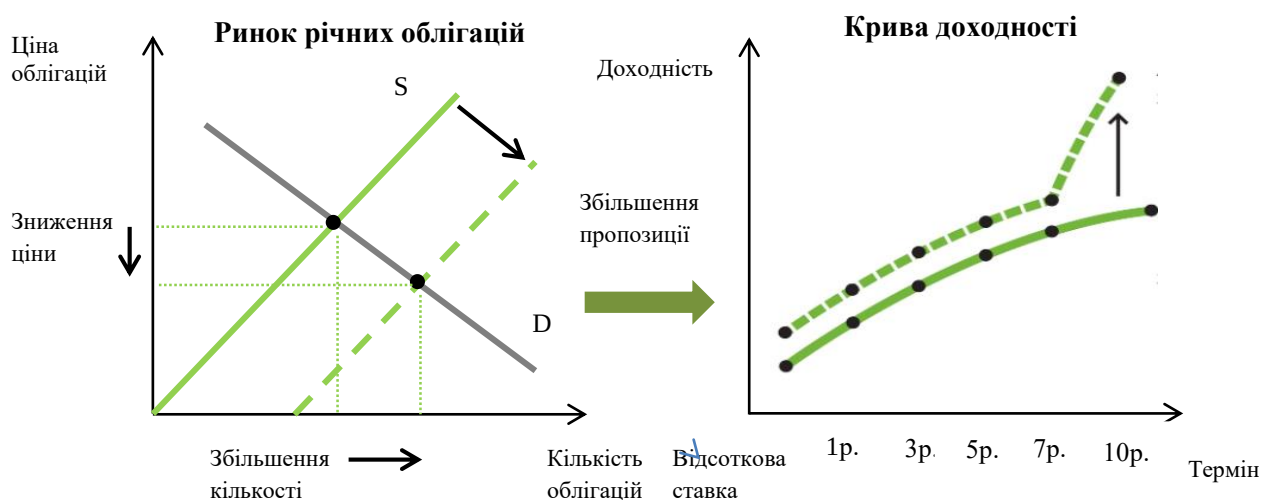


Рис. 1.4. Збільшення пропозиції облігацій та реакція кривої доходності

Примітка. Побудовано автором за [37].

У табл. 1.1 відображена узагальнена інформація щодо макроекономічних та глобальних факторів впливу на криву доходності.

Таблиця 1.1

Макроекономічні та глобальні фактори впливу на криву доходності

№ з/п	Фактор впливу	Прояв фактора впливу
1.	Монетарна політика центрального банку	Зміна центральним банком ключової (облікової) ставки впливає на короткострокові облігації. Вища ставка робить короткострокове фінансування дорожчим, що збільшує доходність коротких облігацій. Політика кількісного пом'якшення чи посилення впливає на пропозицію та попит на довгострокові облігації, змінюючи їхню доходність.
2.	Інфляція	Очікування щодо інфляції вагомо впливають на довгострокові облігації. Якщо інвестори прогнозують високу інфляцію, вони вимагатимуть вищої премії за ризик, що збільшує доходність довгострокових цінних паперів.
3.	Економічне зростання	Високі темпи зростання економіки, зазвичай, сприяють підвищенню доходностей, особливо на довгостроковому кінці кривої внаслідок зростання інфляційних очікувань та попиту на капітал. Уповільнення економіки може знизити довгострокові ставки через зростання попиту на «безпечні активи».
4.	Рівень державного боргу та кредитоспроможність уряду	Високий рівень державного боргу може підвищити довгострокову доходність через зростання ризику дефолту або необхідності залучення нових позик. Ризики, пов'язані з фіскальною політикою, впливають на сприйняття інвесторами довгострокових облігацій.
5.	Геополітична та фінансова стабільність	Нестабільність на фінансових ринках або геополітичні ризики збільшують попит на безпечні активи (зокрема, облігації США), знижуючи їхню доходність, особливо на довгостроковому кінці.
6.	Глобальна ліквідність	Рішення таких центральних банків, як ЄЦБ чи Банк Японії, можуть впливати на попит на облігації в різних регіонах світу.
7.	Валютний курс	Валютні ризики впливають на доходності облігацій, оскільки інвестори враховують можливі коливання курсів валют.
8.	Очікування рецесії	Якщо інвестори прогнозують економічний спад, крива доходності може інвертуватися (короткострокові ставки перевищують довгострокові), оскільки очікується зниження ключових ставок задля стимулювання економіки.
9.	Рівень зайнятості та споживання	Зайнятість населення та рівень споживання впливають на інфляційні очікування та очікування економічного зростання, формуючи доходності облігацій.

Примітка: складено автором самостійно.

Зміна будь-якого з факторів, відображених в табл. 1.1, може викликати коливання кривої доходності, змінюючи її нахил або форму (нормальна, плоска,

інверсна). Аналіз цих факторів вкрай важливий для прогнозування стану економіки та прийняття інвестиційних рішень. Крива доходності є потужним інструментом аналізу боргових ринків, який використовується з метою оцінки економічних умов, ризиків та інвестиційних можливостей. В аспекті оцінки майбутньої економічної ситуації характер кривої доходності дозволяє, наприклад, спрогнозувати рецесію економічного розвитку. Якщо крива доходності «інверсна» (короткострокові ставки боргових інструментів перевищують довгострокові), ймовірно, відбуватиметься економічний спад. Це слугує сигналом стосовно того, що інвестори очікують зниження ставок центрального банку внаслідок уповільнення темпів зростання економіки. Історично, інверсія кривої доходності в США передувала періодам рецесій, включаючи кризу 2008 року. Якщо ж крива доходності «нормальна» (зростаюча), ймовірно очікуватиметься стабільне економічне зростання.

Крива доходності також використовується при побудові інвестиційних стратегій. Зокрема, формуючи інвестиційний портфель, інвестори застосовують її в якості інструменту при виборі оптимальної комбінації короткострокових і довгострокових облігацій, залежно від їхніх очікувань щодо майбутніх ставок та інфляції. У періоди очікуваного зниження ставок інвестори можуть купувати довгострокові облігації задля фіксації вищої поточної доходності. Передбачаючи зростання інфляції, інвестори уникають придбання довгострокових облігацій, оскільки остання зменшує їх реальну доходність, та обирають інфляційно-захищені облігації, наприклад, TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities). У випадку очікування зниження рівня інфляції або настання дефляції, інвестори купують довгострокові облігації з метою отримання вигоди від високої реальної доходності. Окрім цього, використання кривої доходності в якості індикатора настроїв ринку дозволяє інвесторам враховувати поведінку інших ринкових гравців. Водночас, банки та фінансові установи, орієнтуючись на зміну кривої доходності, здійснюють хеджування ризиків процентних ставок.

Крива доходності здійснює вплив на ціноутворення боргових інструментів. Зокрема, крива доходності державних облігацій використовується як бенчмарк

для визначення премії за ризик корпоративних боргових інструментів. Тобто, якщо доходність корпоративної облігації на 2% вища, ніж державної (такого ж терміну погашення), це вказує на сприйняття ринком кредитного ризику емітента. Ринок оцінює, що ступінь ризику, пов'язаний з даною компанією є вищим, ніж ризику держави. Крива доходності дозволяє аналізувати кредитні ризики на міжкраїнному рівні. У кризові періоди крива доходності країн з ринками, що формуються, може бути більш крутою внаслідок очікування вищої премії за ризик. Водночас, зростання премії на довгостроковому кінці кривої може сигналізувати про зниження ліквідності ринку. Як бачимо, крива доходності є вкрай важливим індикатором для економістів, інвесторів, фінансових аналітиків, оскільки її зміни відображають колективні очікування ринку щодо майбутнього стану економіки, інфляції та процентних ставок.

1.2. Особливості боргових рішень уряду на ринках запозичень

Для багатьох країн з ринками, що формуються, у тому числі й для України, особливо гострою є проблема дефіциту державного бюджету та його покриття головно під час боргових криз, які актуалізують значення структури запозичень, насамперед, для підтримки макрофінансової стабільності [14]. Структура кривої доходності та строки погашення запозичень мають забезпечувати мінімізацію витрат на обслуговування боргу, але, водночас, відповідати ринковій кон'юктурі. Однак, війна в Україні внесла суттєві корективи у прийняття боргових рішень на ринку ОВДП. Аналізуючи їх особливості, варто зазначити, що починаючи з 2015 року, коли облікова ставка Національного банку України перетворювалась на дієвий інструмент грошово-кредитного регулювання, а налагодження монетарної трансмісії передбачало необхідність формування адекватного ринкового середовища для внутрішніх запозичень, ринок ОВДП все ще зберігав риси т.зв. «первісного гріха» – ситуації, за якої країна з низькими доходами може здійснювати запозичення під низькі відсоткові ставки та на тривалий період часу (понад 1 рік) виключно в іноземній валюті, що є наслідком

слабкої ролі інститутів, високих рівнів і нестабільної інфляції та вразливості до валютних потрясінь. Тобто боргові запозичення в національній валюті на довші терміни (понад 1 рік) стають можливими лише після реформування фінансового сектора, зниження рівня інфляції упродовж певного періоду часу та зміцнення довіри до рішень уряду [14].

Як бачимо з рис. 1.5, ОВДП терміном до 1 року доволі тривалий період часу домінували в структурі вітчизняного боргового ринку, що засвідчує той факт, що уряд, як емітент цього боргового інструменту, не мав на меті переплачувати під впливом монетарного шоку або шоку строкової премії [14].

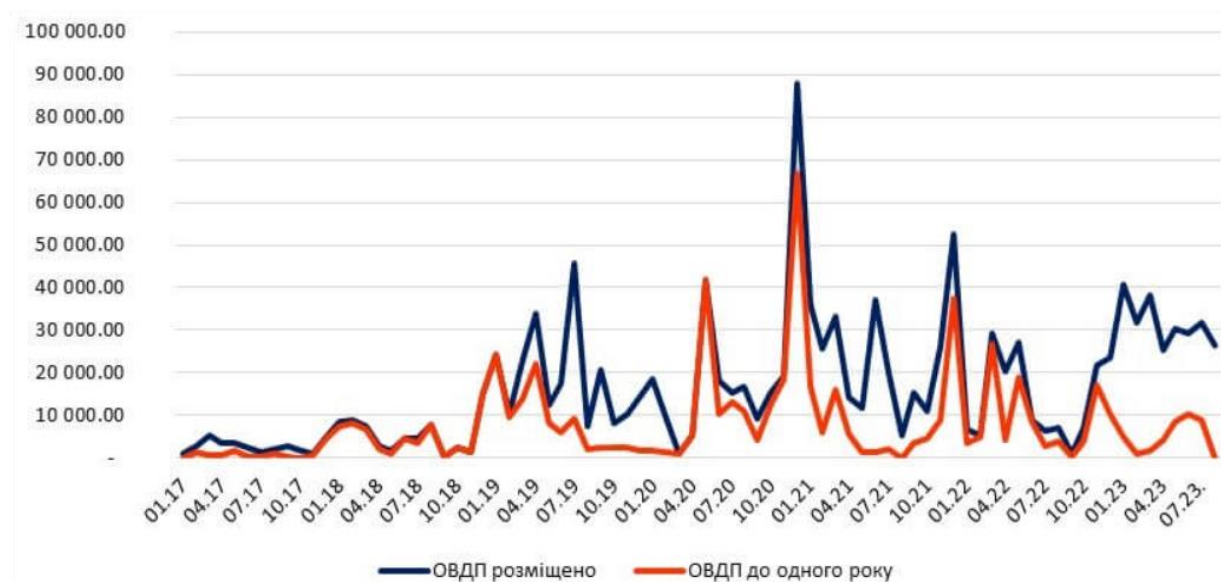


Рис. 1.5. Розміщення ОВДП на первинному ринку, *млн грн.* [14]

Доволі показово, що зростання обсягу короткострокових інструментів до 2023 р. збігалось з «піковими» розміщеннями. Починаючи з 2019 р., уряд (відповідно до теоретичних постулатів), почав нарощувати обсяги більш довгих інструментів, вочевидь, реагуючи на зниження інфляції. Однак, задля коректнішої оцінки рішень щодо строковості випущених інструментів, необхідно звернути увагу на рух премії за ризик та динаміку доходностей (рис. 1.6). У довгостроковому періоді нахил кривої доходності (різниця між доходністю найдовшого / середньозваженою та найкоротшого інструментів за відповідний

період) доволі адекватно реагує на інфляційні очікування, навіть, якщо й рівень доходності не повністю відображає очікувану інфляцію [14].

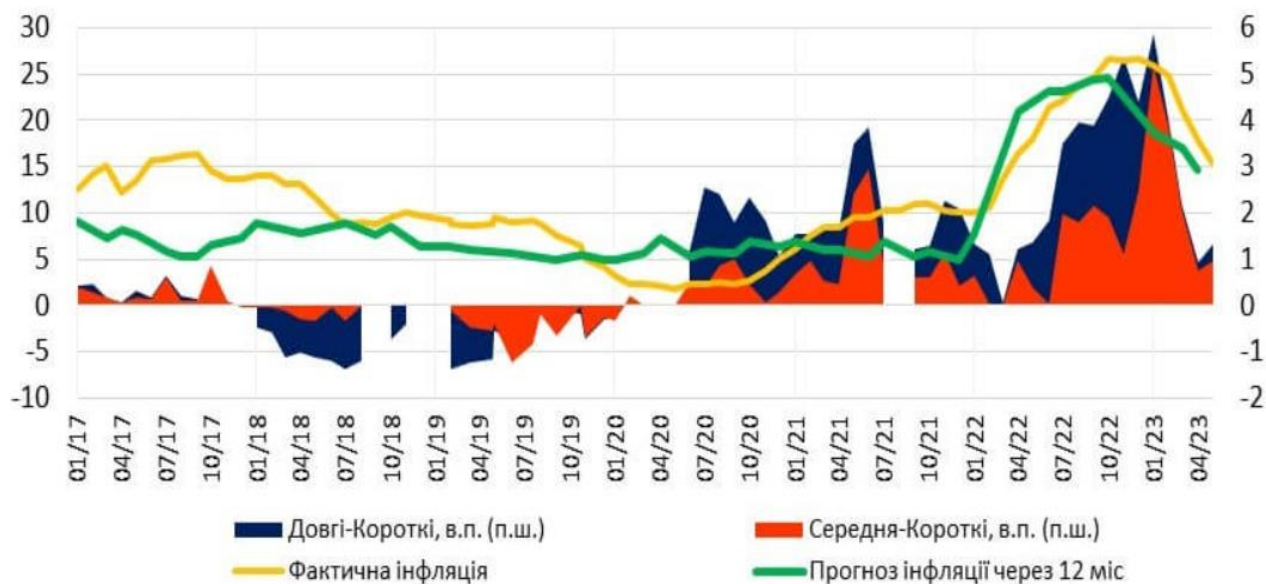


Рис. 1.6. Кут нахилу кривої доходності, премія за ризик (різниця між ставками за «довгими» /середньозваженою і «короткими» ОВДП) та прогноз інфляції [14]

Як бачимо з рис. 1.6, до початку повномасштабного вторгнення росії на територію України, уряд здійснював доволі послідовну політику на ринку ОВДП, спрямовану на оптимізацію майбутніх боргових виплат. Погіршення прогнозу по інфляції на рубежі 2017-2018 рр. позначилось інверсійною траєкторією кривої доходності. Тобто внаслідок очікувань щодо зниження інфляції у перспективі понад 1 рік відсоткові ставки за довгостроковими ОВДП були нижчими у порівнянні з короткостроковими. Незважаючи на покращення ситуації з інфляцією у 2019 р. під впливом притоку значних за обсягами коштів нерезидентів, характер кривої доходності не змінився. Лише у 2020 р., внаслідок наближення інфляційного прогнозу і факту з інфляційною ціллю НБУ, траєкторія кривої доходності набула «нормального» вигляду.

Пандемія Covid-19 позначилась певними корекціями на функціонуванні ринку ОВДП та боргових рішеннях уряду. Згідно з теорією, у період того чи іншого шоку різниця між відсотковою ставкою на довгому та короткому кінці

кривої доходності зростає, що засвідчує зростання премії за ризик. Саме такою була ситуація на досліджуваному ринку впродовж 2020-2021 рр. Зростання рівня інфляції у 2021 р. не супроводжувалось інверсивною траєкторією кривої доходності, як це було властиво ситуації у 2018 р. На нашу думку, прискорення інфляції у 2021 році, найімовірніше, було зумовлене глобальними чинниками, а отже, значна позитивна строкова премія відображала очікування тривалої інфляції.

У контексті досліджуваної проблеми варто проаналізувати поведінку досліджуваного ринку, зокрема у 2022-2023 рр. під впливом воєнного стану в країні. Стрімке підвищення строкової премії у згаданий період є цілком закономірним явищем. Окрім цього, відсутність інверсійної траєкторії кривої доходності, як її реакції на погіршення ситуації з інфляцією, слід вважати природною реакцією ринку. Покращення перспектив щодо інфляції у 2023 р., стабілізувавши строкову премію, все ж не «інвертувало» траєкторію кривої доходності внаслідок високих рівнів невизначеності, зумовлених активною фазою війни.

Незважаючи на відповідність руху кривої доходності теоретичним постулатам, рішення уряду, як емітента ОВДП, стосовно строкових періодів здійснення внутрішніх запозичень, не були послідовними впродовж досліджуваного періоду (рис. 1.7).

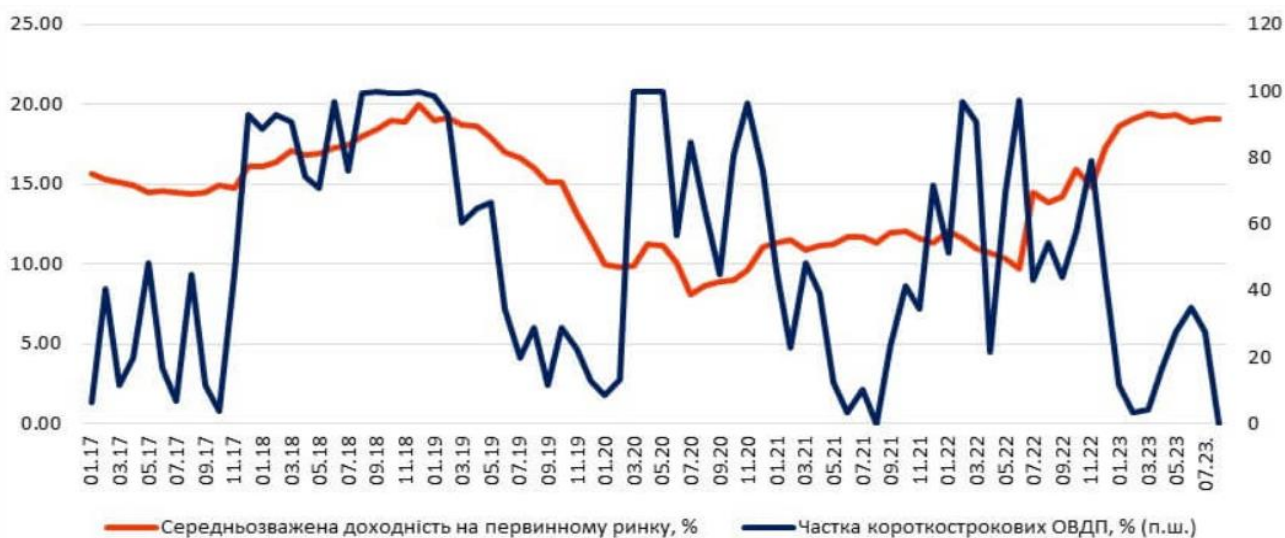


Рис. 1.7. Частка короткострокових запозичень та доходність ОВДП [14]

Як бачимо з рис. 1.7, політика щодо строковості внутрішніх запозичень, яка загалом відповідає усталеним теоретичним поглядам науковців, не була такою у 2023 р. Відповідно до даних рис. 1.6-1.7, частка короткострокових боргових запозичень чітко збільшилась у 2022 р. (як реакція на підвищення рівня відсоткових ставок та розширення премії за ризик), сигналізуючи про проведення урядом політики оптимізації боргових виплат. А вже наступного 2023 р. дії емітента не характеризувались послідовністю, про що засвідчує різке падіння частки короткострокових ОВДП у відповідь на дотримання високої відсоткової ставки доходності фінансового інструменту, що відповідає фундаментальним чинникам. Дана ситуація суперечить теоретичним припущенням стосовно кращої структури боргових запозичень з міркувань скорочення боргових виплат та загалом досліджуваному періоду, впродовж якого уряд демонстрував здійснення політики оптимізації боргових виплат за відповідних ринкових умов. Причина суттєвого скорочення випуску короткострокових боргових інструментів, на нашу думку, полягала у перевищенні ризику ролловера емітента (можливості рефінансувати вже випущений борг) над ризиком вищих боргових виплат у майбутньому [14]. Однак ризик ролловера може виглядати до певної міри переоціненим, оскільки, якщо рівень інфляції у майбутньому знижуватиметься, наразі доцільно здійснювати випуск короткострокових ОВДП з метою скорочення майбутніх виплат. За високих відсоткових ставок стратегія випуску довгострокових боргових інструментів може слугувати підтвердженням несприятливих очікувань з боку уряду щодо підвищення інфляції чи додаткової емісії грошей, якщо обсяги іноземної допомоги будуть недостатніми для покриття бюджетного дефіциту на найближчі роки. Вищезгадані очікування можуть негативно позначатися на діях НБУ в напрямку пом'якшення монетарної політики.

У контексті досліджуваної проблеми важливо зосередити увагу на тому, що підґрунтям для розвитку внутрішнього ринку цінних паперів слугує адекватна ринково зорієнтована стратегія державного фінансування, яка уможлиблює покращення доступу до даного ринку, його прозорості через надання

високоякісної інформації учасникам ринку та громадськості загалом про структуру боргу, потреби у його фінансуванні та стратегії управління останнім. Водночас уряд має з'ясовувати думку інвесторів та маркет-мейкерів щодо поточної стратегії та перспективних змін ринку боргових запозичень. Така взаємодія уможливорює краще розуміння джерел попиту на боргові інструменти та способи усунення бар'єрів, які перешкоджають інвестиціям у них. Уряд може продемонструвати свою прихильність до ринкових запозичень, завчасно визнавши, що боргові інструменти мають бути оцінені за ринковими ставками, навіть якщо це може збільшити витрати на обслуговування боргу в короткостроковій перспективі. Врешті проактивний підхід до розвитку ринку неможливий без комплексної взаємодії уряду з центральним банком, відповідними регуляторними органами та учасниками ринку.

Важливим елементом адекватно функціонуючого ринку державних цінних паперів є цінні папери-еталони (стандартна міра ризику чи прибутку облігації, за якою оцінюються інші облігації). Концентруючи нові їх випуски у відносно обмеженій кількості уряд може сприяти підвищенню ліквідності цих цінних паперів і, таким чином, знижувати витрати на їх випуск. Ринки, водночас, можуть використовувати такі ліквідні випуски в якості зручних орієнтирів для ціноутворення на низку інших фінансових інструментів. Окрім цього, розподіл відносно невеликої кількості еталонних випусків у досить широкому діапазоні термінів погашення (побудова «еталонної кривої доходності») може сприяти більш точному ринковому ціноутворенню на фінансові інструменти в аналогічному діапазоні термінів погашення [38, с. 13].

Задля прийняття зважених боргових рішень з боку уряду на ринках запозичень має функціонувати якомога менше державних емітентів, оскільки велика кількість суб'єктів, які випускають цінні папери від імені уряду, призведе до фрагментації ринку, тим самим ускладнюючи реалізацію консолідованої стратегії його розвитку.

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ РИНКУ ОВДП В УКРАЇНІ

2.1. Динаміка та структура ринку ОВДП

Державні цінні папери є одним із найважливіших інструментів залучення фінансових ресурсів через державні запозичення, що сприяє підтримці економіки країни та позитивно впливає на інвестиційні процеси. Роль державних цінних паперів особливо актуальна в умовах війни в Україні з точки зору забезпечення її фінансової стабільності, яка визначається державним бюджетом, розміром його дефіциту та рівнем державного боргу. Держава отримує фінансові ресурси через продаж державних облігацій, що, водночас, вимагає високого ступеня довіри з боку покупців цих фінансових інструментів та готовності держави виконувати свої зобов'язання [2]. Оскільки фінансування державного боргу через випуск державних облігацій пов'язана з меншими витратами порівняно з залученням коштів через банківські кредити, державні боргові цінні папери в Україні є не лише основним інструментом його покриття, а й найбільш ліквідним та надійним видом інвестицій, привабливим для банків, компаній та фізичних осіб. На рис. 2.1 відображені переваги державних боргових цінних паперів у порівнянні з отриманням державою кредитів.

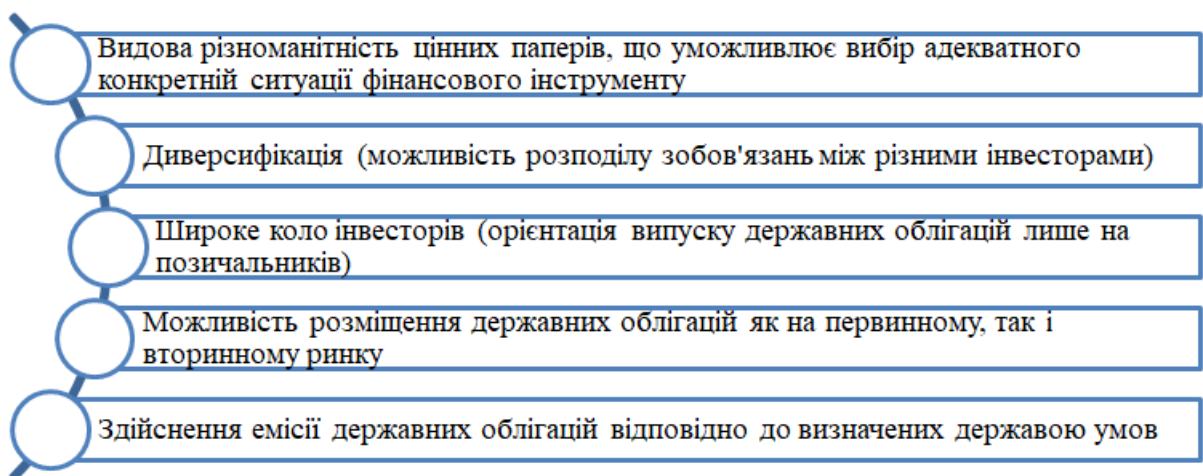


Рис. 2.1. Переваги державних боргових цінних паперів у порівнянні з отриманням державою кредитів [28]

З-поміж наявних інструментів державного боргового ринку в Україні, якими є облігації зовнішніх державних позик (ОЗДП), казначейські зобов'язання та цільові облігації внутрішніх державних позик, особливої ваги набули облігації внутрішньої державної позики (ОВДП) – державні фінансові інструменти, розміщення яких, згідно з Законом України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», здійснюється виключно на внутрішньому фондовому ринку, і які підтверджують зобов'язання України відшкодувати їх власникам номінальну вартість облігацій та виплачувати дохід згідно з умовами їх випуску [28]. Важливість ролі ОВДП зумовлена низкою факторів, а саме: вони дають можливість резидентам країни отримувати дохід від заощаджень, інвестувати кошти в ліквідні фінансові інструменти з низьким ступенем інвестиційного ризику та підтримувати власну ліквідність; випуск ОВДП не зменшує фінансового потенціалу країни, оскільки держава виплачує відсотки своїм резидентам; випуск ОВДП, на відміну від ОЗДП, не порушує економічної безпеки країни, оскільки ані нерезиденти, ані уряди інших країн не можуть впливати на кон'юнктуру фінансового ринку країни-емітента та її економічну політику.

Дослідження динаміки та структури ринку ОВДП, на нашу думку, є важливим, зважаючи на те, що зниження кредитного рейтингу України до певної міри зумовило зміщення орієнтирів державної політики на фінансовому ринку у бік внутрішніх запозичень. У табл. 2.1 представлена динаміка розміщення ОВДП на первинному ринку цінних паперів в Україні за 2008-2024 роки, а також обсяги коштів (у гривневому еквіваленті та у відсотках), які були при цьому спрямовані до державного бюджету. Як бачимо з табл. 2.1, відображені у ній дані характеризуються строкатістю значень за досліджуваний період, однак, загалом відображають позитивну динаміку у функціонуванні ринку ОВДП. Останні роки позначились значними приростами обсягів ОВДП, розміщених на первинному ринку, зокрема, у 2021 р. ця цифра становила 309,7 млрд грн., а у 2022 р. вона зросла до 594,4 млрд грн., що становить 91,9%. Попри це, у 2023 та 2024 роках на досліджуваному ринку спостерігались певні коливання, зумовлені воєнним станом в країні.

Таблиця 2.1

Динаміка розміщення ОВДП на первинному ринку цінних паперів в Україні,
2008-2024 рр.

Рік	Розміщення ОВДП на первинному ринку, <i>млн. грн.</i>	Кошти, залучені до державного бюджету	
		<i>млн. грн.</i>	%
2008	23541,75	9771,75	41,5
2009	74532,64	18841,30	25,3
2010	70657,06	40424,37	57,2
2011	50259,86	28905,86	57,5
2012	42947,88	35947,88	83,7
2013	65221,01	50521,01	77,5
2014	218046,41	67120,27	30,8
2015	85015,36	9978,36	11,7
2016	166240,81	37025,30	22,3
2017	103458,01	32755,01	31,7
2018	65127,79	65127,79	100,0
2019	227551,81	227551,81	100,0
2020	265668,72	258828,72	97,4
2021	309719,48	287896,18	93,0
2022	594384,51	164384,51	27,7
2023	401785,12	401785,12	100,0
2024	517806,91	497806,91	96,1

Примітка. Складено автором за [7].

Незважаючи на зростання чи скорочення обсягів розміщення ОВДП на первинному ринку та коштів, залучених до державного бюджету в розрізі років за досліджуваний період, лінії відповідних трендових значень загалом підтверджують позитивну динаміку досліджуваного ринку в Україні (рис. 2.2).

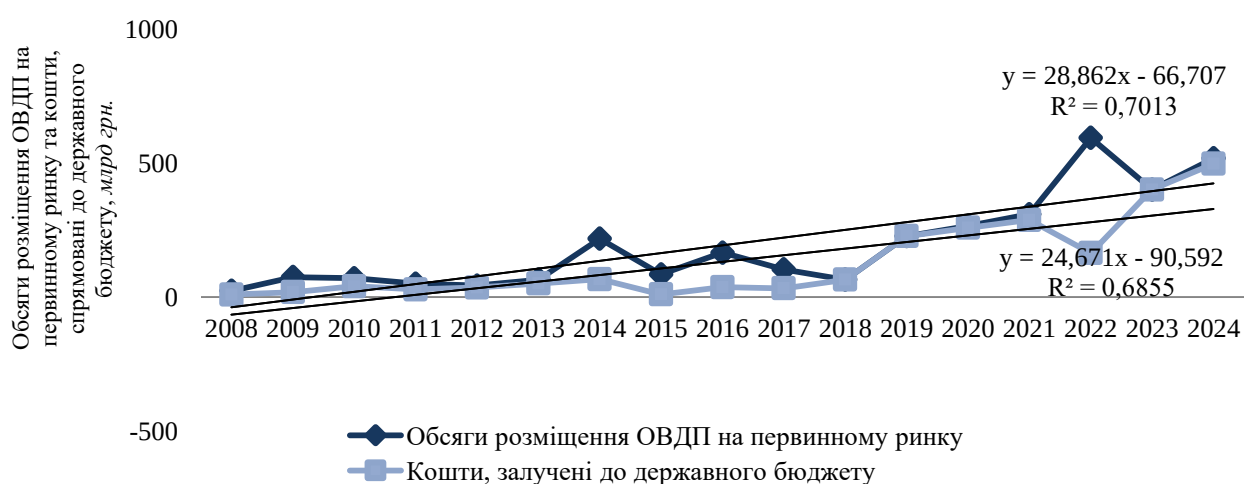


Рис. 2.2. Динаміка обсягів розміщення ОВДП на первинному ринку, у т.ч. й коштів, залучених до державного бюджету (*млрд грн.*), та відповідні лінії трендів

Примітка. Побудовано автором за [7].

На первинному ринку державних боргових цінних паперів в Україні здійснюється також розміщення ОВДП в іноземній валюті (доларах США та євро), які за обсягами є дещо нижчими, ніж гривневі ОВДП (табл. 2.2). Така розбіжність, ймовірно, зумовлена впливом валютних ризиків, пов'язаних зі зростанням обмінного курсу. Зазначимо, що розміщення ОВДП на первинному ринку в іноземній валюті розпочалося в Україні з 2011 (у дол. США) та 2012 (у євро) років, демонструючи, попри загалом нарощування обсягів, найбільше падіння у 2014 та 2015 роках (у дол. США та євро), а також у 2022 році (у дол. США, у порівнянні з 2013 р.). Цілком очевидно, що причиною такої ситуації на досліджуваному ринку стало погіршення інвестиційного клімату в Україні, зумовленого російською агресією.

Таблиця 2.2

Розміщення ОВДП, номінованих в доларах США та євро, на первинному ринку
(кошти, залучені до державного бюджету)

Рік	Розміщення ОВДП на первинному ринку	Кошти, залучені до державного бюджету		Розміщення ОВДП на первинному ринку	Кошти, залучені до державного бюджету	
	сума, млн. дол. США	сума, млн. дол. США	% до підсумку	сума, млн. євро	сума, млн. євро	% до підсумку
2011	412, 95	412, 95	100,0	-	-	100,0
2012	2 542, 84	2 542, 84	100,0	316, 56	316,56	100,0
2013	5 310,73	5 310,73	100,0	112,27	316, 56	100,0
2014	792,62	792,62	100,0	40,02	40,02	100,0
2015	643,49	643,49	100,0	-	-	-
2016	3 006,45	3 006,45	100,0	141,34	141,34	100,0
2017	1 809,89	1 809,89	100,0	133,71	133,71	100,0
2018	3 477,88	3 477,88	100,0	503,16	503,16	100,0
2019	4 330,84	4 330,84	100,0	387,32	387,32	100,0
2020	3 857,10	3 857,10	100,0	844,62	844,62	100,0
2021	3 095,99	3 095,99	100,0	782,64	782,64	100,0
2022	2 089,29	2 089,29	100,0	984,47	984,47	100,0
2023	3 688,27	3 688,27	100,0	735,79	735,79	100,0
2024	2 728,12	2 728,12	100,0	754,94	754,94	100,0

Примітка. Складено за [7].

Як бачимо з рис. 2.3, тренди розміщення ОВДП в іноземній валюті за період 2011-2024 рр. є висхідними, хоча й з меншими коефіцієнтами регресії порівняно з ОВДП у гривні.

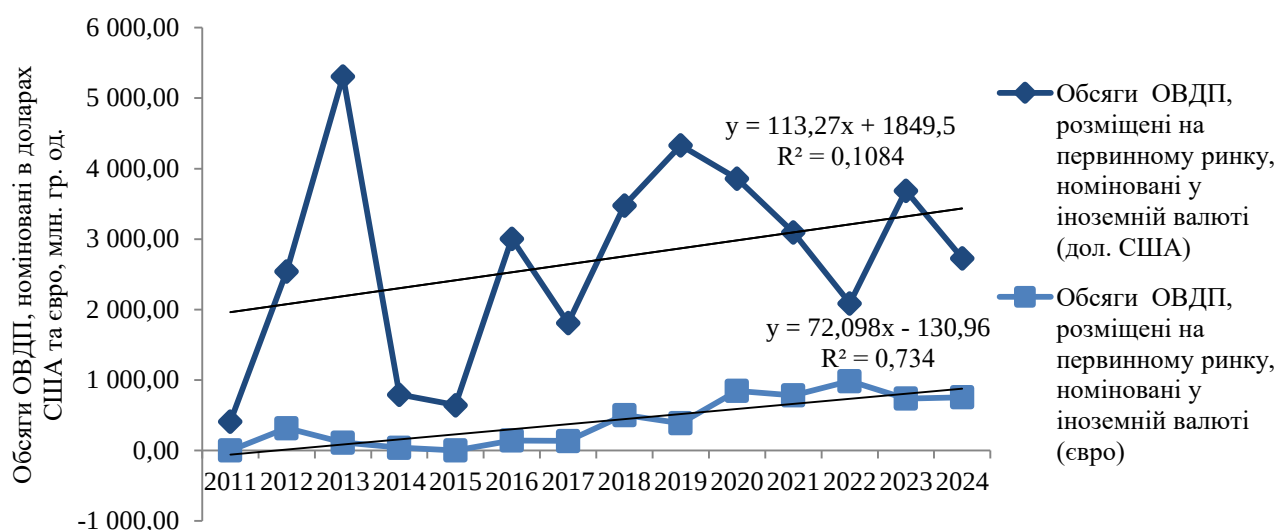


Рис. 2.3. Динаміка та тренди обсягів ОВДП, розміщених на первинному ринку в Україні (коштів, залучених до державного бюджету), номінованих у іноземній валюті (дол. США та євро)

Примітка. Побудовано автором за [7].

Ринок ОВДП в Україні є інструментом вирішення важливих економічних проблем, які, зокрема, пов'язані з фінансуванням державного бюджету, реструктуризацією залишку заборгованості Кабінету Міністрів України перед Національним банком України, збільшенням банківського статутного капіталу тощо. Підтвердженням цього слугують дані, представлені в табл. 2.3, згідно з якими лише у 2018, 2019 та 2023 роках (упродовж досліджуваного періоду) кошти, отримані від розміщення ОВДП на первинному ринку, у повному обсязі були спрямовані до державного бюджету. За умов обмеженості джерел отримання коштів, особливо під час гострої стадії війни з росією, їх залучення від розміщення ОВДП становить суттєве джерело фінансування дефіциту держбюджету. Зокрема, у 2024 році від розміщення гривневих ОВДП на первинному ринку до Державного бюджету України було залучено понад 497,8 млрд грн., що у понад 50 разів перевищує відповідну суму, залучену у 2008 році.

Одним із найефективніших та найбільш дієвих способів залучення коштів для покриття першочергових видатків Державного бюджету України в умовах війни є продаж військових облігацій, рішення про випуск яких було прийнято

Кабінетом Міністрів України 25.02.2022 року. Аукціони з їх продажу розпочались у березні 2022 року.

Таблиця 2.3

Розміщення ОВДП, номінованих у національній валюті,
на первинному ринку у розрізі напрямків залучення та використання коштів

Рік	Розміщення ОВДП на первинному ринку у національній валюті		у тому числі					
			Кошти, залучені до державного бюджету		Реструктуризація заборгованості КМУ перед НБУ		Випуск ОВДП для збільшення формування статутного капіталу банків	
	млрд грн.	%	млрд грн.	у %	млрд грн.	%	млрд. грн.	%
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	103,46	100,0	32,76	31,7	-	-	70,70	68,3
2018	65,13	100,0	65,13	100,0	-	-	-	-
2019	227,6	100,0	227,6	100,0	-	-	-	-
2020	26,57	100,0	25,89	97,4	-	-	0,68	2,6
2021*	309,7	100,0	287,9	93,0	*	*	*	*
2022*	594,4	100,0	164,4	27,7	*	*	*	*
2023	401,8	100,0	401,8	100,0	-	-	-	-
2024*	517,8	100,0	497,8	96,0	*	*	*	*

Примітка. Складено за [7].

* Дані відсутні.

Військові ОВДП репрезентують різновид державних облігацій – цільових боргових цінних паперів, випуск яких здійснює Міністерство фінансів України. Вони є інвестиційним інструментом підтримки державного бюджету, що доступний для фізичних осіб, суб'єктів господарювання, іноземних інвесторів й призначений для потреб Збройних Сил України та держави у воєнний час. Військові ОВДП доступні для придбання в національній валюті, доларах США та євро. Їх перевагою є відсутність оподаткування отриманого відсоткового доходу (за військовими ОВДП не передбачена сплата податку на прибуток та військовий

збір). Як фінансовий інструмент військові облігації мають понад 200-річну історію. Їх розквіт припав на період двох світових воєн у XX ст., а сам термін з'явився у США на поч. XIX ст. Завдяки військовим облігаціям, зокрема, США та Велика Британія змогли покрити більшу частину своїх військових витрат [23].

Повномасштабне вторгнення росії на територію України 24 лютого 2022 р. підірвало довіру інвесторів до платоспроможності нашої держави, унеможливило доступ до зовнішніх ринків запозичень, а, відтак, й до інструментів рефінансування боргу. За таких умов ОВДП є чи не найважливішим інструментом управління державним боргом. Лише за 2023 р. від продажу на аукціонах військових облігацій урядом України залучено 566 млрд грн. в еквіваленті, зокрема, 401 785,1 млн. грн., 3 688,3 млн. дол. США та 735,8 млн. євро [22]. З початку повномасштабної війни український уряд залучив від продажу ОВДП майже 818 млрд грн. в еквіваленті (станом на 02.01.2024 р.). Задля активізації внутрішнього боргового ринку у 2023 р. НБУ дозволив банкам покривати до 50% від загального обсягу обов'язкових резервів за рахунок бенчмарк-ОВДП з визначеного ним переліку, поступово розширюючи останній. Окрім цього регулятор дав змогу нерезидентам переказувати за кордон кошти, отримані від сплати відсотків за ОВДП після 1 квітня 2023 року, та встановив вимогу щодо мінімального безперервного строку володіння облігаціями до моменту отримання відсотків [22].

Дані табл. 2.4 відображають динаміку коштів, залучених до держбюджету України через розміщення гривневих ОВДП на первинному ринку, за терміном їх обігу. На основі цих даних можемо дійти висновку, що за період 2008-2024 років переважна кількість державних запозичень здійснювалась терміном від 1 до 3-х років, що становить 47,4% від загальної суми запозичень. Найменший обсяг у межах досліджуваного періоду становлять запозичення терміном понад 5 років (4,1%). Загострення політичної та економічної ситуації в країні, зокрема упродовж 2014 року, позначилось суттєвим зниженням частки довгострокових запозичень, що, у підсумку, призвело до карколомного зростання питомої ваги ОВДП з терміном обігу до 1 року (99,6% у 2015 році). За роки війни (2022-2024

рр.) також спостерігається подібна тенденція (на користь ОВДП з термінами розміщення від 1 до 3-х років).

Таблиця 2.4

Кошти, залучені до державного бюджету через розміщення гривневих ОВДП (за термінами обігу) на первинному ринку, 2008-2024 рр.

Роки	Кошти, залучені до бюджету, всього		У тому числі							
			до 1 р.		від 1 до 3 р.		від 3 до 5 р.		понад 5 р.	
	сума, млрд грн.	у %	сума, млрд грн.	у %	сума, млрд грн.	у %	сума, млрд грн.	у %	сума, млрд грн.	у %
2008	9,8	100,0	1,2	12,2	4,5	45,9	4,1	41,9	-	-
2009	18,8	100,0	12,5	66,5	4,9	26,1	0,4	2,1	1,0	5,3
2010	40,4	100,0	22,9	56,7	14,4	35,6	3,1	7,7	-	-
2011	28,9	100,0	9,7	33,6	14,7	50,9	2,8	9,7	1,7	5,8
2012	35,9	100,0	8,8	24,5	9,2	25,6	9,3	25,9	8,6	24,0
2013	50,5	100,0	8,2	16,3	1,1	2,2	28,1	55,6	13,1	25,9
2014	67,1	100,0	7,2	10,7	31,3	46,6	20,5	30,6	8,1	12,1
2015	9,98	100,0	9,94	99,6	0,04	0,4	-	-	-	-
2016	37,0	100,0	5,5	14,9	18,3	49,5	4,5	12,1	8,7	23,5
2017	32,8	100,0	11,3	34,5	19,5	59,5	2,0	6,0	-	-
2018	65,1	100,0	60,4	92,8	2,9	4,6	1,7	2,6	-	-
2019	227,6	100,0	103,7	45,6	66,5	29,2	21,5	9,4	35,9	15,8
2020	258,8	100,0	187,5	72,4	46,6	18,0	20,8	8,1	3,9	1,5
2021	287,9	100,0	103,4	35,9	159,5	55,4	14,7	5,1	10,3	3,6
2022	164,4	100,0	105,7	64,3	58,6	35,6	0,12	0,1	-	-
2023	401,8	100,0	84,9	21,1	279,3	69,5	37,6	9,4	-	-
2024	497,8	100,0	38,4	7,7	327,9	65,9	131,5	26,4	-	-
Всього	2234,5	100,0	781,24	35,0	1059,24	47,4	302,72	13,5	91,3	4,1

Примітка. Складено за [7].

На рис. 2.4 відображена динаміка структури власників ОВДП в Україні за 2008-2024 рр., яка, як бачимо, постійно змінювалась упродовж досліджуваного періоду. З 2009 по 2016 рр. основна частина ОВДП знаходилася у власності НБУ (з найвищим відсотковим значенням 77,2% станом на 31.12.2015 р.). Період 2017-2021 рр. позначився суттєвими змінами в структурі власників ОВДП на користь вітчизняних банків, у розпорядженні яких знаходилось від 48,1 до 51,6% їх

обсягу. Натомість, для порівняння, частка НБУ на досліджуваному ринку у 2017-2021 рр. знизилась із 48,0 до 29,5%. Найнижчими в структурі власників ОВДП упродовж досліджуваного періоду були частки юридичних осіб, які коливалися у діапазоні 18,7% (у 2009 р.) – 2,2% (у 2015 р.); нерезидентів – 0,6% (у 2009 р.) – 14,2% (у 2019 р.), фізичних осіб – 0,002% (у 2011 р.) – 4,2% (у 2024 р.), територіальних громад – 0,007% (у 2021 р.) – 0,1% (у 2022-2023 рр.) та страхових компаній – 1,1% (у 2024 р.).

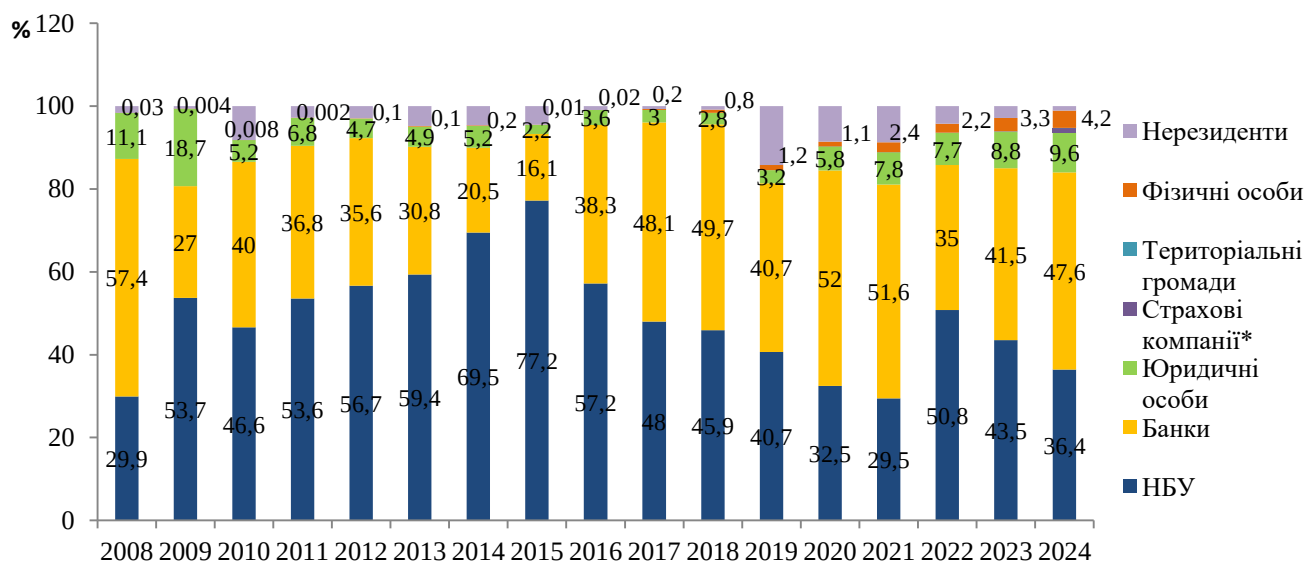


Рис. 2.4. Динаміка структури власників ОВДП в Україні, 2008-2024 рр.

Примітка. Побудовано автором за [19]. * Інформація стосовно цінних паперів страхових компаній формується НБУ, починаючи з 01.07.2024 року.

На рис. 2.5 відображена структура власників ОВДП в Україні станом на 08.01.2025 р., яка суттєво не змінилася у порівнянні з минулим роком.

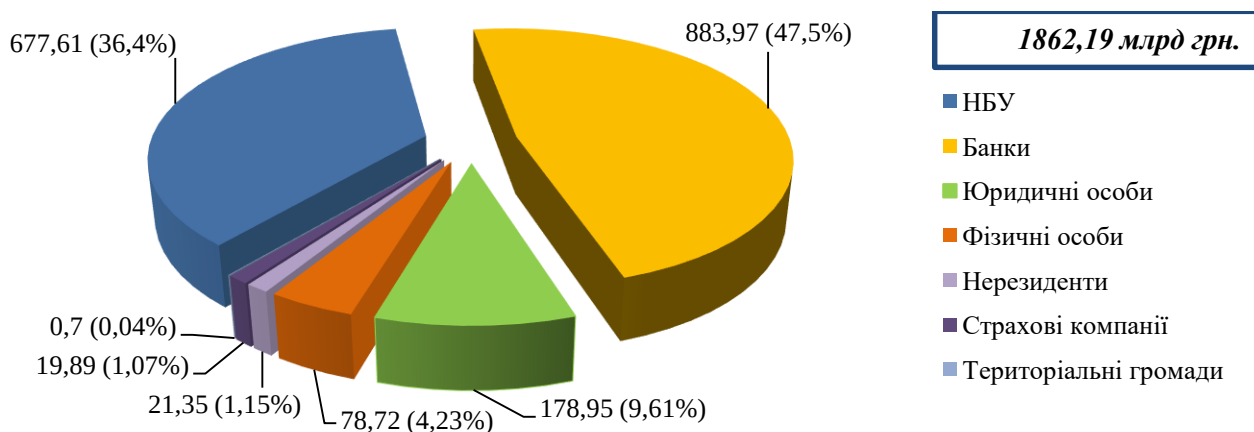


Рис. 2.5. Структура власників ОВДП станом на 08.01.2025 р.

Примітка. Побудовано автором за [19].

Згідно з даними рис. 2.4, 2.5, основними суб'єктами, які формують попит на ОВДП на вітчизняному ринку є НБУ та українські банки. Зокрема, станом на початок січня 2025 року у власності останніх перебувало ОВДП на суму майже 884 млрд грн. (47,5% від загального їх обсягу). Водночас, НБУ володів ОВДП на суму у 677,61 млрд грн., що становить 36,4% від загального обсягу. Загалом частка НБУ та українських банків у структурі власників ОВДП (83,9%) підтверджує висновок стосовно використання даного виду боргових цінних паперів переважно в якості інструмента фінансового регулювання і певну недооцінку їх ролі як інвестиційного ресурсу. Виходячи з проведеного аналізу, можна констатувати, що саме банківська система України упродовж досліджуваного періоду (2008-поч. 2025 рр.) утримувала в середньому 83,0% від загального обсягу ОВДП.

Одним із ключових чинників впливу на динаміку ринку ОВДП є відсоткова ставка, яка віддзеркалюючи доходність боргових інструментів, виступає головним (ціновим) чинником «трансформації» (модифікацій) досліджуваного ринку. Крива доходності, як «графічне відображення співвідношення між ставками та строком» [15, с. 4], своєю траєкторією в певний період часу «репрезентує» очікування інвесторів щодо майбутніх змін у рівнях відсоткових ставок за фінансовими інструментами з різними строками погашення, визначаючи подальші їх дії. На нижченаведених рисунках відображені криві доходності ОВДП в Україні за періоди 2009-2014 (рис. 2.6) та 2015-2024 років (рис. 2.7) (у розрізі строків погашення боргових інструментів).

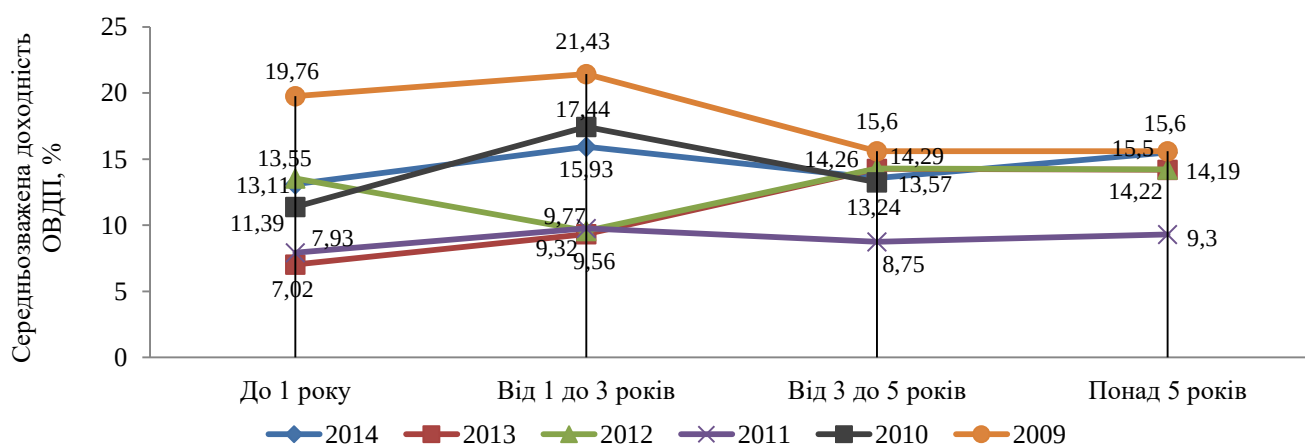


Рис. 2.6. Траєкторія кривих доходностей ОВДП, 2009-2014 рр.

Примітка. Побудовано автором за [7].

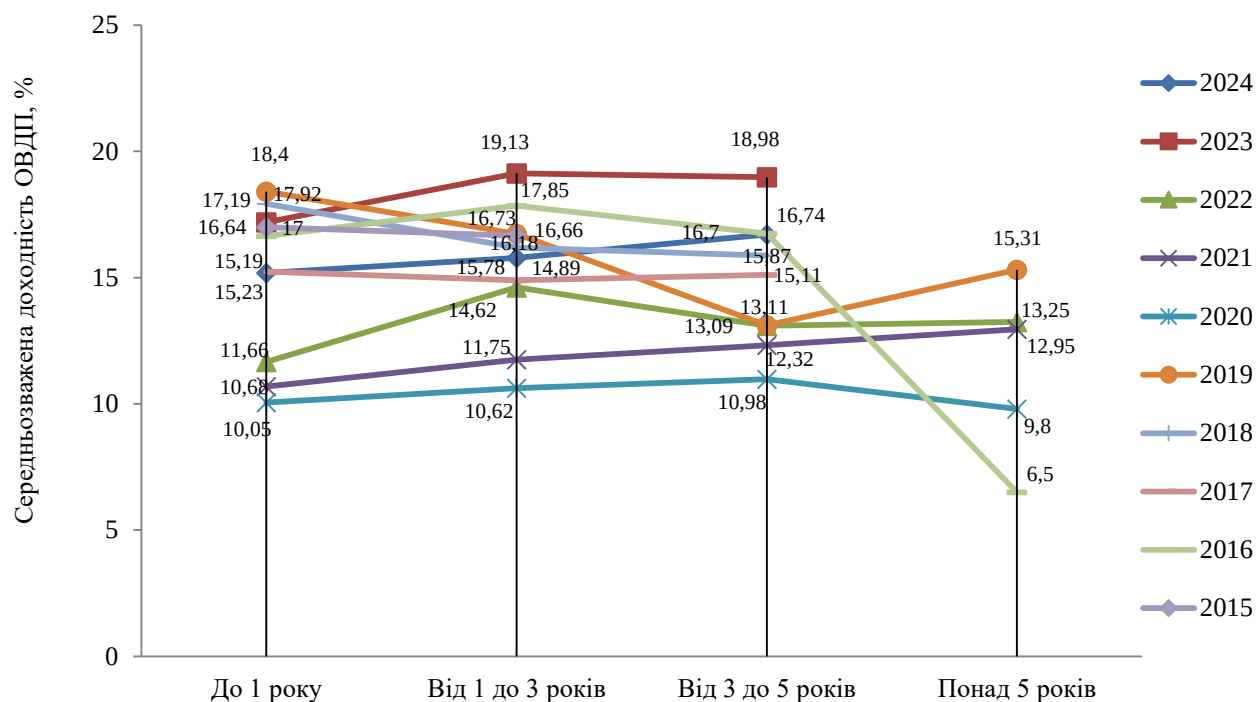


Рис. 2.7. Траєкторія кривих доходностей ОВДП, 2015-2024 рр.

Примітка. Побудовано автором за [7].

Виходячи з траєкторії руху кривих доходностей, відображених на рис. 2.6, 2.7, можемо дійти висновку стосовно «нестандартності» (невідповідності класичним траєкторіям руху) їх вигляду, оскільки не завжди довші за строками боргові інструменти відображають вищу доходність (відсоткову ставку). Очевидно, що причина такої ситуації може критися у впливі певного макроекономічного чинника, зокрема, інфляції. Якщо аналізувати динаміку середньозважених доходностей ОВДП за увесь досліджуваний період, починаючи з 2009 й дотепер, то загалом середньострокові цінні папери (від 1 до 3 років), демонстрували вищу доходність на відміну від коротко- та довгострокових. Така структура доходності віддзеркалює доволі високий ступінь невизначеності у майбутньому.

Динаміка середньозважених відсоткових ставок за ОВДП в розрізі їх строкової структури за 2009-2024 роки відображає суттєве падіння свого рівня у 2011, 2013 роках (рис. 2.8), а також у 2020 році, що зумовлено економічною кризою та пандемією Covid-19.

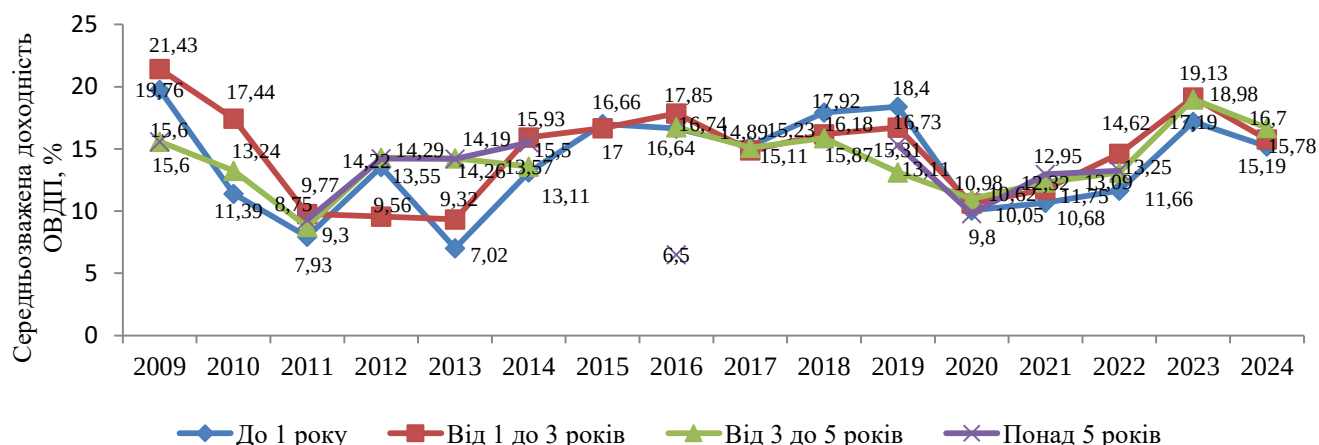


Рис. 2.8. Динаміка середньозважених відсоткових ставок ОВДП в розрізі строкової структури облігацій, 2009-2024 рр.

Примітка. Побудовано автором за [7].

2.2. Реакція ринку ОВДП на монетарні та фіскальні шоки

На динаміку доходності ОВДП впливає, зокрема, облікова ставка НБУ, яка встановлюється і переглядається регулятором в залежності від економічної та фінансової ситуації в країні. За допомогою цього ключового інструменту НБУ забезпечує регулювання пропозиції грошей, намагаючись не допустити перевищення річного рівня інфляції понад допустимі межі: 5% ($\pm 1\%$). Якщо інфляція відхиляється вгору від цільового значення, НБУ спрямовує зусилля на її приборкування, проводячи політику «дорогих грошей» (підвищує облікову ставку), і навпаки. Цілком очевидно, що зміна розміру облікової ставки здатна впливати на ринок ОВДП, який у свою чергу реагує змінами динаміки доходності гривневих облігацій. З метою перевірки даного припущення нами розраховано коефіцієнт кореляції Пірсона на основі помісячних значень вищезазначених індикаторів з 2020 по 2024 роки (всього кількість місяців, взятих для відповідних розрахунків, становила 60), який дорівнює 0,93. Дане значення засвідчує наявність доволі сильного прямого взаємозв'язку між досліджуваними змінними. Рис. 2.9 візуалізує залежність між зміною облікової ставки НБУ та динамікою доходності ОВДП, номінованих у гривні.

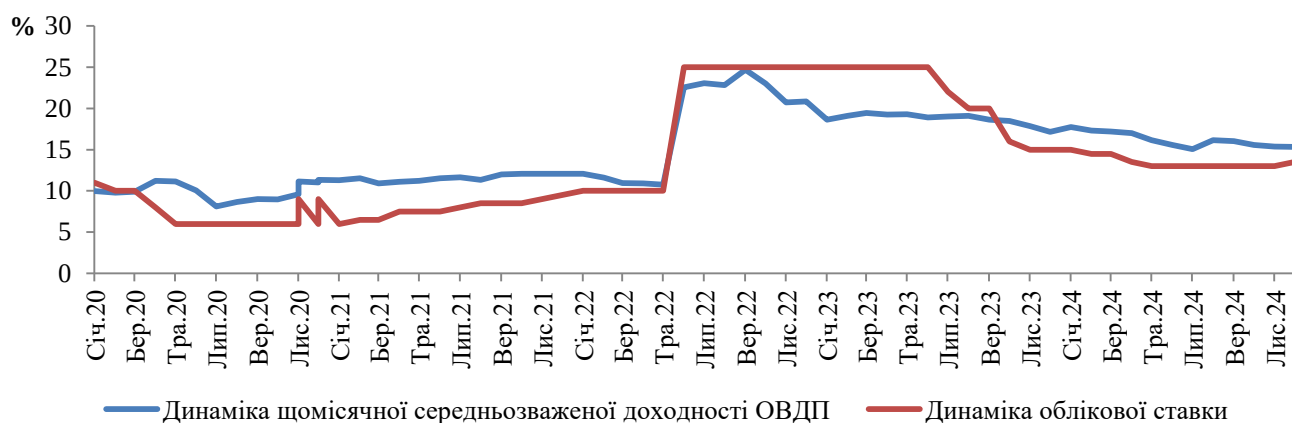


Рис. 2.9. Динаміка розміру облікової ставки НБУ та доходності гривневих ОВДП, 2020-2024 рр., %

Примітка. Побудовано автором за [7], [18].

Зі зростанням облікової ставки доходність ОВДП здебільшого зростає, що позначається збільшенням попиту на них, як з боку резидентів, так і нерезидентів. Поведінка останніх зумовлює збільшення притоку іноземної валюти в країну. За такої ситуації, при стабільній пропозиції гривні, остання зміцнює позиції, а валютний курс укріплюється. Це, водночас, впливає на рівень інфляції, який починає знижуватись. У випадку перебування інфляції у цільовому діапазоні, НБУ вдається до зниження облікової ставки (політика «дешевих грошей»). Зниження рівня облікової ставки позначається зменшенням доходності ОВДП, оскільки динаміка цих показників, виходячи з проведених нами розрахунків коефіцієнта кореляції Пірсона, є взаємопов'язаною (рис. 2.10).

Періоди економічних криз, зазвичай, супроводжуються інтенсивним зростанням інвестицій у державні боргові цінні папери. Це підтвердила глобальна фінансова криза 2008 року, яка спровокувала вплив приватного капіталу, призвела до зниження обсягів виробництва та споживання, що, водночас, негативно позначилось на можливостях фінансування дефіциту державного бюджету. Відтак виникла необхідність емісії ОВДП з метою залучення кредитних ресурсів. Ще одним прикладом, який підтверджує реакцію досліджуваного ринку на різного роду економічні шоки, слугує системна банківська криза 2014-2016 років, внаслідок якої банки потребували додаткової

капіталізації. Її джерелом знову ж таки стали кошти, отримані від розміщення ОВДП. У 2020 році під час пандемії Covid-19 зниження облікової ставки НБУ сприяло зростанню портфеля ОВДП. Банки змогли отримати кредити рефінансування, інвестувати їх у облігації та отримати вигоду на різниці у відсотках.

У багатьох країнах з ринками, що формуються, саме комерційні банки є головними вкладниками коштів у державні цінні папери. Виняток не становлять також розвинені країни. Однак для багатьох урядів надмірна залежність від банківської системи в питаннях мобілізації фінансових ресурсів для придбання державних цінних паперів, є доволі затратною справою. У випадку, якщо для банків державні цінні папери є основним активом, вони вдаються до утримання високого рівня маржі між їх безризиковою доходністю та відсотковими ставками за депозитами. З огляду на це, задля розвитку ринку ОВДП необхідно знаходити способи подолання такої поведінки та стимулювання банків та інших фінансових посередників до продажу ОВДП іншим кінцевим інвесторам.

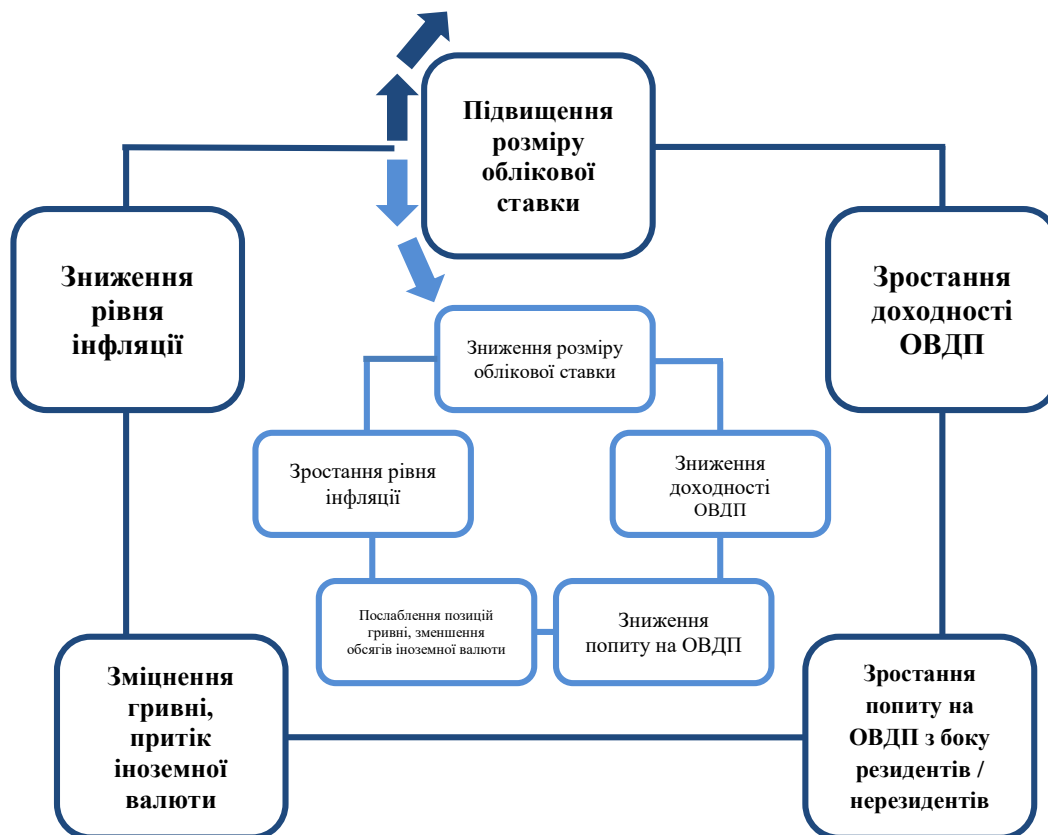


Рис. 2.10. Вплив зміни облікової ставки НБУ на доходність ОВДП
Примітка. Побудовано самостійно.

Здійснюючи емісію ОВДП, уряд сприяє збільшенню попиту на гроші, що призводить до збурення на фінансовому ринку, оскільки внаслідок таких дій зростає ставка відсотка [13, с. 132]. Крім того, переорієнтація урядом фінансових ресурсів на обслуговування власних кредитних потреб (експансіоністська політика) здійснює тиск на грошовий ринок, зменшуючи обсяг пропозиції грошей, необхідних для обслуговування реального сектору економіки. Активне розміщення ОВДП на фінансовому ринку «відволікає» кредитні ресурси на обслуговування державних потреб, що при одночасному підвищенні відсоткової ставки витісняє приватні інвестиції, які вкрай чутливі до зростання вартості кредитів [13, с.133]. Це приклад дії «ефекту витіснення», який слугує індикатором майбутнього скорочення обсягів капітальних активів суспільства. Наслідком цього ефекту є трансформація державного боргу у тягар для прийдешніх поколінь [13, с. 133]. «Ефект витіснення», водночас, модифікує структуру споживання благ, що загалом негативно позначається на ефективності суспільного виробництва. Через високу граничну схильність до споживання урядових ресурсів відбувається непродуктивне їх використання саме у тих сферах, в яких бізнес був би ефективнішим [13, с. 133]. Збільшення обсягів державних запозичень призводить до зростання частки державних цінних паперів в портфелях активів інвесторів, тоді як частка цінних паперів функціонуючого бізнесу, навпаки, зменшується. У підсумку відбувається скорочення капітальних вкладень з боку корпоративного сектору економіки [13, с. 133]. Як бачимо, зростання державних запозичень на внутрішньому борговому ринку не лише здатне спровокувати відтік кредитних ресурсів з реального сектору економіки та призвести до підвищення рівня відсоткових ставок за кредитами, а й сповільнити економічне зростання.

«Ефект витіснення», на думку вчених, найбільшою мірою проявляється за умови відсутності надлишкової ліквідності у банківській системі та за ситуації повної зайнятості [35, с. 70]. Інвестиції в державні боргові інструменти з боку банків виглядають найбільш вірогідними у випадку посилення конкуренції за кредитні ресурси та підвищення відсоткової ставки за кредитами підприємницькому сектору [35, с.70]. Однак, такі тенденції наразі не притаманні

українській економіці. За даними Міністерства фінансів України, упродовж 2024 року залишки комерційних банків на кореспондентських рахунках НБУ коливалися в межах 215,8-435,7 млрд грн., а станом на 15.01.2025 р. їх обсяги сягали 316,4 млрд. грн. [9]. Така статистика засвідчує факт наявності в українській банківській системі незастосовуваного ресурсу, який може слугувати джерелом кредитування економіки, або ж вкладень в ОВДП. Щодо кредитування підприємств, то від початку активних бойових дій в Україні спостерігається уповільнення його темпів внаслідок відсутності належного платоспроможного попиту на кредити (через погіршення фінансового стану підприємств або припинення їх діяльності, чи релокацію бізнесу тощо). За прогнозами Міжнародного Валютного Фонду (МВФ), лише через 3 роки після досягнення дна кредитних вкладень (15,5% у 2025 році) рівень банківських кредитів зросте до 16,6% у 2028 р. [1]. Загалом базовий сценарій передбачає, що довоєнний рівень банківських кредитів відносно ВВП буде досягнуто лише приблизно через 10 років від початку війни – в 2031 році (19,7%) [1].

Стрімке збільшення дефіциту державного бюджету під час війни стало тригером залучення ресурсів через здійснення запозичень, зокрема, розширення випуску ОВДП, які розміщуються на внутрішньому фінансовому ринку. До придбання ОВДП, насамперед, долучаються НБУ, банки, юридичні та фізичні особи, територіальні громади, тоді як нерезиденти та інституційні інвестори (пенсійні фонди та страхові компанії) відіграють у цьому процесі незначну роль. Придбання ОВДП НБУ є по суті «монетарним» (грошовим) фінансуванням державного бюджету. Така практика мала місце, зокрема, у 2015-2016 рр., а також триває у теперішній період воєнного стану. «Монетарне фінансування» не вважається оптимальною формою фінансування, оскільки зумовлює підвищення показників ліквідності в економіці, яке, водночас, посилює тиск на обмінний курс. З огляду на це, внутрішнє фінансування бюджету повинно бути таким, яке б не здійснювало негативного впливу на макрофінансову стабільність. Проведений нами аналіз джерел акумулювання коштів шляхом розміщення ОВДП за теперішньої ситуації в Україні показав, що переважаюча частина вкладень

здійснювалася НБУ та банками (див. рис. 2.4, 2.5). Наслідком цих операцій став відтік значних за обсягами грошових ресурсів з НБУ та загалом банківської системи на користь підтримки державного бюджету. Такі кроки обмежують здатність регулятора підтримувати макроекономічну стабільність в країні, а банківської системи – забезпечувати спрямування ресурсів, закумульованих з різних джерел, на фінансування домашніх господарств та економіки в цілому. За такої ситуації необхідно враховувати прояв вищезгаданого «ефекту витіснення». Наповнення державного бюджету шляхом розміщення державних запозичень на внутрішньому фінансовому ринку є доцільним при умові залучення додаткового ресурсу з недержавних джерел. За таких обставин загострюється потреба розміщення ОВДП серед юридичних осіб, недержавних банків, домогосподарств та інших учасників ринку, які не належать до державних.

Динаміка співвідношення часток ОВДП, номінованих у гривні, дол. США та євро за період 2011-2024 рр. демонструє стійку тенденцію на користь ОВДП у національній валюті (рис. 2.11). Стосовно доларових ОВДП та ОВДП, номінованих у євро, їх частки у загальній структурі розміщень на первинному ринку упродовж досліджуваного періоду коливались у діапазоні 5,8-18,2% та 0,2-2,4% відповідно.

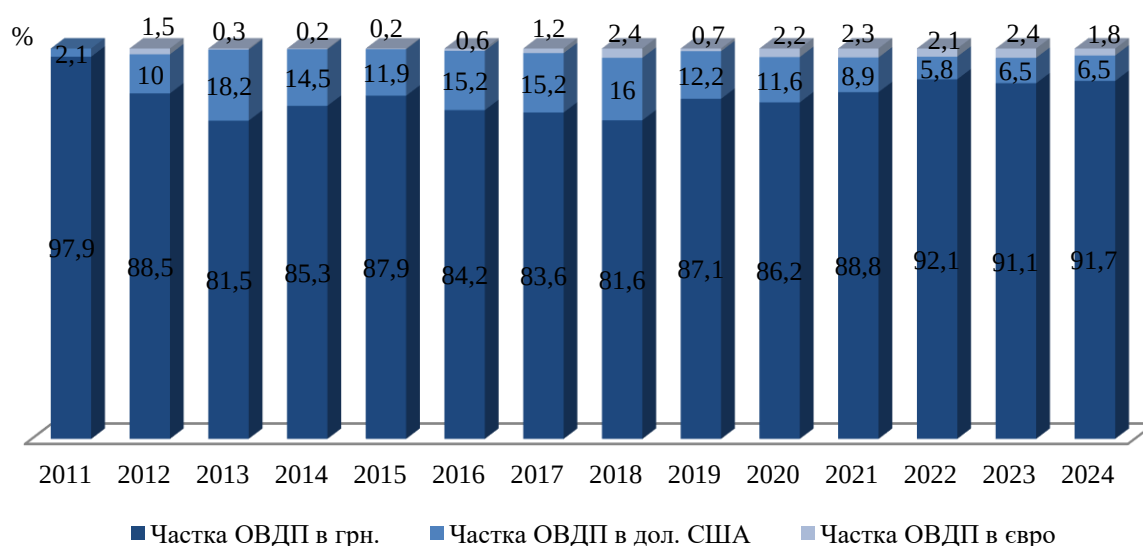


Рис. 2.11. Динаміка співвідношення ОВДП, які знаходяться в обігу у національній та іноземній валюті (дол. США та євро), 2011-2024 рр., %

Примітка. Побудовано автором за [19].

На нашу думку, у разі виникнення «валютного шоку» (дестабілізації курсу національної валюти) навантаження з виплати державного боргу не виглядає критичним зважаючи на наявний розподіл ОВДП в розрізі валют. На думку фахівців, на ринок ОВДП окрім «валютного шоку», може впливати «шок відсоткових ставок», який передбачає зсув вгору кривих доходностей як для внутрішнього, так і зовнішнього боргу та «шок умовних зобов'язань», який означає, що на стійкість фіскального сектора можуть негативно впливати ризики, пов'язані з виконанням незапланованих зобов'язань.

Необхідною умовою зменшення невизначеності на досліджуваному ринку, підвищення ринкового попиту на ОВДП та зміцнення довіри з боку інвесторів є досягнення макроекономічної стабільності (стабільного зростання, інфляції, відсотків та обмінних курсів). Окрім цього, потреби уряду у фінансуванні формують основу для випуску боргових зобов'язань, однак високий фіскальний дефіцит може спричинити нестійку траєкторію боргу, а фіскальні ризики, що виникають через умовні зобов'язання, можуть збільшити борг та пов'язані з цим вразливості, що призводитиме до підриву довіри до ринку ОВДП. Водночас, ліквідний і добре капіталізований фінансовий сектор відіграє важливу роль як інвестор і як посередник на борговому ринку. Надійність, зазвичай, оцінюється за достатністю капіталу, якістю активів, прибутками та ліквідністю. Будь-які ризики нестабільності фінансового сектора перешкоджатимуть здатності ефективного функціонування ринку ОВДП.

РОЗДІЛ 3

ОРІЄНТИРИ ПОЛІТИКИ ЩОДО РИНКУ ОВДП

Зростаюча залежність урядових витрат від ринкових джерел фінансування та більша схильність до фінансових ризиків внаслідок фінансової лібералізації сприяли появі нових можливостей та викликів для розвитку ринку боргових запозичень й, зокрема, ринку ОВДП. У такому фінансовому середовищі відбувається диверсифікація бази інвесторів, що може зменшити ризик рефінансування і з часом призвести до зниження вартості обслуговування боргу [47, с. 94]. Як засвідчує зарубіжний досвід, багато урядів покращили якість своєї макроекономічної та регуляторної політики, а також політики з управління державним боргом задля залучення нових інвесторів та ефективного управління ризиками, пов'язаними з появою нових ринкових фінансових інструментів.

Розвиток ринку державних облігацій ґрунтується, насамперед, на ринково-орієнтованій стратегії фінансування та надійній системі управління боргом, а не вирішенні технічних питань, таких як розвиток первинного ринку та побудова кривої доходності. Така стратегія передбачає дотримання урядом у своїй діяльності основних ринкових принципів фінансування, необхідність розробки стійкої емісійної стратегії та створення нормативно-правової бази для підтримки розвитку ринку. З боку уряду забезпечення адекватного механізму ринкового фінансування передбачає дотримання ринкової дисципліни, створення умов для широкого доступу до ринку усіх бажаючих придбати боргові інструменти, а також вжиття заходів задля того, щоб випуск державних боргових зобов'язань та операції з ними були прозорими й викликали довіру у інвесторів. Незалежно від того, хто є покупцем державних цінних паперів (центральный банк, комерційний банк, інша організація), і як здійснюється їх продаж (через аукціони, андеррайтинг), їх ціна повинна відповідати ринковим умовам, що означає оцінку боргових інструментів за ринковими ставками.

Ринкове фінансування державних запозичень означає припинення урядом запозичень у центрального банку, а також скасування вимог, які змушують

комерційні банки та інші кептивні (з англ. captive – несамостійний) установи (зокрема, компанії, створені промисловими, торговельними, банківськими та іншими структурами з метою задоволення їхніх потреб у страхових послугах) надавати кредити уряду за ставками, нижчими, аніж ринкові [47, с. 95]. Уряд повинен вдаватись до ретельного аналізу стану ліквідності ринку, обсяги цінних паперів, випущених у неринковій формі, та відсоткову ставку, за якою сплачуватиме борги. Головним викликом для уряду в аспекті виконання зобов'язань щодо ринкового ціноутворення на випуски державних облігацій є ймовірне збільшення його витрат на обслуговування боргу, зумовлене ринковим фінансуванням. Це може призвести до політичного тиску з метою продовження використання субсидованого фінансування через обов'язкове регулювання інвестицій або запозичення у центрального банку за ставками, нижчими від ринкових. За таких умов формуватимуться бар'єри на шляху подальшого розвитку ринку державних боргових інструментів, оскільки інвестори відчуватимуть брак прихильності уряду до механізму ринкового фінансування.

Заходи, які забезпечують широкий доступ до ринку державних цінних паперів та справедливе й рівноправне ставлення до інвесторів, є важливими з точки зору завоювання довіри інвесторів та зниження вартості державних запозичень. Забезпечення широкого доступу економічних агентів до досліджуваного ринку криється у розумінні джерел попиту на державні боргові інструменти та перегляду з боку уряду характеру бар'єрів, які перешкоджають входженню на ринок різних типів інвесторів. Дотримання принципу справедливості при випуску державних цінних паперів означає забезпечення рівних умов для всіх учасників ринку і відсутність прагнення отримати вигоду, використовуючи інсайдерську інформацію, наприклад, бюджетну інформацію, яка відсутня у публічному доступі. Одним з інструментів підвищення довіри з боку інвесторів до досліджуваного ринку є надання інформації щодо термінів (графіків) проведення аукціонів та інших емісійних заходів (з певними відхиленнями у виняткових випадках, наприклад, суттєвої зміни бюджетної ситуації) [47, с. 96]. Регуляторні заходи уряду також повинні запобігати появі

кептивних інвесторів, дії яких можуть спотворювати механізм ціноутворення. Створення рівних умов на ринку вимагає запровадження чітких, прозорих та справедливих правил і норм, призначених для усіх учасників ринку. Лише у такий спосіб можна побудувати стійку довіру між інвесторами й посередниками та розширити ємність ринку. Регулярність розкриття інформації щодо характеру боргових зобов'язань уряду має важливе значення для подолання невизначеності при прийнятті інвестиційних рішень суб'єктами ринку. Одним із каталізаторів фінансової кризи в Мексиці в середині 1990-х років, якраз й була різка втрата довіри до ринку, зумовлена нездатністю уряду надати адекватну інформацію щодо випуску державних цінних паперів у прив'язці до долара США. Важливою особливістю ринково-орієнтованої стратегії є двосторонній характер інформаційного процесу між емітентом ОВДП та ринком. З одного боку, уряд повинен враховувати думку інвесторів та маркет-мейкерів щодо шляхів підвищення ефективності та відкритості фінансових ринків, а з іншого, – надавати інформацію стосовно цілей управління боргом, боргової стратегії, поточних та прогнозованих потреб у запозиченнях, а також механізму продажу державних цінних паперів. Довіра до управління державним боргом визначається якістю отриманої інформації, досягнення якої можливе лише за наявності управлінських інформаційних систем і процесів, які контролюють невідповідності та покладають відповідальність за надані дані на установи-джерела, та залежить від набору загальноприйнятих правил бухгалтерського обліку, які максимально відповідають міжнародним стандартам.

Основою будь-якої програми сталого управління державним боргом є прозора, гнучка та ефективна середньострокова емісійна стратегія, яка повинна узгоджуватись з макроекономічними параметрами та відображати цільовий орієнтир, що піддається вимірюванню, задля встановлення чіткої підзвітності. Стратегія має ґрунтуватися на комплексній оцінці поточної практики управління боргом і, за можливості, сприяти усуненню основних недоліків з урахуванням послідовності ключових заходів та термінів їх реалізації.

Стратегія розвитку досліджуваного ринку повинна обговорюватись з його учасниками та підпорядковуватись кільком важливим принципам [47, с. 99]:

по-перше, макроекономічна політика має узгоджуватись з деномінацією нових випусків цінних паперів (наприклад, якщо нерезиденти є частиною цільової бази інвесторів, питання рахунку руху капіталу (наприклад, конвертованість), як і питання оподаткування (наприклад, угоди стосовно уникнення подвійного оподаткування) повинні з'ясовуватись до початку нової емісії);

по-друге, розподіл ризиків за ринковими ставками забезпечує можливості емісії державних облігацій з поступово зростаючими ризиками;

по-третє, при розробці нових фінансових інструментів важливо враховувати потреби інституційних інвесторів, інакше ринки ставатимуть фрагментованими, а сегменти – кептивними, що призводитиме до зниження внутрішніх заощаджень та / або відтоку капіталу.

Стратегічні орієнтири портфеля ОВДП можуть слугувати ефективним інструментом при виборі емісійних стратегій та в управлінні державним боргом. Цінні папери відображають бажану (з точки зору уряду) структуру портфеля із врахуванням його переваг щодо вартості / ризику, горизонту управління боргом, потреб в запозиченнях, обмежень, накладених ринковою кон'юнктурою, вибору інструментів та міркувань щодо розвитку ринку. Еталонний портфель може періодично коригуватися під впливом змін ринкових умов та державної політики. Він визначає напрямки управління боргом і забезпечує основу для оцінки альтернативних стратегій емісії, спрямовуючи боргового менеджера на наближення до стратегічного еталонного портфеля [47, с. 100].

ОВДП дійсно допомагають державі та обороноздатності країни, адже вони є простим способом швидкого отримання коштів задля покриття поточних витрат. Однак збільшення пропозиції ОВДП може мати й негативні наслідки. ОВДП репрезентує запозичення держави у своїх домогосподарств та бізнесу, які рано чи пізно потрібно буде повертати, і повертати з відсотками. Але, оскільки держава отримані кошти від розміщення ОВДП не інвестує у бізнес, який забезпечує надприбутки, а витрачає на покриття поточних та військових витрат, то при

поточному дефіциті бюджету задля повернення по ОВДП більшої частини, ніж запозичена, держава змушена буде або ж девальвувати гривню (допомога від партнерів в Україну надходить у валюті), або ж вдаватися до грошової емісії для погашення боргів по ОВДП. Звісно, частина коштів від розміщених ОВДП інвестується у виробництво продукції для військових потреб (дронів, ракет тощо), що водночас забезпечує появу додаткових робочих місць і зростання податкових надходжень до бюджету. Однак, враховуючи той факт, що закупівлю військової продукції забезпечує держава, то у певний момент буде досягнуто критичної точки, коли запозичувати через ОВДП більше не вдасться, бо не буде з чого повертати, і не буде у кого позичати. Так, у проекті державного бюджету на 2025 рік Міністерством фінансів України закладено обсяг залучень від продажу ОВДП всього лише у розмірі 17 млрд грн. (579 млрд грн. залучень проти 562 млрд грн. погашень), що засвідчує вичерпність можливостей держави на внутрішньому ринку (наближення до граничних можливостей із залучення ОВДП) [12]. На думку аналітиків, випуск державних облігацій є сприятливим рішенням у короткостроковій перспективі задля покриття наявних фінансових потреб.

Однією з проблем функціонування ринку ОВДП в Україні наразі є поведінка комерційних банків, які в умовах війни неохоче вдаються до надання кредитів суб'єктам господарювання, а більшою мірою схиляються до купівлі ОВДП. Застереженням щодо надання банківських кредитів слугує вірогідність зростання неповернень з огляду на зниження рівня доходів домогосподарств та бізнесу. На нашу думку, можна дійти висновку щодо виникнення певної «патової» ситуації: банки залучають кошти на депозити, купують ОВДП, які забезпечують можливості отримання безризикового доходу, а кредитування бізнесу здійснюють лише за державними програмами (наприклад, 5-7-9, «енергокредити»). Така ситуація може призвести до виникнення дисбалансу між ОВДП, депозитами та кредитуванням економіки. Внаслідок девальвації гривні і зростання податкового навантаження попит домогосподарств на гривневі депозити скорочуватиметься, у той час як на ОВДП або валюту (зокрема, долари США), навпаки, підвищуватиметься, що, водночас, ще більше девальвуватиме

гривню і звужуватиме можливості кредитування суб'єктів бізнесу. Відповідно вимоги до бізнесу, як до позичальника, посилюватимуться. Проблема не в збільшенні обсягів ОВДП у власності фізичних осіб (їх частка становить 4,2% від загальної кількості ОВДП станом на початок 2025 року), а в тому, що банки знижують кредитну активність. Відтік депозитів викличе зменшення податкових надходжень до бюджету і скорочення активного кредитування, що у підсумку негативно вплине на стабільність економіки нашої держави.

Досвід багатьох країн засвідчує, що підвищення довіри до держави як емітента державних боргових зобов'язань та розвиток ефективного ринку державних облігацій може бути складним і тривалим процесом, який вимагає великої кількості скоординованих дій [47, с. 114]. Незважаючи на зміни в політичних настроях та кризові явища на фінансовому ринку, які можуть негативно вплинути на функціонування ринку державних боргових зобов'язань, вигоди від його розвитку, як і міцна репутація емітента, як правило, суттєво переважають витрати на пристосування. Уряд у цьому процесі відіграє роль каталізатора, що виявляється у розробці комплексної стратегії за участі центрального банку, відповідних регуляторних органів та учасників ринку.

Загалом ефективне функціонування досліджуваного ринку можливе за умови реалізації державою проактивного підходу, який передбачає:

- наявність первинного ринку, який забезпечує належну концентрацію цінних паперів (регулярність та взаємозамінність) та ефективний їх розподіл;
- наявність міждилерських брокерів, які сприяють здійсненню великих транзакцій між посередниками або між посередниками та інституційними інвесторами;
- сприяння розвитку ефективної та безпечної інфраструктури, яка уможливорює швидкість та надійність здійснення відповідних операцій;
- активну підтримку конкурентного середовища серед посередників;
- сприяння належному потоку інформації та розвитку транзакційних зв'язків між різними сегментами ринку.

У кожній з вищезазначених сфер держава здатна сприяти та підтримувати розвиток ефективних ринкових практик.

Важливо відзначити, що розвинутий ринок державних боргових цінних паперів, зокрема ОВДП, створює можливості для використання фінансових ресурсів домашніх господарств та інших економічних агентів з метою забезпечення інвестиційних заходів [3]. Однак ефективність функціонування досліджуваного ринку залежить від виконання низки умов (рис. 3.1).

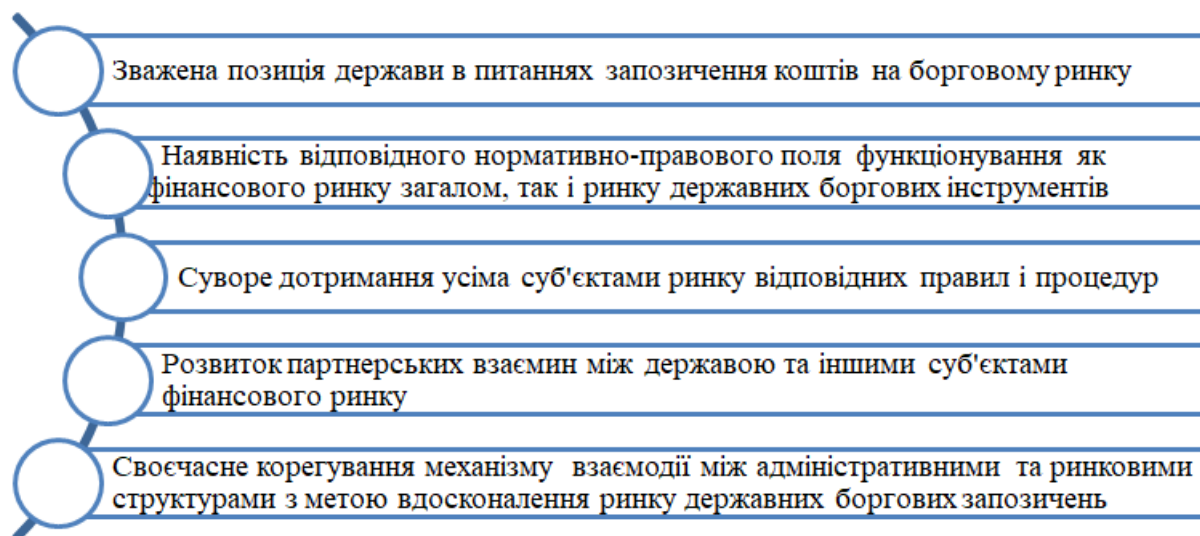


Рис. 3.1. Умови ефективного функціонування ринку державних боргових запозичень

Примітка. Побудовано автором за [11].

Важливість розвитку ринку державних цінних паперів, й зокрема ОВДП, полягає у їх системоутворюючій функції. Тобто ефективний ринок, на якому торгуються державні цінні папери з різними термінами погашення, забезпечує можливість побудови кривої доходності, яка є орієнтиром для всього ринку боргових фінансових інструментів, а також принципом адекватного ціноутворення на ринку корпоративних цінних паперів. За відсутності ризику, пов'язаного з державними цінними паперами, їх ринкові ціни стають своєрідною точкою відліку для побудови кривої доходності, яка точно відображає доходність за нульового ризику для різних термінів погашення [2].

Глибокий і ліквідний ринок державних облігацій може підвищити фінансову стабільність, краще поглинаючи періодичні ринкові стреси, які

спричиняють екстремальні коливання цін, і обмежити фінансові викривлення, що підвищують системну вразливість. І навпаки, неліквідний ринок здатний посилити вплив шоків, спричиняючи значні цінові зміни, нестабільні цінові очікування та більший ризик розповсюдження шоків на інші сегменти ринку. Неліквідні ринки у стресові періоди можуть негативно впливати на фінансову стабільність, зменшуючи як здатність економічних агентів управляти ризиками, так і здатність органів влади контролювати ризики.

Активне функціонування внутрішнього боргового ринку є важливою умовою забезпечення макрофінансової стійкості, оскільки, з одного боку, запобігає емісійному фінансуванню дефіциту державного бюджету, а з іншого, є інструментом покращення строковості коштів у банківській системі, мінімізації ризиків для валютного ринку та забезпечення цінової стабільності [17]. В умовах війни ринок ОВДП в Україні активізувався завдяки низці переваг, яку забезпечують державні цінні папери, а саме: надійність та стабільність фінансового інструменту, можливість отримання фіксованого відсоткового доходу упродовж терміну облігації, легкість здійснення операцій з купівлі-продажу на фінансовому ринку, діапазон строків погашення, що відповідає стратегіям та потребам інвесторів, приваблення зовнішніх інвестицій, що є важливим для забезпечення фінансової стійкості та відновлення країни [34, с. 109].

Підтвердженням активного розвитку ринку ОВДП слугує продаж військових облігацій, найбільший обсяг яких сконцентрований банками (первинними дилерами), за яким слідує портфель у власності українських громадян та бізнесу. Одним із чинників зростання попиту у цьому сегменті ринку ОВДП є скасування більшістю фінансових компаній комісії за проведення торговельних та депозитарних операцій, що сприяє розширенню кола інвесторів, які мають бажання придбати військові облігації. Хоча інвестори й купують їх через первинних дилерів або брокерів, взаємовідносини виникають з державою, оскільки ОВДП підтверджують зобов'язання саме держави виплатити їх пред'явникам номінальну вартість фінансового інструмента та отриманий дохід.

Брокери ж забезпечують виконання сервісної функції (спрямовують кошти від інвестора до держави, відкривають інвесторам рахунки, на яких зберігаються придбані ними цінні папери) (рис. 3.2). Варто зауважити, що держава активно продовжує розвивати досліджуваний ринок, щоразу спрощуючи процес придбання цінних паперів. Зокрема, від початку повномасштабного вторгнення росії на територію України нашою державою створені можливості для купівлі облігацій через мобільний застосунок «Дія», що не передбачає необхідності відкриття депозитарного рахунку. Налаштування розділу «Військові облігації» уможлиблює перегляд доступних пропозицій та підтвердження придбання обраного фінансового інструменту через під'єднаний банк. Практика військових облігацій загалом засвідчує готовність громадян кредитувати державу. Популяризація й надалі такого виду заощадження коштів та одночасного їх інвестування не тільки сприятиме підвищенню рівня фінансової грамотності домогосподарств та покращенню навичок управління власними фінансовими ресурсами, а й забезпечить додаткове надходження коштів до державного бюджету.

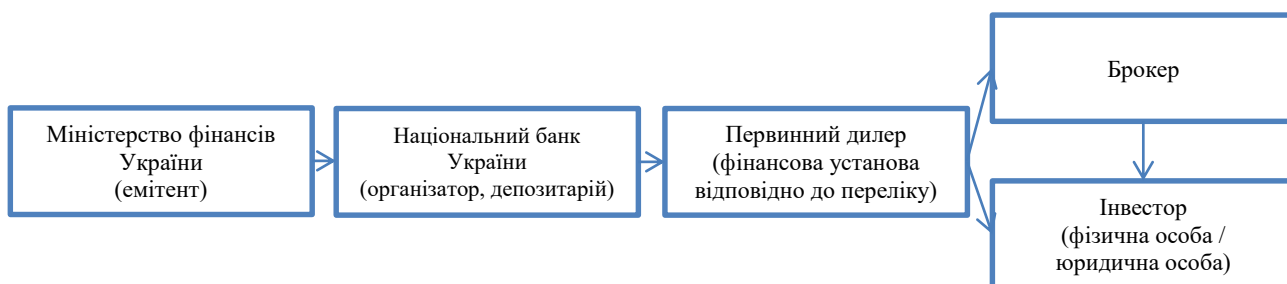


Рис. 3.2. Механізм розміщення військових облігацій [10]

На нашу думку, ОВДП, й зокрема військові ОВДП, в найближчій перспективі продовжуватимуть користуватися попитом серед різних категорій покупців (домогосподарств, професійних інвесторів, інвестиційних компаній, представників великого бізнесу), що зумовлено низкою причин, а саме: надійністю, вищою доходністю у порівнянні з іншими інвестиційними можливостями, податковими пільгами, гнучкістю термінів вкладень, доступністю, зручністю придбання та як дієвий спосіб підтримки економіки країни. За даними української інвестиційної компанії ICU, під час війни спостерігається чіткий

тренд реінвестування коштів у нові облигації. Якщо до початку повномасштабного вторгнення при погашенні цінних паперів виведення клієнтами коштів становило 30%, а реінвестиції у нові облигації, відповідно, – 70%, то, зокрема у березні 2023 року, клієнти ІСУ реінвестували у нові фінансові інструменти 85%, натомість вивели – 15% [5]. Примітно, що інвестори, які зберігають великі суми в цінних паперах, зазвичай після погашення ОВДП, майже у повному обсязі реінвестують кошти у нові цінні папери.

Важливим орієнтиром політики щодо ринку ОВДП в Україні є активізація зусиль із залучення міжнародних інвесторів. Цей процес розпочався з валютної лібералізації, створення інституту номінального держателя (2018 р.) та налагодження взаємодії з Clearstream (2019 р.), що усунуло для іноземних установ необхідність використання послуг місцевого зберігача [31]. Окрім цього, завдяки налагодження комунікацій з українськими та іноземними інвесторами та проведення аукціонів на основі ринкової відсоткової ставки, значно покращилась практика їх проведення.

Важливим в контексті досліджуваної проблеми вбачається завдання щодо консолідації зусиль Міністерства фінансів України та Світового банку в напрямку посилення інституційної спроможності Департаменту боргової політики в сфері фінансування та управління ризиками. З-поміж першочергових завдань варто виділити:

- зниження валютного ризику шляхом збільшення частки облигацій у національній валюті;
- забезпечення керованості ризиком рефінансування шляхом збільшення обсягів та строків погашення гривневих облигацій-орієнтирів;
- розбудова спроможності здійснювати діяльність на міжнародному ринку шляхом підтримки випусків на ринках капіталу та відносин з інвесторами [31].

Перспективними напрямками розвитку ринку ОВДП, на нашу думку, також є: забезпечення стабільності його функціонування через встановлення граничного обсягу ОВДП в активах НБУ; здійснення цільових випусків ОВДП під конкретні інвестиційні програми, що може збільшити привабливість боргових інструментів

та зменшити частку запозичень для покриття дефіциту державного бюджету; розширення бази небанківських інституційних інвесторів.

Дієвим напрямком покращення функціонування ринку ОВДП після війни стане розвиток фондового ринку як механізму порядку розміщення державних боргових інструментів та розширення бази інвесторів. З огляду на широкий спектр державних боргових інструментів важливо забезпечити реалізацію конкретних заходів з метою підвищення зацікавленості, зокрема серед населення, в розміщенні вільних коштів у ОВДП. Ними можуть бути: розробка маркетингової стратегії, спрямованої на популяризацію державних цінних паперів; забезпечення підтримки банківських програм щодо перепродажу ОВДП фізичним особам; запровадження конкретних програм, які реалізовуватимуться за допомогою інвестицій у державні цінні папери (вирішення проблем пенсійного забезпечення, майбутня конвертація коштів, вкладених у ОВДП, в оплату за навчання у закладах вищої освіти тощо) [31, с. 276]. Основна мета подібних заходів полягає у підвищенні рівня довіри інвесторів до ринку ОВДП України, що є наразі другим за обсягами (після отримання міжнародної допомоги) джерелом фінансування дефіциту державного бюджету.

Виходячи з вищенаведеного аналізу динаміки та структури досліджуваного ринку (див. § 2.1 даної кваліфікаційної роботи), можемо дійти висновку щодо доцільності підвищення активності на ринку ОВДП з боку місцевих територіальних громад, що забезпечило б підвищення ефективності використання тимчасово вільних коштів місцевих бюджетів. У 2019 році Міністерством фінансів України було оприлюднено відповідне «роз'яснення щодо розміщення тимчасово вільних коштів місцевих бюджетів міст обласного значення та ОТГ шляхом придбання ОВДП» [29], яке регулюється Постановою Кабінету Міністрів України «Про затвердження Порядку розміщення тимчасово вільних коштів місцевих бюджетів шляхом придбання державних цінних паперів» (№ 544 від 23 травня 2018 року) [27]. Згодом, маючи намір заохотити місцеві органи влади акумулювати частину невикористаних залишків у військових облігаціях, уряд ухвалив Постанову «Про внесення змін до Порядку виконання повноважень

Державною казначейською службою в особливому режимі в умовах воєнного стану» (№ 523 від 19 травня 2023 року) [25], згідно з якою «громади можуть розміщувати кошти на строкових депозитах тільки у випадку придбання державних цінних паперів на суму в розмірі 50% від загального обсягу коштів, які розміщуються на депозитах» [8]. Однак, очікуваного зростання участі територіальних громад у фінансуванні видатків державного бюджету за рахунок придбання ОВДП не відбулося, навпаки, вклади останніх, зокрема у військові облігації упродовж червня-вересня 2023 року зменшилися із 3,5 млрд грн. до 2,3 млрд грн. [8].

Повоєнне відновлення України здійснюватиметься з урахуванням дотримання зобов'язань щодо реалізації «Європейського зеленого курсу» (рис. 3.3) на засадах «зелених» фінансів, що не лише передбачатиме необхідність перегляду підходів до бюджетно-податкової політики, а й створення умов для розвитку ринку зелених облігацій, емітентами яких є держава, місцеві органи влади та суб'єкти господарювання.



Рис. 3.3. Європейська Зелена Угода

Примітка. Побудовано за [46].

Таким чином, політика щодо ринку ОВДП відрізняється багатоаспектністю напрямів реалізації, які загалом покликані сприяти розвитку стабільної та ефективної економіки.

ВИСНОВКИ

У ході дослідження, спрямованого на проведення аналізу державних запозичень на ринку ОВДП з урахуванням різного роду чинників впливу на динаміку, структуру досліджуваного ринку, його реакцію на монетарні та фіскальні шоки та обґрунтування орієнтирів політики щодо нього, нами зроблено певні висновки та сформульовано низку пропозицій:

1. Боргові ринки, слугуючи платформами для залучення капіталу урядами, корпораціями та іншими економічними суб'єктами через випуск різного роду боргових інструментів, підпорядковуються низці *специфічних* мотивів розвитку, пов'язаних з ефективним задоволенням конкретних потреб у запозиченнях (фінансування дефіциту державного бюджету, потреба у стерилізації значних припливів капіталу, фінансування специфічних приватних потреб), а також *загальних* мотивів, зумовлених необхідністю підвищення ефективності функціонування фінансових ринків шляхом формування ринкових відсоткових ставок, уникнення концентрації посередництва виключно на банківській системі та сприяння реалізації монетарної політики.

2. Одним із важливих інструментів при здійсненні аналізу боргових ринків, зокрема ринку ОВДП, є «крива доходності», яка відображаючи доходність (відсоткові ставки) однакових за кредитною якістю, але різних за термінами погашення боргових інструментів (облігацій), уможливорює передбачення напрямку відсоткових ставок, економічного зростання чи спаду, інфляції, що слугує підґрунтям для прийняття подальших інвестиційних рішень. На криву доходності впливають макроекономічні та глобальні фактори, з-поміж яких варто виділити: монетарну політику центрального банку, рівень інфляції, економічне зростання, очікування рецесії, рівень державного боргу, кредитоспроможність уряду, рівень зайнятості та споживання, геополітична та фінансова стабільність, глобальна ліквідність, валютний курс. Траєкторія кривої доходності є результатом очікувань ринку, які відображають зміни, насамперед, в ключових макроекономічних параметрах (інфляції, стані економіки, монетарній політиці).

3. Прийняття боргових рішень уряду на ринках запозичень, зокрема на ринку ОВДП, передбачає дотримання кількох важливих принципів, а саме: забезпечення широкого доступу до ринку, взаємодія уряду з суб'єктами ринку на засадах справедливості та прозорості. Реалізація цих принципів уможлиблюється шляхом розробки довгострокової стратегії фінансування, важливими елементами якої мають бути випуск ринкових інструментів за ринковими цінами, ліквідація кептивних джерел запозичень, підтримка розвитку ефективної ринкової інфраструктури та надійних регуляторних практик. Скоординовані дії менеджерів державного боргу, фіскальних органів та центрального банку є критично важливими з огляду на забезпечення можливостей більш ефективного управління ліквідністю з боку уряду, що призводитиме до розробки стратегії емісії, яка сприятиме підвищенню ліквідності низки цінних паперів-еталонів, довірі інвесторів та зміцненню розвитку ринку облігацій.

4. Дослідження динаміки ринку ОВДП показало, що в умовах зниження кредитного рейтингу України на фінансовому ринку відбулося зміщення орієнтирів державної політики у бік внутрішніх запозичень. Строкатість значень в обсягах розміщення ОВДП на первинному ринку та коштах, залучених до державного бюджету за період 2008-2024 років, з'ясована на основі офіційних даних Національного банку України та Міністерства фінансів України, в цілому відображає позитивну динаміку досліджуваного ринку. Ця тенденція стосується як гривневих ОВДП, так і ОВДП в іноземній валюті (дол. США та євро), хоча останні за обсягами є суттєво нижчими, що ймовірно, зумовлено впливом валютних ризиків, пов'язаних зі зростанням обмінного курсу та військовою агресією росії. В розрізі строкової структури державних запозичень більшість з них відповідають терміну від 1 до 3-х років, водночас найменшими за обсягами є запозичення терміном понад 5 років. Причини такого розподілу криються у нестабільності економічної ситуації в країні.

5. У ході дослідження виявлено зростання, починаючи з березня 2022 року, обсягів розміщення військових облігацій (різновиду ОВДП), які є інвестиційним інструментом підтримки державного бюджету, призначеним для покриття потреб

ЗСУ та держави у воєнний час. Окрім цього, військові облігації – це приваблива альтернатива для фізичних осіб та суб'єктів господарювання щодо придбання безризикових гривневих фінансових інструментів з високою доходністю та гнучкою строковістю, що сприяє захисту гривневих заощаджень від інфляції.

6. Аналіз структури власників ОВДП на вітчизняному досліджуваному ринку за період 2008 – поч. 2025 років показав переважаючу роль Національного банку України та банківських установ (83,0%), що підтверджує висновок стосовно використання даного виду цінних паперів, насамперед, як важеля фінансового регулювання і певну їх недооцінку як інвестиційного ресурсу.

7. Побудова кривих доходностей ОВДП у розрізі термінів їх погашення за період 2009-2024 років продемонструвала невідповідність класичним траєкторіям їх руху з огляду на те, що не завжди довші за термінами погашення облігації характеризуються вищою доходністю (рівнем відсоткової ставки). Очевидно, що причинами нестандартності траєкторій кривих доходностей на ринку ОВДП слугують: інфляційні процеси, економічні кризи, зокрема Covid-19, військова агресія на сході України 2014 року, повномасштабне вторгнення росії на територію України, що супроводжується високим ступенем невизначеності щодо розвитку досліджуваного ринку.

8. Стосовно реакції ринку ОВДП на монетарні та фінансові шоки нами, зокрема, виявлено вплив зміни розміру облікової ставки НБУ на зміну динаміки доходності ОВДП, номінованих у гривні. Значення коефіцієнта кореляції Пірсона (0,93), яке розраховане нами на основі помісячних значень вищезазначених індикаторів з 2020 по 2024 роки, засвідчило наявність стійкого прямого взаємозв'язку між досліджуваними параметрами. Таким чином, зростання облікової ставки, зумовлюючи зростання доходності ОВДП, може підвищувати попит на цінні папери з боку резидентів, а також нерезидентів, завдяки яким забезпечується притік в країну іноземної валюти. За даних умов, при стабільній пропозиції гривні її позиції зміцнюватимуться, валютний курс укріплюватиметься, а інфляція знижуватиметься. Однак зниження облікової ставки НБУ (у випадку перебування інфляції у цільовому діапазоні) може

призвести до зворотних процесів.

9. Зростання бюджетного дефіциту в умовах воєнного стану стало імпульсом щодо розширення випуску ОВДП, до придбання яких насамперед долучається НБУ, фактично здійснюючи «монетарне фінансування» державного бюджету. Однак останнє, зумовлюючи підвищення показників ліквідності в економіці, що чинить тиск на обмінний курс, не є оптимальною формою фінансування, оскільки може негативно впливати на макрофінансову стабільність. У ході дослідження виявлено, що на ринок ОВДП, окрім монетарних та фіскальних шоків, можуть впливати: «валютний шок», «шок відсоткових ставок» та «шок умовних зобов'язань».

10. Підґрунтям розвитку ринку ОВДП є ринково-орієнтована стратегія фінансування та надійна система управління боргом, що передбачає дотримання урядом основних ринкових принципів фінансування, стійкої емісійної стратегії та удосконалення нормативно-правової бази регулювання досліджуваного ринку.

11. Орієнтиром політики щодо ринку ОВДП в Україні повинно стати підвищення довіри до уряду, як до емітента боргових зобов'язань, що уможлиблюється шляхом створення міцної інституційної основи з управління державним боргом, яка б забезпечувала чіткість цілей управління боргом та можливість керуватися ними при прийнятті відповідних рішень. Невизначеність серед інвесторів зменшуватиметься за умови виваженого фіскального управління та законодавчої бази, завдяки яким забезпечується контроль за величиною державного боргу та кількістю емітентів, а також надаються гарантії захисту з боку уряду, який несе відповідальність за операціями, укладеними від його імені, менеджерами державного боргу.

12. Важливими напрямками розвитку ринку ОВДП в Україні після війни, на нашу думку, є розширення бази інвесторів, зокрема, через залучення тимчасово вільних коштів фізичних осіб, місцевих територіальних громад та неінституційних інвесторів, а також забезпечення умов для імплементації провідних європейських практик.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Богдан Т. Як доступ до кредитів визначає рівень економічного зростання. *Економічна правда*. 2023. URL : <https://epravda.com.ua/rus/columns/2023/04/27/699542/>.
2. Богріновцева, Л., & Ключка, О. (2023). Особливості розвитку ринку державних боргових цінних паперів України. *Економіка та суспільство*, (53). DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-53-14>.
3. Вергелюк Ю. Ю. Використання ринкових джерел фінансування дефіциту державного бюджету в Україні. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». 2022. № 24(52). С. 84-89.
4. Габбард, Р. Глен. Гроші, фінансова система та економіка : підручник : пер. з англ. / Р. Глен Габбард. К. : КНЕУ, 2004. 889 с.
5. Грищенко Є. Основні тренди на ринку військових облігацій. *Delo.ua*. 7 квітня 2023. URL : <https://delo.ua/finance/pid-cas-povnomasstabnoyi-viini-rinok-viiskovix-obligacii-stav-po-spravznyomu-masovim-jevgeniya-grishhenko-icu-414489/>.
6. Гроші та кредит : підручник / М. І. Савлук, А. М. Мороз, І. М. Лазепко та ін.; за наук. ред. М. І. Савлука. 6-те вид., перероб. і доп. К. : КНЕУ, 2011. 589 с.
7. Доходність ОВДП на первинному ринку, щомісяця. НБУ. URL : <https://bank.gov.ua/ua/markets/primary-ovdp-chart>.
8. Жарикова А. У Мінфіні підраховали, скільки коштів з початку війни українці вклали в ОВДП. *Економічна правда*. 20 вересня 2023. URL : <https://epravda.com.ua/news/2023/09/20/704538/>.
9. Залишки на коррахунках банків. *Мінфін*. URL : <https://index.minfin.com.ua/ua/banks/corr/>.
10. Ізвеков В. Військові облігації – можливість кожному підтримати країну. *Юридична газета online*. 11.04.2022. URL : <https://yur-gazeta.com/dumka-eksperta/viyskovix-obligaciyi--mozhlivist-kozhnomu-pidtrimati-krayinu.html>.
11. Інноватика на фінансових ринках : [монографія] / за наук. ред. д.е.н., професора С. В. Онишко. Ірпінь : Університет ДФС України, 2018. 466 с.

12. Калашник П. Мінфін наблизився до граничних можливостей із залучення ОВДП. *Forbes*. 2024. URL : <https://forbes.ua/news/minfin-nablizivsya-do-granichnikh-mozhlivostey-iz-zaluchennya-ovdp-marchenko-24092024-23800>.

13. Козюк В. «Ефект витіснення» як наслідок державного боргу в перехідній економіці України. *Вісник ТАНГ*. 2000. Вип. 9. С. 132-137.

14. Козюк В. Крива дохідності і строковість ОВДП: чи усе гаразд із запозиченнями? *VoxUkraine*. 9 жовтня 2023 р. URL: <https://voxukraine.org/kryva-dohidnosti-i-strokovist-ovdp-chy-use-garazd-iz-zapozychennyamy>.

15. Крива дохідності як відображення вартості грошей у часі. НБУ: Процентний ризик банку. 2023. 22 с. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Protsentnyy_ryzyk_banku_19-05-2023.pdf?v=8.

16. Мединська Т. В., Боднарюк І. Л. Облігації внутрішньої державної позики як інструмент інвестування в економіку України в умовах війни. *Вісник Львівського торговельно-економічного університету. Економічні науки*. 2023. № 72. С. 48-59. DOI: <https://doi.org/10.32782/2522-1205-2023-72-06>.

17. НБУ. Статистика щодо продажу та погашення ОВДП. URL : <https://bank.gov.ua/ua/news/all/u-2024-rotsi-uryad-zaluchiv-vid-prodaju-ovdp-na-auksionah-mayje-640-mlrd-grn-v-ekvivalenti-a-zagalom-uprodovj-voyennogo-stanu--mayje-1-458-mlrd-grn-v-ekvivalenti>.

18. Облікова ставка НБУ. URL : <https://bank.gov.ua/ua/monetary/archive-rish>.

19. ОВДП, які знаходяться в обігу за номінально-амортизаційною вартістю. НБУ. URL : <https://bank.gov.ua/ua/markets/t-bills>.

20. ОВДП. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL : <https://mof.gov.ua/uk/ovdp>.

21. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. URL : <https://www.nssmc.gov.ua/>.

22. Перун В. НБУ: За 2023 рік уряд залучив від продажу військових облігацій 566 млрд грн. в еквіваленті. *LB.ua*, 2.01.2024: URL : https://lb.ua/economics/2024/01/02/591903_nbu_2023_rik_uryad_zaluchiv_vid.html.

23. Пивоваров С., Спірін Є. Україна випустила військові облигації задля підтримки армії, 12.05.2022. URL: <https://babel.ua/texts/78615-ukrajina-vipustila-viyskovi-obligaciji-zadlya-pidtrimki-armiji-a-tak-uzhe-htos-robiv-ranishe-i-ce-dopomagalo-u-viyni-shche-y-yak-i-borgi-povertali-ne-lishe-peremozhci-istoriya-v-arhivnih-foto>.

24. Портфельне інвестування : підручник / О. Г. Шевченко, Т. В. Майорова, О. М. Юркевич, С. В. Урванцева [та ін.] ; за наук. ред. О. Г. Шевченко, Т. В. Майорової. К. : КНЕУ, 2010. 407 с.

25. Про внесення змін до Порядку виконання повноважень Державною казначейською службою в особливому режимі в умовах воєнного стану : Постанова Кабінету Міністрів України від 19 травня 2023 року № 523. URL : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/590-2021-%D0%BF#n9>.

26. Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків : Закон України від 30.10.1996 р. № 488/96-ВР. URL : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80#Text>.

27. Про затвердження Порядку розміщення тимчасово вільних коштів місцевих бюджетів шляхом придбання державних цінних паперів : Постанова Кабінету Міністрів України від 23 травня 2018 року № 544. URL : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/544-2018-п#Text>.

28. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки : Закон України від 23.02.2006 р. у редакції від 03.01.2023 р. № 3480-IV. URL : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>.

29. Роз'яснення Міністерства фінансів України «Щодо розміщення тимчасово вільних коштів місцевих бюджетів». URL : https://auc.org.ua/sites/default/files/sectors/u-12041/lyst_na_oda.pdf.

30. Суторміна В. М. Фінанси зарубіжних корпорацій: Підручник. К. : КНЕУ, 2004. 566 с.

31. Тарасюк М. В., Тімошенко Н. М. Стан і перспективи розвитку інструментарію ринку державних цінних паперів в Україні. *Проблеми економіки*. 2018. №4(38). С. 271-277. DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-0712-2018-4-271-277>.

32. Фабоцці Ф. Управління інвестиціями: Пер. з англ. 2000. XXVIII, 932 с.
33. Федевич Л. С., Ливдар М. В. Облігації внутрішньої державної позики як інструмент для інвестицій та підтримки економіки України. *Modern Economics*. 2022. № 35(2022). С. 136–140. DOI: [https://doi.org/10.31521/modecon.V35\(2022\)-21](https://doi.org/10.31521/modecon.V35(2022)-21).
34. Хома І. Б., Дацко О. Р. Особливості діяльності вітчизняного ринку облігацій внутрішньої державної позики в умовах воєнного стану. *Modern Economics*. 2023. № 42. С. 105-110. DOI: [https://doi.org/10.31521/modecon.V42\(2023\)-15](https://doi.org/10.31521/modecon.V42(2023)-15).
35. Шпигоцька Н. Ефект витіснення та його вплив на масштаби кредитування економіки банківською системою України. *Світ фінансів*. 2015. С. 61-71.
36. Beers B. Which economic factors impact Treasury yields? Sep 10, 2019. URL : <https://www.investopedia.com/ask/answers/062315/which-economic-factors-impact-treasury-yields.asp>.
37. Bonds and the Yield Curve. URL: <https://www.rba.gov.au/education/resources/explainers/bonds-and-the-yield-curve.html>.
38. Developing Government Bond Markets. A Handbook. The World Bank, International Monetary Fund, 2001. 413 p.
39. Dewachter, H., Lyrio, M., & Maes, K. (2006). A joint model for the term structure of interest rates and the macroeconomy. *Journal of Applied Econometrics*, 21(4), 439-462. URL : <https://www.nber.org/system/files/chapters/c5372/c5372.pdf>.
40. Diebold, F. X., Piazzesi, M., & Rudebusch, G. D. (2005). Modeling bond yields in finance and macroeconomics. *American Economic Review*, 95(2), 415-420. DOI: <http://doi.org/10.1257/000282805774670194>.
41. Evans, C. L., & Marshall, D. A. (1997). Monetary policy and the term structure of nominal interest rates: evidence and theory. *Working Papers Series Macroeconomic Issues*. Research Department Federal Reserve Bank of Chicago, 62 p. URL : https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/frbchi/workingpapers/frbchi_workingpa

[per_1997-10.pdf](#).

42. Joslin, S., Pribsch, M., & Singleton, K. J. (2014). Risk premiums in dynamic term structure models with unspanned macro risks. *The Journal of Finance*, 69(3), 1197-1233. URL : https://faculty.marshall.usc.edu/Scott-Joslin/papers/JPS_JF.pdf.

43. Kung, H. (2015). Macroeconomic linkages between monetary policy and the term structure of interest rates. *Journal of Financial Economics*, 115(1), 42-57. URL : <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X14001901>.

44. Sensarma, R., & Bhattacharyya, I. (2016). Measuring monetary policy and its impact on the bond market of an emerging economy. *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 9(2), 109-130. URL : https://mpa.ub.uni-muenchen.de/81067/1/MPRA_paper_81067.pdf.

45. The development of bond markets in emerging economies (2002). *Bank for International Settlements (BIS)*. Papers No 11. 212 p.

46. The European Green Deal. Communication From The Commission. *European Commission*. Brussels, 2019. URL : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52019DC0640>.

47. World Bank; International Monetary Fund. 2001. Developing Government Bond Markets : A Handbook. Washington, DC. 413 p. URL : <https://openknowledge.worldbank.org/entities/publication/770a99b8-c704-5b39-96cd-54f162ac8053>.