

ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ОБЛІГАЦІЙ У КОНТЕКСТІ ОБСЛУГОВУВАННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ

© 2014 ПАВЛОВСЬКА Є. О.

УДК 336.763:336.27

Павловська Є. О. Тенденції розвитку ринку державних облигацій у контексті обслуговування державного боргу

Нерозвиненість ринку цінних паперів України призводить до стрімкого скорочення рівня конкурентоспроможності держави. За допомогою інструментів фондового ринку виникає можливість покрити бюджетний дефіцит. Найбільш результативним інструментом можуть стати державні облигації. У статті вивчені основні тенденції розвитку ринку державних облигацій та проаналізовані умови їх використання. Концепція функціонування облигацій внутрішніх державних позик включає мету, завдання, функції та критерії оптимізації з урахуванням впливу ендогенних та екзогенних факторів. Застосовуючи розроблену концепцію функціонування облигацій внутрішніх державних позик на підставі системного підходу, слід враховувати те, що розвиток ринку державних облигацій України неможливий без підвищення його ліквідності. Впровадження ефективних економічних реформ, зменшення податкового навантаження та отримані інвестиції з міжнародних ринків капіталу сприятиме розвитку ринку державних цінних паперів.

Ключові слова: ринок цінних паперів, облигації внутрішніх державних позик, державний борг.

Рис.: 3. **Табл.:** 3. **Бібл.:** 9.

Павловська Єлизавета Олександрівна – аспірантка, кафедра фінансів, Українська академія банківської справи Національного банку України (вул. Петропавлівська, 57, Суми, 40030, Україна)

E-mail: elizaveta-p@mail.ru

УДК 336.763:336.27

UDC 336.763:336.27

Павловская Е. А. Тенденции развития рынка государственных облигаций в контексте обслуживания государственного долга

Недостаточное развитие рынка ценных бумаг Украины приводит к стремительному сокращению уровня конкурентоспособности государства. С помощью инструментов фондового рынка возникает возможность покрыть бюджетный дефицит. Наиболее результативным инструментом могут стать государственные облигации. В статье изучены основные тенденции развития рынка государственных облигаций и проанализированы условия их использования. Концепция функционирования облигаций внутренних государственных займов включает цели, задачи, функции и критерии оптимизации с учетом влияния эндогенных и экзогенных факторов. Применяя разработанную концепцию функционирования облигаций внутренних государственных займов на основании системного подхода, следует учитывать то, что развитие рынка государственных облигаций Украины невозможно без повышения его ликвидности. Внедрение эффективных экономических реформ, снижение налоговой нагрузки и полученные инвестиции от международных рынков капитала будут способствовать развитию рынка государственных ценных бумаг.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, облигации внутренних государственных займов, государственный долг.

Рис.: 3. **Табл.:** 3. **Библ.:** 9.

Павловская Елизавета Александровна – аспирантка, кафедра финансов, Украинская академия банковского дела Национального банка Украины (ул. Петропавловская, 57, Сумы, 40030, Украина)

E-mail: elizaveta-p@mail.ru

Pavlovskaya E. O. State Bonds Market Trends in the Context of Servicing the Public Debt

The insufficient development of the securities market of Ukraine leads to a rapid decrease in the competitiveness of the State. It is possible also to cover the budget deficit by using the tools of stock market. The most effective tool can be the government bonds. In the article the main trends of development of the government bond market were explored and the conditions for their use were analyzed. The concept of bonds of the internal state loan includes goals, objectives, functions and optimization criteria, taking into account the influence of endogenous and exogenous factors. When applying the concept of bonds of the internal state loan based on a systematic approach, it should be borne in mind, that the development of the Ukrainian State bonds market is impossible without improving its liquidity. Introduction of the effective economic reforms, reduction of the tax burden and the investments received from the international capital markets will contribute to the development of the market of government securities.

Key words: stock market, bonds of the internal state loans, public debt.

Pic.: 3. **Tabl.:** 3. **Bibl.:** 9.

Pavlovskaya Elyzaveta O. – Postgraduate Student, Department of Finance, Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine (vul. Petropavlivska, 57, Sumy, 40030, Ukraine)

E-mail: elizaveta-p@mail.ru

В умовах фінансової нестабільності, особливо в такий складний для України період, необхідно, щоб функціонував і активно діяв фондовий ринок. Головна причина використання фінансових ресурсів – дефіцит бюджету. Збільшення рівня дефіциту бюджету спонукає до значного зростання державної заборгованості. Ефективним способом залучення фінансових ресурсів та їх перерозподілу з метою покриття бюджетного дефіциту є використання інструментів фондового ринку. Ключова роль державних облигацій полягає в побудові ефективної та дієвої бюджетної політики. Одним із головних інструментів державних запозичень є державні облигації, за допомогою яких фінансові ресурси залучаються на при-

нятних умовах. Нерозвиненість ринку цінних паперів України призводить до стрімкого скорочення рівня конкурентоспроможності держави. Зниження ймовірності в отриманні інвестицій з міжнародних ринків капіталу, скорочення обсягів акумуляції коштів внутрішніх інвесторів тягне за собою загрозу зменшення економічної безпеки країни. Державні облигації стануть результативним інструментом та будуть мати ефективний вплив на інвестиційні процеси лише в тому випадку, коли відбудеться прозоре та ефективне їх використання.

Основні складні етапи свого розвитку вітчизняний фондовий ринок пройшов, але все одно відстає від промислово розвинутих країн.

Метою написання статті є дослідження основних тенденцій розвитку ринку державних облігацій як основного інструмента державних запозичень, а також аналіз умов їх використання, з метою ефективного впливу на інвестиційні процеси в Україні.

Державний борг і внутрішню заборгованість держави досліджували світові вчені та провідні економісти. Українські науковці зробили вагомий внесок у дослідження функціонування внутрішнього державного ринку боргових цінних паперів і питання державної заборгованості, зокрема Г. Кучер [1], І. Школьник [2], О. Корнійчук [3].

Виникнення державного боргу в Україні безпосередньо пов'язано зі зростанням дефіциту державного бюджету та дефіциту платіжного балансу. Ключовим джерелом фінансування дефіциту бюджету виступають запозичення на внутрішньому ринку країни. Таким чином, під час залучення фінансових ресурсів на внутрішньому ринку і виникає внутрішній державний борг. Згідно із Законом України «Про державний внутрішній борг України» у статті 2 зазначено, що до складу державного внутрішнього боргу України входять позичання уряду України і позичання, здійсненні по безумовній гарантії Уряду, для забезпечення фінансування загальнодержавних програм [4].

Загальний фонд Державного бюджету України, починаючи з 2004 – 2013 рр., виконано з дефіцитом у результаті недоотримання запланованих доходів. За останні 10 років спостерігається незмінна тенденція до зростання дефіциту державного бюджету (табл. 1). Відповідно до проекту державного бюджету, складеного Кабінетом Міністрів України на 2014 р. порівняно з попереднім роком дефіцит державного бюджету повинен бути менше на 14,9%.

Внаслідок вагомих обсягів державних запозичень відбувається збільшення державного боргу України (рис. 1). Показник динаміки дефіциту бюджету України майже з кожним роком лише збільшується. Аналіз періоду з 2006 – 2013 рр. свідчить про те, що кожного року державний бюджет було виконано з дефіцитом. А також сума

дефіциту практично щорічно виходила за межі розміру, встановленого законом про державний бюджет. Прoslідується пряма залежність між нагромадженням державного боргу та зростанням бюджетного дефіциту.

Починаючи з 2010 р., зі зростанням обсягу державного і гарантованого державою боргу, зі збільшенням витрат державного бюджету на обслуговування та на погашення державного боргу, показники боргової безпеки почали зростати, хоча і знаходяться в межах безпечних значень.

Ринок державних цінних паперів виступає головним інструментом внутрішнього державного боргу України з метою залучення фінансових ресурсів для фінансування дефіциту державного бюджету. За допомогою ефективного внутрішнього ринку державних цінних паперів у держави виникає можливість за рахунок внутрішніх джерел задовольняти свої потреби у фінансуванні, тим самим уникаючи емісії грошей. Крім того, відбувається допомога в реалізації монетарної політики та створюються інструменти, необхідні для ефективного інвестування коштів пенсійних фондів. Для того, щоб усі ці дії були реальними та мали стабільний характер, постає важливе питання щодо розвитку ринку державних цінних паперів в Україні. Для цього необхідно, *по-перше*, розширити коло інвесторів; *по-друге*, кожного бюджетного року надавати суттєву перевагу внутрішньому державному боргу. Слід вдосконалити законодавчу та відповідно нормативно-правову бази з метою випуску зі змінною ставкою цінних паперів для II і III рівня потреб пенсійної системи. А також, за допомогою розміщення вільних залишків коштів, відповідно єдиного казначейського рахунку, слід покращити процес управління коштами. Таке покращення може відбутися за рахунок купівлі та продажу державних облігацій. Облігації внутрішньої державної позики (ОВДП) – це такі фінансові інструменти, які порівняно з іншими володіють стійким захистом для інвестора. Згідно із Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» ОВДП – державні цін-

Таблиця 1

Динаміка державного бюджету України у 2004 – 2013 рр., млн грн

Рік	Номинальний (млн грн)			У % до ВВП		
	Доходи	Видатки	Дефіцит (-), профіцит (+)	Доходи	Видатки	Дефіцит (-), профіцит (+)
2004	70 337,8	79 471,5	-10 216,5	20,4	23,0	-3,0
2005	105 330,2	112 975,9	-7 945,7	23,9	25,6	-1,8
2006	133 521,7	137 108,1	-3 776,6	24,5	25,2	-0,7
2007	165 939,2	174 254,3	-9 842,9	23,0	24,2	-1,4
2008	231 686,3	241 454,5	-12 500,7	24,4	25,5	-1,3
2009	209 700,3	242 437,2	-35 517,2	23,0	26,5	-3,9
2010	240 615,2	303 588,7	-64 265,5	22,2	28,0	-5,9
2011	314 616,9	333 459,5	-23 557,6	24,2	25,6	-1,8
2012	346 054,0	395 681,5	-53 445,2	23,7	27,1	-3,7
2013	339 180,3	403 403,2	-64 707,6			
Січень 2014	25 298,7	26 894,8	-1 606,7			

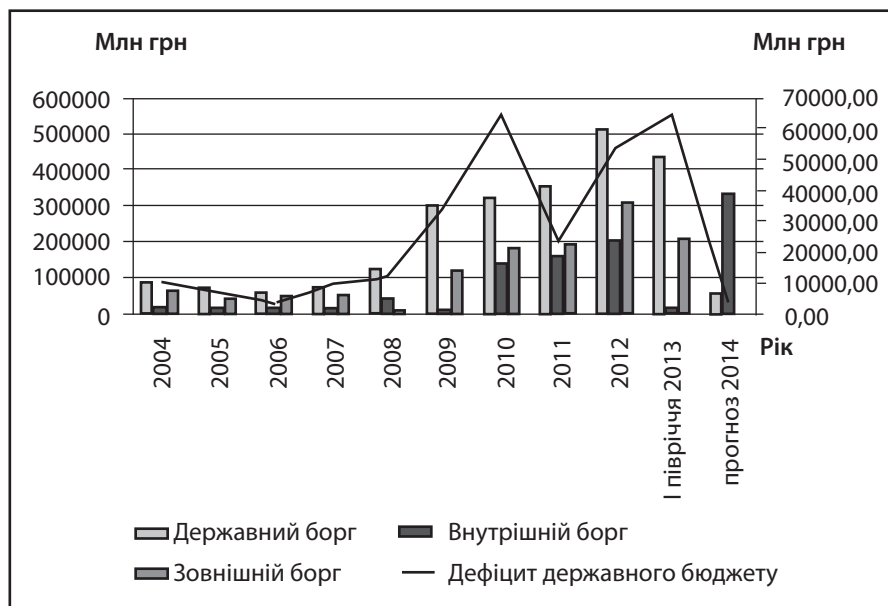


Рис. 1. Показники державної заборгованості України у 2004 – 2013 рр.

Джерело: розраховано автором за даними Рахункової палати України [5].

ні папери, що розміщуються виключно на внутрішньому фондовому ринку і підтверджують зобов'язання України щодо відшкодування пред'явникам цих облігацій їх номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій [6].

На підставі системного підходу розроблено концепцію функціонування облігацій внутрішніх державних позик України, яка включає постановку мети, завдань, функцій, використання критеріїв оптимізації з урахуванням впливу ендогенних та екзогенних факторів (рис. 2).

Таким чином, потенційне функціонування облігацій внутрішніх державних позик вимагає перспективних перетворень, реформування складових ринку, усунення перешкод, які заважають даному розвитку.

Слід чітко використовувати систему забезпечення, яка складається з інформаційної, законодавчої та нормативно-правової, а також організаційної.

До ендогенних факторів слід віднести:

- ✦ незадовільну макроекономічну ситуацію;
- ✦ низьку дохідність ОВДП;
- ✦ недостатнє законодавче регулювання;
- ✦ непрозору інформацію про обсяг торгів на біржовому ринку;
- ✦ недосконалість валютного регулювання;
- ✦ високі темпи інфляції.

Що стосується екзогенних факторів, то необхідно враховувати падіння світових фінансових індексів, а також наслідки світової фінансової кризи.

На організованому ринку України найбільшу частку загального обсягу торгів цінними паперами за 2011 р. склали державні облігації, а саме: 42,03 % від сукупного обсягу торгів (рис. 3).

За підсумками 2012 – 2013 рр. спостерігається зростання обсягів операцій з цінними паперами, шляхом поживлення активності на ринку державних облігацій. Так, наприклад, частка операцій у 2012 р. складала 68 %,

а в 2013 р. – 74 % від загального обсягу біржових контрактів. У січні – лютому 2014 р. за допомогою державних облігацій відбулося зростання обсягів торгів цінними паперами, відповідно ця частка складала 89,49 %. У 2012 р. абсолютним лідером на ринку державних облігацій стали ФБ ПФТС і ФБ «Перспектива» (табл. 2).

За допомогою випуску ОВДП Міністерству фінансів України вдається залучити кошти, враховуючи те, що розрив між розміщеними ОВДП і між обсягом запропонованих до розміщення у 2012 р. не спостерігалось (порівняно з 2009 – 2010 рр.). У 2013 р. тенденція останніх років продовжувалася, розриви були значно нижчими, ніж у 2010 – 2011 рр. Міністерством фінансів України у 2011 р. на суму 50259,86 млн грн було розміщено облігацій внутрішніх державних позик із середньозваженою дохідністю 9,17 % річних і на суму 412,95 млн дол. США із середньозваженою дохідністю 8,92 %. У 2012 р. ця сума складала 42947,83 млн грн із середньозваженою дохідністю 8,92 %, а також 2542,84 млн дол. США, 316,56 млн євро. У 2013 р. – 65221,01 млн грн із середньозваженою дохідністю 7,63 %, 5310,73 млн дол. США, 112,27 млн євро. У I кв. 2014 р. вартість залучення коштів до бюджету за рахунок ОВДП знаходилася приблизно на рівні 2013 р. За цей період було розміщено облігацій внутрішніх державних позик на суму 25279,36 млн грн і 199,73 млн дол. США. Таким чином, на первинному ринку дохідність ОВДП володіє нестабільним характером, а також за останні три роки середньозважена дохідність взагалі має тенденцію до зменшення, а саме: скоротилася на 1,54 %.

Як видно з аналізу за 2010 р., найбільшим попитом серед інвесторів користувалися ОВДП зі строком до одного року, а вже у 2013 р. ситуація на ринку і переваги дещо змінилися, інвестори активно почали використовувати ОВДП зі строком до п'яти років. Як засвідчує динаміка останніх трьох років, переважна частина ОВДП перебувала в обігу у власності НБУ та комерційних банків.

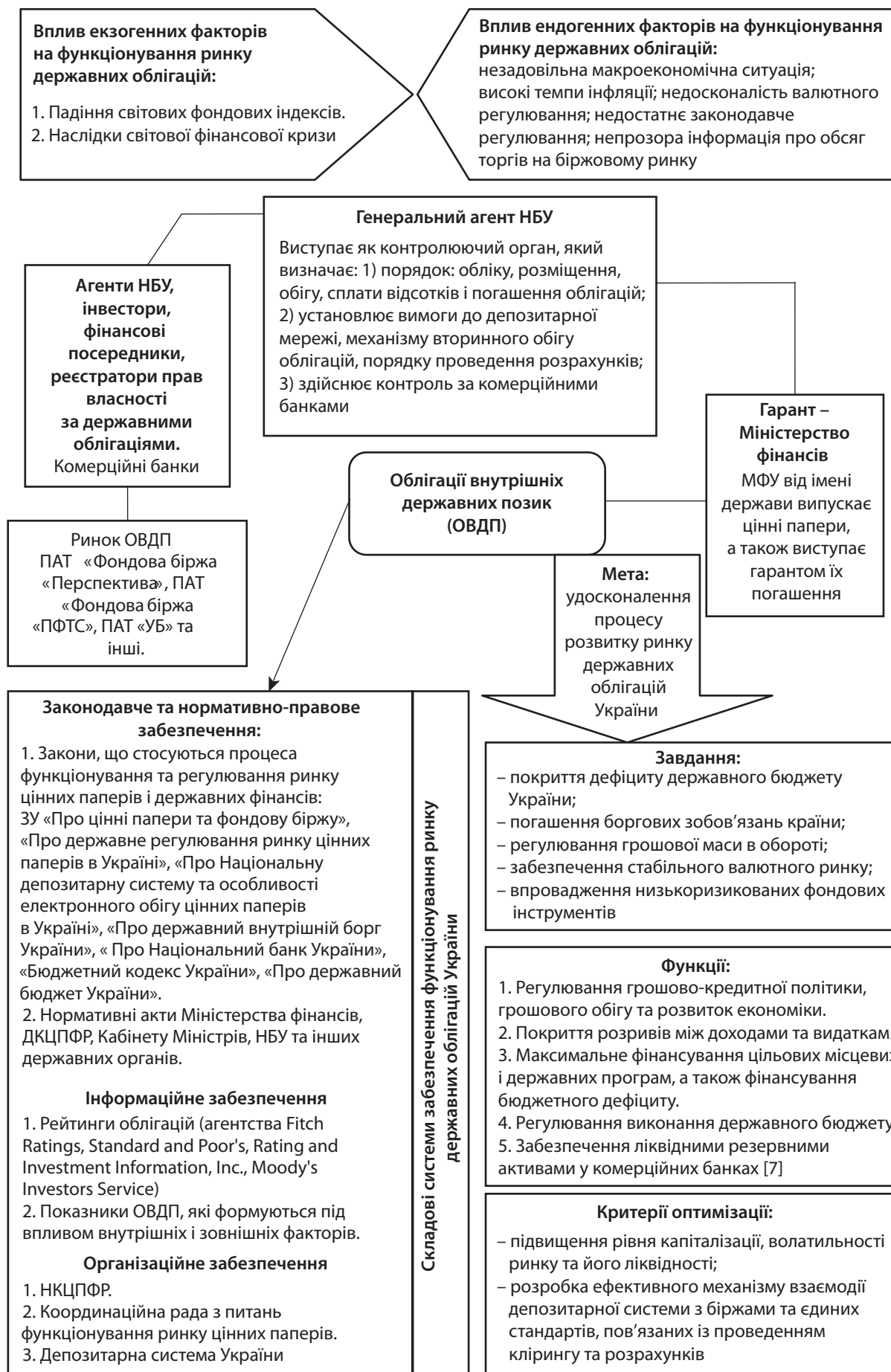


Рис. 2. Концепція функціонування облігацій внутрішніх державних позик України

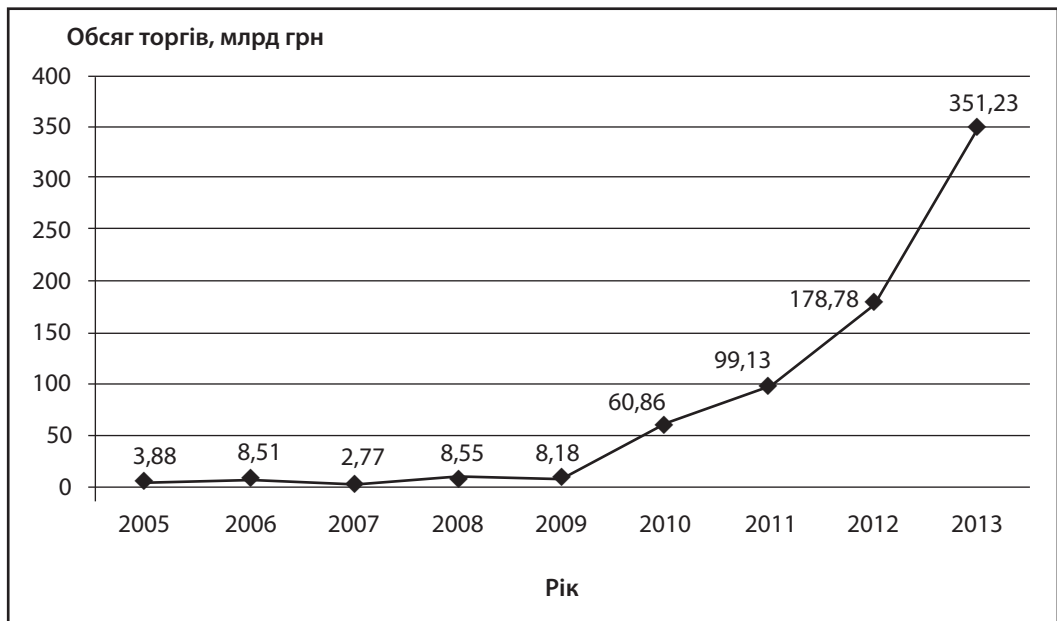


Рис. 3. Обсяги торгів на біржовому ринку України державними облігаціями протягом 2005 – 2013 рр., млрд грн
Джерело: складено автором на основі даних агентства «Рюрік» [8] і за даними Міністерства фінансів України [9].

Таблиця 2

Структура торгів державними облігаціями з 2009 – I кв. 2014 рр., %

Найменування	Рік					
	2009	2010	2011	2012	2013	I кв. 2014
Перспектива	3,62	10,33	–	58,91	80,39	83,93
ПФТС	93,75	89,27	76,85	41,05	19,53	16,05
УБ	–	0,40	22,50	0,04	–	0,02
УМВБ	2,62	–	–	–	–	–
Інші	–	–	0,65	–	0,07	–

Вторинний ринок облігацій внутрішньої державної позики відіграє важливу роль у розвитку фондового ринку країни та у формуванні системи портфельного інвестування.

У 2011 р. обсяг ОВДП у власності нерезидентів зменшився на 2,83% і став еквівалентний сумі 4663,95 млн грн. Порівняно з 2010 р. у власності нерезидентів обсяг ОВДП зріс на 10886,41 млн грн і склав 11369,57 млн грн. У 2012 р. обсяг торгів з ОВДП становив 73617,94 млн грн. Обсяг торгів на ринку облігацій за I кв. 2014 р. порівняно з I кв. 2013 р. збільшився майже в 1,2 рази.

Захищені державою цінні папери при досить високій доходності є більш надійними, особливо після світової фінансової кризи 2008 – 2009 рр. У портфелях комерційних банків у 2013 р. перебували державні облігації, вартість яких становила 81 млрд грн. Найчастіше банки використовують ОВДП як резерв під валютні депозити та як інструмент ліквідної застави під час операцій РЕПО.

За результатами дослідження інформаційного агентства Cbonds, за I кв. 2014 р. безумовним лідером за обсягами угод з ОВДП на біржовому та позабіржовому ринках були Ощадбанк, ІСУ, Укргазбанк (табл. 3).

Функціонування і подальший розвиток ринку державних облігацій України неможливі, якщо не буде вжи-

то заходів, спрямованих на підвищення його ліквідності. Впровадження економічних реформ, зменшення податкового навантаження, а також залучення інвестицій за допомогою фінансового капіталу країни сприяє швидкому розвитку ринку державних цінних паперів. Головним елементом у структурі внутрішнього державного боргу повинні бути середньо- та довгострокові зобов'язання, оскільки тоді буде можливим розподіл боргового навантаження між різними інвесторами в часі, а також відбудеться ефективне управління боргом. Тільки за цільовим призначенням повинні використовуватись фінансові ресурси, які були залучені державою завдяки випуску цінних паперів. Слід зазначити, що отримані фінансові ресурси повинні бути направлені лише на фінансування реальних інвестиційних проектів.

ВИСНОВКИ

Таким чином, ефективне функціонування ринку державних цінних паперів можливо лише тоді, коли повністю налагоджена діяльність первинного та вторинного ринків за рахунок підвищення їх ліквідності та за допомогою розширення кількості видів фінансових інструментів на них. Також доречним було б приведення нормативної бази та регулювання фінансових послуг у

Рейтинг торговців за обсягами угод з ОВДП на біржовому та позабіржовому ринках, за даними Cbonds

Рік	Ощадбанк	Укргазбанк	Дельтабанк	Укресімбанк	Банк 3/4	Альфа-банк	Дочірній Банк Сбербанку Росії	Ерсте Банк	Дельта Сек'юрітіз	ІСУ, Інвестиційний Капітал України	ОТП Банк
2011	4					3	2	1			
2012		4 (8,12%)	1 (32,24%)	2 (10,40%)	3 (9,80%)						
I кв. 2013	2 (21,33%)		1 (34,84%)						3 (8,3%)	4 (4,92%)	
2013	1 (20,36%)	3 (9,99%)	2 (11,45%)	4 (8,88%)							
I кв. 2014	1 (17,89%)	2 (17,05%)								3 (16,9%)	4 (7,66%)

відповідності до світових стандартів. Повинна відбутись концентрація торгівлі цінними паперами на організованому ринку, діяльність якого відповідає міжнародним стандартам. ■

ЛІТЕРАТУРА

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

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

3. Корнійчук О. Формування конкурентоспроможного фондового ринку України в контексті європейського досвіду / О. Корнійчук // Економічний Часопис XXI. – 2005. – № 11-12.

4. Закон України «Про державний внутрішній борг України» від 16.09.1992 р. № 2604-XII [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2604-12>

5. Офіційний сайт Рахункової палати України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.ac-rada.gov.ua/control/main/uk/publish/article/602600?cat_id=34761

6. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. № 3480-IV [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/page2>

7. Чемерис Є. Кінцем якого фондового ринку нас лякають / Є. Чемерис // Сайт Економічна правда [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.epravda.com.ua/columns/2012/11/8/343147/>

8. Національне рейтингове агентство «Рюрік» // Аналітичний огляд ринку облігацій України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.rurik.com.ua/our-research/branch-reviews/1188>

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

Науковий керівник – Школьник І. О., доктор економічних наук, професор, проректор з навчальної роботи ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» (Суми)

REFERENCES

“Analytichniy ohliad rynku oblihotsii Ukrainy” [Analytical overview of the market of Ukraine]. Natsionalne reitynhove ahentstvo «Riurik». <http://www.rurik.com.ua/our-research/branch-reviews/1188>

Chemerys, Ie. “Kintsem iakoho fondovoho rynku nas liakaiut” [The end of which we are afraid of the stock market]. Ekonomichna Pravda. <http://www.epravda.com.ua/columns/2012/11/8/343147/>
Korniichuk, O. “Formuvannia konkurentospromozhnoho fondovoho rynku Ukrainy v konteksti ievropeiskoho dosvidu” [Formation of competitive stock market of Ukraine in the context of European experience]. *Ekonomichniy Chasopys XXI*, no. 11-12 (2005).

Kucher, H. “Rozvytok rynku vntrishnikh derzhavnykh borhovykh zobov'iazan Ukrainy” [Market development of the domestic debt of Ukraine]. *Visnyk KNTEU*, no. 2 (2011): 47-58.

[Legal Act of Ukraine] (2006). <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/page2>

[Legal Act of Ukraine] (1992). <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2604-12>

Oftsiniy sait Rakhunkovoi palaty Ukrainy. http://www.ac-rada.gov.ua/control/main/uk/publish/article/602600?cat_id=34761

Oftsiniy sait Ministerstva finansiv Ukrainy. <http://www.minfin.gov.ua>

Shkolnyk, I. O. “Kapitalizatsiia fondovoho rynku Ukrainy v konteksti svitovykh tendentsii” [Stock market capitalization in Ukraine in the context of global trends]. *Finansy Ukrainy*, no. 4 (2011): 65-74.