

УДК 336.76 (477)
JEL G11; G21

ОЦІНКА ОБЛІГАЦІЙ ВНУТРІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ПОЗИК НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Л. Синявська, к. е. н.

ORCID ID: 0000-0002-2723-9551

О. Грицина, к. е. н.

ORCID ID: 0000-0002-1304-0250

О. Рубай, к. е. н.

ORCID ID: 0000-0001-6103-8422

Львівський національний університет природокористування

<https://doi.org/10.31734/economics2023.30.072>

Синявська Л., Грицина О., Рубай О. Оцінка облігацій внутрішніх державних позик на ринку цінних паперів

У статті розглянуто стан і проблеми функціонування важливого сегмента фондового ринку – ринку облігацій, який є міцним джерелом боргового фінансування інвестиційних потреб емітентів та економіки загалом. Метою роботи є дослідження динаміки і структури вітчизняного ринку державних і корпоративних облігацій, їх дохідності й ризику, можливостей і перспектив його розвитку. Проаналізовано динаміку розміщення облігацій внутрішніх державних позик на первинному ринку в Україні та динаміку обсягів коштів, залучених до Державного бюджету України за терміном обігу, а також динаміку дохідності облігацій внутрішніх державних позик за аналізований період. На прикладі базових показників проаналізовано сучасний стан ринку облігацій, його структуру, встановлені позитивні та негативні тенденції функціонування, виявлено чинники, що зумовлюють динаміку його кон'юнктури. Обґрунтовано необхідність подальшого ґрунтовного вивчення й аналізу кількісних і якісних параметрів обігу облігацій внутрішніх державних позик. Наголошено, що впродовж попереднього року найбільший обсяг торгів за фінансовими інструментами було зареєстровано на операторах організованих ринків капіталу саме з облігацій внутрішніх державних позик. Вказано на високу прибутковість облігацій внутрішніх державних позик, що дозволяє перекрити інфляційні втрати та отримати прибуток. Виокремлено причини стрімкого зростання зацікавлення з боку іноземних інвесторів щодо облігацій внутрішніх державних позик саме України. Відзначено роль військових облігацій в умовах воєнного стану та зазначено, що залучені з держбюджету кошти військових облігацій використовуються для безперерйного забезпечення державних фінансових потреб, зокрема соціальних та оборонних, в умовах незбалансованого бюджету. Наголошено на негативні наслідки друку грошей для економіки та на необхідність макрофінансової допомоги інших країн. Вказано на можливість продажу військових облігацій з портфеля НБУ, метою якого є підвищення ставок за гривневими активами. Визначено місце різних груп учасників вітчизняного ринку облігацій, розкрито їх роль і значення в ефективному функціонуванні боргового сегмента фондового ринку. Зазначені ключові компоненти розвитку вітчизняного ринку облігацій.

Ключові слова: державні цінні папери, облігації внутрішніх державних позик, облікова ставка, дохідність, військові облігації.

Syniavska L., Hrytsyna O., Rubai O. Valuation of domestic government bonds at the securities market

The article analyses the state and problems of such important segment of the stock market as bond market, which is a powerful source of debt financing of the investment demands of issuers and the whole economy. The aim of the work is to study the dynamics and structure of the domestic market of government and corporate bonds, their profitability and risk, as well as opportunities and prospects of its development. The authors analyze the dynamics of placing of DGB (domestic government bonds) at the primary market in Ukraine, as well as the dynamics of the volume of money attracted to the State budget of Ukraine by the turnover term, and also the dynamics of profitability of domestic government bonds during the analysed period. Considering the basic indices, the researchers analyze current conditions of the bond market, its structure, positive and negative tendencies of functioning, factors that stipulate the dynamics of its conjuncture. The article substantiates the necessity of the further detailed study and analysis of the quantitative and qualitative parameters of government bonds turnover. It is confirmed that during the previous year the largest number of tenders by financial instruments was registered by the operators of the organized capital markets particularly of the domestic government bonds. The high profitability of DGB is highlighted that allows to recover inflation losses and get some profit. Reasons of the increased interest of foreign investors in domestic government bond of Ukraine are distinguished. The work points on the role of military bonds in the conditions of martial law and marks that the money of military bonds attracted from the state budget is used for the trouble-free providing of state financial needs, including social and defensive ones, in the conditions of the unbalanced budget. The negative consequences of money printing for the economy are outlined, and the

necessity of macro-financial assistance provided by other countries is highlighted. The research stresses on the possibility to sell military bonds from the brief-case of NBU, the aim of which is to increase the rates of hryvnia assets. The authors of the article determine position of the different groups of participants of the domestic bond market, as well as their role and importance for the effective functioning of the debt sector of the stock market. The key components of development of the domestic bond market are defined.

Key words: state securities, domestic government bonds, discount rate, profitability, military bonds.

Постановка проблеми. На сьогодні ринок державних цінних паперів України є одним з ключових сегментів фондового ринку, і він відіграє важливу роль у відновленні загального стану економіки України. За відповідних характеристик, таких як повна прозорість, інформованість населення, справедливості та повнота надання даних, ринок державних цінних паперів може сприяти позитивним змінам в економіці країни. Основне призначення ринку державних цінних паперів полягає в тому, щоб забезпечити механізми для ефективного залучення капіталу на користь держави та підтримки стабільності фінансової системи. Завдяки реалізації цих характеристик ринок державних цінних паперів сприяє позитивним зрушенням в економіці країни. Тому оцінка облігацій внутрішніх державних позик (ОВДП) на ринку цінних паперів в умовах сьогодення є надзвичайно важливою, оскільки фінансовий ринок є дієвим джерелом в акумуляції тимчасово вільних коштів у національній валюті.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Коло наукових інтересів вчених-економістів охоплює вивчення сучасного стану ринку державних цінних паперів України та оцінку обігу державних облігацій як основного інструмента інвестування коштів в економіку держави. Окреслені питання розглядають О. Житар, О. Оліщук, В. Белін [1], В. Тимошенко,

Л. Гудима [6], Сейсебаєва Н. [5] та ін. Зокрема, О. Заруцька [2] розглядає вплив ОВДП на економіку України та приділяє увагу структурі й динаміці розміщення цінних паперів. Проте, не применшуючи ролі проведених досліджень цього питання, зазначимо, що й надалі є актуальним виокремлення доцільних шляхів подолання проблем залучення інвестицій та мобілізації вільних коштів населення.

Постановка завдання. Основною метою статті є дослідження сучасного стану ОВДП на ринку цінних паперів.

Виклад основного матеріалу. Державні цінні папери є основним фінансовим інструментом, що представляє державні запозичення та виконує низку функцій, відіграючи важливу роль в економіці України. Випуск державних цінних паперів є важливим засобом для регулювання економічного стану країни, особливий акцент робиться на фінансуванні бюджетного дефіциту, забезпеченні стабільності фінансового ринку та контролі над грошовою масою в обігу.

Державні облігації України поділяються на облігації внутрішніх державних позик України, облігації зовнішніх державних позик України, казначейські зобов'язання та цільові облігації внутрішніх державних позик України (табл. 1).

Таблиця 1

Боргові цінні папери України, що представлені на внутрішньому ринку

Боргові цінні папери	Види
облігації внутрішніх державних позик	<ul style="list-style-type: none"> ▫ гривневі ОВДП; ▫ валютні ОВДП; ▫ ПДВ-облігації; ▫ інфляційні ОВДП; ▫ індексовані ОВДП
казначейські векселі	<ul style="list-style-type: none"> ▫ казначейські векселі, номіновані у гривнях; ▫ казначейські векселі, номіновані у валюті; ▫ військові векселі; ▫ фінансові векселі

Джерело: сформовано авторами на основі [3; 4]

Облігації внутрішніх державних позик України (ОВДП) – державні цінні папери, що розміщуються на внутрішньому фондовому ринку. ОВДП підтверджують зобов'язання України щодо відшкодування пред'явникам цих облігацій їх номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій [3]. Депозитарієм ОВДП, тобто установою, яка веде їх цен-

тралізований облік в бездокументарній формі, є НБУ.

ОВДП користуються популярністю серед інвесторів (рис. 1) через сукупність таких переваг:

– високий рівень доходності (надійні банки знижують ставки за депозитами, а здійснювати вклади у комерційні банки, які пропонують порівняно вищі відсотки, – ризиковано);

- отриманий прибуток не оподатковується (інвестування лише у такий актив, як ОВДП, дає змогу уникнути сплати податку на прибуток або ПДФО та воєнного збору, таким чином, інвестор заощаджує 18 % + 1,5 відсотка);
- гарантовані державою (100-відсоткова гарантія від держави, незалежно від терміну боргового паперу та розміру інвестицій);
- мобільність (можливість продажу облігацій на вторинному ринку за потреби);
- можливість використання ОВДП як застави тощо. Український уряд здійснює емісію ОВДП переважно для фінансування бюджетного дефіциту та збільшення статутного капіталу банків.

Попри переваги ОВДП на ринку цінних паперів над депозитами, виділяють такі їх недоліки:

- ✓ Міністерство фінансів України може відтермінувати їхнє погашення;
- ✓ процедура купівлі державних облігацій є складнішою, ніж оформлення депозиту в банку;
- ✓ при придбанні ОВДП необхідно подавати декларацію про доходи до відділу Державної фіскальної служби України за місцем реєстрації;
- ✓ при продажу облігації достроково, їхня ціна може бути нижчою за ціну купівлі, якщо за цей час зросли відсоткові ставки.



Рис. 1. Обсяг торгів фінансовими інструментами на операторах організованих ринків капіталу з розподілом за видом фінансового інструменту, 2022 рік, млн грн

Українці дедалі частіше звертають увагу на альтернативні інструменти інвестування. Цьому багато в чому сприяє їхнє активне висвітлення у ЗМІ та на сайтах брокерів. Завдяки підвищенню фінансової грамотності відбувається поступове зростання обсягів вкладень на фондовому ринку. Порівняно з класичними способами, наприклад, депозитами в банках або купівлею нерухомості, альтернативні методи за правильного підходу дозволяють більше заробити та забезпечують гнучкість. Один із варіантів інвестування, які стосуються найбільш безпечних, і є саме ОВДП України.

Висока прибутковість ОВДП дає змогу перекрити інфляційні втрати й отримати прибуток. Це одна з причин, чому іноземці так активно вкладають гроші в облігації.

За результатами діяльності операторів організованих ринків капіталу протягом січня–

грудня 2022 року можна зробити висновок про зменшення обсягу торгів фінансовими інструментами. Найбільший обсяг торгів за фінансовими інструментами було зареєстровано на операторах організованих ринків капіталу з ОВДП.

Основною метою державних запозичень є фінансування дефіциту бюджету держави. Розглянемо дані НБУ за 2020–2022 роки щодо дохідності ОВДП на первинному ринку, які наведені у табл. 2.

Аналізуючи дані НБУ щодо розміщення на первинному ринку ОВДП в динаміці, бачимо, що у гривневому еквіваленті воно зросло на 45 % з одночасним зростанням дохідності на 8 в.п. Що стосується розміщення в доларах США, то при збільшенні дохідності на 0,6 в.п. вартість ОВДП знизилася на 1 767,8 млн дол. Дещо інша ситуація в розміщенні ОВДП в євро: при збільшенні дохідності на 0,45 в.п. вартість ОВДП зросла на 139,85 млн євро [3].

Таблиця 2

Розміщення ОВДП на первинному ринку цінних паперів

Період	Розміщення на первинному ринку ОВДП, номінованих у гривні		Розміщення на первинному ринку ОВДП, номінованих в іноземній валюті (долари США)		Розміщення на первинному ринку ОВДП, номінованих в іноземній валюті (євро)	
	сума, млн грн	ср/зв дохідність, %	сума, млн дол. США	ср/зв дохідність, %	сума, млн євро	ср/зв дохідність, %
2022 р.	594 384,51	18,26	2 089,29	3,98	984,47	2,72
2021 р.	309 719,48	11,34	3 095,99	3,75	782,64	2,45
2020 р.	265 668,72	10,20	3 857,10	3,38	844,62	2,27

Джерело: сформовано авторами на основі [3; 4]

Вважаємо за доцільне показати сумарні відомості щодо всіх ОВДП, які перебувають в обігу, розподілені за категоріями: за власниками та за валютою, в якій облігації номіновані.

Аналізуючи дані табл. 3, бачимо, що значна частка ОВДП є власністю НБУ. Наглядно це відображено на рис. 2.

Таблиця 3

Обсяги ОВДП, які перебувають в обігу на 22.06.2023 р., млн грн [3]

Дата	Власність	Усього	у т.ч. номіновані в		
			гривнях	доларах США	євро
22.06.2023	НБУ	694346,23	694346,23	0,00	0,00
	Банків	541803,37	458893,52	54672,62	28237,23
	Юридичних осіб	118121,33	99258,02	18178,14	685,17
	Фізичних осіб	40108,71	19334,75	20175,08	598,88
	Нерезидентів	51101,76	50184,44	917,32	0,00
	Разом	1449142,67	1325678,22	93943,16	29521,29

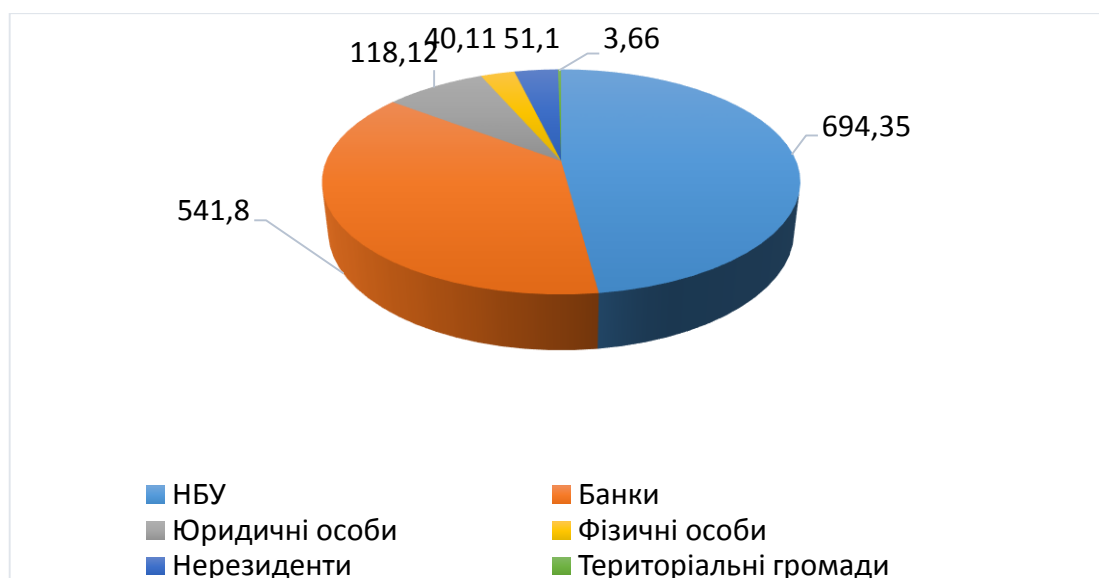


Рис. 2. ОВДП, які перебувають в обігу за номінально-амортизаційною вартістю станом на 22.06.2023 р., млрд грн

Підсумовуючі загальні дані розміщення ОВДП в національній та іноземній валютах, спо-

стерігаємо перевагу розміщення облігацій, які перебувають у власності НБУ, яка становить

47,91 % від загального підсумку і займає лідируючу позицію серед усіх власників. Частка банків становить 37,39 % та посідає друге місце, третє місце займає частка юридичних осіб – 8,15 %, четверте місце за власністю належить нерезидентам – 3,53 %, а фізичним особам – 2,77 %. Найменше значення частки припадає на територіальні громади – 0,25 % відносно загального показника.

Упродовж дії воєнного стану Міністерство фінансів України підвищувало ставки за низкою гривневих ОВДП (максимальна ставка становить 19,5 % річних), а також за доларовими ОВДП (максимальна ставка – 4,5 % річних) та за військовими облігаціями, номінованими в євро (максимальна ставка – 3 % річних).

Актуальними на сьогодні є військові облігації як різновид ОВДП, емітентом яких є Міністерство фінансів України. Кошти від їх розміщення спрямовуються на фінансування Збройних сил.

Аналізуючи статистику депозитарію НБУ, станом на 1 січня 2023 року виключно щодо військових ОВДП, що розміщуються на аукціонах, видно, що найбільший обсяг цих цінних паперів сконцентрований банками – первинними дилерами. Другим за обсягом є портфель військових облігацій у власності громадян та бізнесу України. Він становить:

- 20 248,8 млн грн, або 20,2 % від загального обсягу придбаних гривневих військових ОВДП (станом на 26 грудня – 19 590,9 млн грн, або 20,0 %);
- 300,5 млн дол. США, або 29,1 % від загального обсягу військових ОВДП, номінованих у доларах США (на 26 грудня – 286,6 млн дол. США, або 25,8 %);
- 86,8 млн євро, або 17,3 % від загального обсягу ОВДП, номінованих у євро (на 26 грудня – 86,7 млн євро, або 17,3 %) [4].

Обсяг військових облігацій внутрішньої державної позики у власності нерезидентів – 2 681,9 млн грн та 9 млн дол. США.

У 2022 р. найбільшим інвестором у військові облігації був НБУ, здійснивши емісію гривні на суму 400 млрд грн. Враховуючи наслідки друку грошей для економіки та обсяги обіцяної макрофінансової допомоги інших країн, НБУ намагається уникати запуску друкарського станка у 2023 році. Між НБУ та Мінфіном точиться дискусія щодо можливості продажу військових облігацій з портфеля НБУ, метою якого є підвищення ставок за гривневими активами. Враховуючи те, що облікова ставка регулятора, скоріш за все, залишиться на рівні 25 % до другого кварталу 2024 року, дохідність військових облігацій формуватиметься на аукціоні і наблизатиметься до облікової ставки. Таким чином, НБУ хоче стимулювати фізичних осіб до сповільнення темпів споживання та нарощення обсягів заощаджень у гривні, аби зменшити тиск на золотовалютні ре-

зерви. Такі операції нададуть альтернативну можливість фізичним та юридичним особам купувати безризикові гривневі фінансові інструменти з привабливою дохідністю та гнучкою строковістю для захисту гривневих заощаджень від інфляції.

Висновки. В умовах сьогодення в Україні роль облігацій внутрішніх державних позик на фінансовому ринку є надзвичайно актуальною. Проведений аналіз дає підстави для таких висновків: державні цінні папери є основним фінансовим інструментом, що представляє державні запозичення та виконує низку функцій, відіграючи важливу роль в економіці України; висока прибутковість ОВДП є привабливою для внутрішніх та зовнішніх інвесторів та дає змогу перекрити інфляційні втрати й отримати прибуток; найбільший обсяг торгів за фінансовими інструментами було зареєстровано на операторах організованих ринків капіталу з облігацій внутрішніх державних позик; під час аналізу було виявлено тенденцію до підвищення у 2022 році відносно 2020 року обсягів ОВДП, які розміщені на первинному ринку в гривневому еквіваленті, на 45 % з одночасним зростанням дохідності на 8 в.п. Отже, Україна має привабливі характеристики державних облігацій для інвесторів, які викликають зацікавленість та інтерес.

Бібліографічний список

1. Житар М. О., Белін В. С., Оліщук О. Г. Активізація ринку облігацій внутрішньої державної позики як інструменти впливу на економіку України. *Економіка та держава*. 2020. № 12. С. 67–71.
2. Заруцька О. Облігації внутрішніх державних позик в Україні: особливості ціноутворення в умовах недосконалого ринку. URL: <https://ukr-socium.org.ua/uk/archive/no-1-64-2018/obligacii-vnutrishnih-derzhavnih-pozik-v-ukraini-osoblivosti-cinoutvorennya-v-umovah-nedoskonalogo-rinku/> (дата звернення: 20.06.2023).
3. Обсяги ОВДП, які знаходяться в обігу. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/bonds/volumes/> (дата звернення: 20.06.2023).
4. ОВДП, які знаходяться в обігу за номінально-амортизаційною вартістю. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/t-bills> (дата звернення: 24.06.2023).
5. Сейсебаєва Н., Фоменко С. Дослідження сучасного обігу державних облігацій як основного інструмента інвестування в період економічних трансформацій. *Цифрова економіка та економічна безпека*. 2022. № 2. С. 56–62.
6. Тимошенко О. В., Гудима Л. О. Ефективний розвиток національного ринку цінних паперів як імператив економічного зростання України. *Бізнес Інформ*. 2020. № 3. С. 293–298.

Стаття надійшла 03.07.2023