

Облігації державних позик як інструмент регулювання боргової політики на фондовому ринку України

Штулер Ірина Юріївна¹, Татар Марина Сергіївна²

Опубліковано	Секція	УДК
30.08.2024	Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок	338.48
DOI: https://doi.org/10.5281/zenodo.17483633		

Анотація. Стаття присвячена дослідженню облігацій державних позик як інструменту регулювання боргової політики на фондовому ринку.

Одним із ключових елементів механізму формування та регулювання державного боргу виступають облігації внутрішніх та зовнішніх державних позик, які визначають структуру, обсяг і динаміку боргових зобов'язань держави. У статті досліджено механізм впливу облігацій внутрішньої та зовнішньої державної позики на формування та структуру державного боргу. Розкрито сутність облігацій державної позики як ключового інструменту фінансування бюджетного дефіциту та управління борговим навантаженням держави. Проведено аналіз впливу випуску облігацій внутрішньої державної позики на збільшення внутрішнього боргу, зміну структури зобов'язань, а також їхніх економічних та фінансових наслідків для внутрішнього ринку.

У статті авторами окреслено основні ризики, пов'язані з домінуванням зовнішніх позик, зокрема валютні та рефінансувальні, а також переваги розвитку ринку внутрішніх облігацій державної позики як чинника зміцнення національної фінансової системи. На основі узагальнення наукових підходів та статистичних даних запропоновано напрями вдосконалення боргової політики України шляхом оптимізації співвідношення внутрішніх і зовнішніх зобов'язань та зниження вартості обслуговування державного боргу.

Також автори звертають увагу на те, що випуск облігацій внутрішньої та зовнішньої державної позики є ключовим механізмом формування та структурного коригування державного боргу. Облігації внутрішньої державної позики спрямовані на збільшення внутрішнього боргу та забезпечують розвиток внутрішнього ринку цінних паперів, водночас вони можуть створювати додатковий тиск на внутрішні фінансові ресурси та впливати на рівень процентних ставок. Облігації зовнішньої державної позики, навпаки, сприяють збільшенню зовнішнього боргу, формують залежність держави від умов міжнародних фінансових ринків, підвищують валютні та рефінансувальні ризики, але забезпечують доступ до значних обсягів ресурсів часто за більш вигідними умовами запозичень.

Ключові слова: інновації, боргова політика, ефективність управління державним боргом, облігації внутрішньої державної позики, облігації зовнішньої державної позики, механізм впливу, ринок цінних паперів.

¹ доктор економічних наук, професор, Національна академія управління, <https://orcid.org/0000-0002-0852-8526>

² кандидат економічних наук, доцент, Національний аерокосмічний університет ім. М.Є. Жуковського «Харківський авіаційний інститут», <https://orcid.org/0000-0002-1111-7103>

Government loan obligations as a policy regulation tool in the Ukrainian stock market

Abstract. The article is devoted to the study of government bonds as a tool for regulating debt policy on the stock market.

One of the key elements of the mechanism for forming and regulating public debt are domestic and foreign government bonds, which determine the structure, volume and dynamics of the state's debt obligations. The article examines the mechanism of influence of domestic and foreign government bonds on the formation and structure of public debt. The essence of government bonds as a key instrument for financing the budget deficit and managing the state's debt burden is revealed. The analysis of the impact of issuing domestic government bonds on increasing domestic debt, changing the structure of obligations, as well as their economic and financial consequences for the domestic market is carried out.

In the article, the authors outline the main risks associated with the dominance of external loans, in particular currency and refinancing, as well as the advantages of developing the domestic government bond market as a factor in strengthening the national financial system. Based on the generalization of scientific approaches and statistical data, directions for improving Ukraine's debt policy are proposed by optimizing the ratio of domestic and external obligations and reducing the cost of servicing the public debt.

The authors also draw attention to the fact that the issuance of domestic and external government bonds is a key mechanism for the formation and structural adjustment of public debt. Domestic government bonds are aimed at increasing domestic debt and ensure the development of the domestic securities market, while at the same time they can create additional pressure on domestic financial resources and influence the level of interest rates. Foreign government bonds, on the contrary, contribute to an increase in external debt, form the state's dependence on the conditions of international financial markets, increase currency and refinancing risks, but provide access to significant amounts of resources often on more favorable borrowing terms.

Keywords: innovations, debt policy, efficiency of public debt management, domestic government bonds, foreign government bonds, influence mechanism, securities market.

Вступ

В останні роки рівень державного боргу України демонструє стійку тенденцію до зростання, що зумовлено низкою об'єктивних і суб'єктивних чинників, серед яких воєнні дії, значні бюджетні видатки на оборону та необхідність фінансування відновлення інфраструктури. З огляду на динамічне зростання обсягів державного боргу та посилення навантаження на державний бюджет, дослідження механізму впливу облігацій внутрішньої та зовнішньої позики на його структуру є надзвичайно актуальним і має важливе практичне значення для формування ефективної боргової політики держави. Особливу увагу в контексті дослідження необхідно приділити співвідношенню внутрішніх і зовнішніх компонентів боргового портфеля, оскільки саме від їхньої структури залежить боргова стійкість країни.

Механізм впливу державних облігацій на структуру боргу полягає у поєднанні фінансових, економічних і правових інструментів, що забезпечують оптимальне співвідношення між внутрішніми та зовнішніми зобов'язаннями, а також регулюють терміни, вартість обслуговування і валютну структуру боргу. Надмірна частка зовнішнього боргу підвищує ризики, пов'язані з валютними коливаннями, умовами міжнародного кредитування та політичною кон'юнктурою, тоді як домінування внутрішнього боргу може створювати додатковий тиск на національну фінансову систему та грошово-кредитну політику. Отже, забезпечення оптимальної структури

державного боргу є результатом збалансованого використання механізмів внутрішнього та зовнішнього запозичення.

Механізм впливу облігацій зовнішньої та внутрішньої державної позики на структуру державного боргу є предметом численних досліджень як вітчизняних, так і зарубіжних науковців. Останні дослідження науковців з цієї тематики зосереджені переважно на двох основних напрямках: емпіричному аналізі чинників, що визначають співвідношення внутрішніх і зовнішніх облігацій у борговому портфелі (інституційні, макроекономічні, валютні ризики), та дослідженні наслідків цієї структури для стійкості боргу, ймовірності дефолту та вартості обслуговування.

Питання функціонування фондового ринку та операцій з цінними паперами вивчали: Ватаманюк-Зелінська У. [5], Житар М., Белін В. та Оліщук О. [9], Білим М., Пчелою А., Васильченко С. [3].

Авторами Агрес О., Шолудько О., Колодій А. описано ОВДП як інструмент державного боргу та його характеристики (надійність, ліквідність, стабільний дохід, диверсифікація портфеля, доступність) й відзначено, що ОВДП залишаються найпопулярнішим видом фінансових інструментів серед українських інвесторів. Автори відзначають, що активізація ринку ОВДП сприяє зменшенню залежності держави від зовнішнього боргу та підвищує стійкість фінансової системи до макроекономічних шоків [1].

Ватаманюк-Зелінська У. у своєму дослідженні функціонування ринку облігацій внутрішньої позики в Україні наголошує на необхідності розвитку ліквідного вторинного ринку, що підвищує привабливість державних цінних паперів для інвесторів та стимулює довгострокове фінансування бюджетного дефіциту [0]. Подібну думку висловлюють Житар М., Белін В. та Оліщук О., які акцентують на активізації ринку ОВДП як інструменті впливу на економіку України, зокрема через регулювання процентних ставок та залучення коштів населення до фінансування державних потреб [9]. Білим М., Пчелою А., Васильченко С. удосконалено підхід до класифікації фінансових інструментів управління державним боргом, що дозволило виокремити три основні групи: традиційні, спекулятивні та інноваційні. Особливу увагу зосереджено на перспективі використання інноваційних інструментів, зокрема репараційних облігацій, облігацій відновлення, «зелених» облігацій та боргових свопів [0].

Кравченко В. здійснює факторний аналіз ринку ОВДП і відзначає, що ключовими детермінантами попиту на внутрішні облігації є рівень дохідності, макроекономічна стабільність та державна політика щодо управління державним боргом [10]. Мединська Т. та Боднарюк І. додатково підкреслюють роль внутрішніх облігацій як інструменту інвестування навіть в умовах війни, що демонструє їх значення для забезпечення фінансової стійкості держави в кризових ситуаціях [04]. Папірник С. та Пасічний М. вказують на те, що ефективне управління державним боргом можливе лише за умови комплексного використання як внутрішніх, так і зовнішніх боргових інструментів, що дозволяє збалансувати структуру боргу та знизити ризики фінансової нестійкості [03, 0].

Метою цього дослідження є встановлення механізму впливу облігацій зовнішньої та внутрішньої державної позики на структуру державного боргу.

Результати

Відповідно до ст. 16 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» державні облігації України поділяються на облігації внутрішньої державної позики України та облігації зовнішніх державних позик України. Облігації внутрішньої державної позики України – це цінні папери, що розміщуються виключно на внутрішніх ринках капіталу і підтверджують зобов'язання України щодо відшкодування

пред'явникам цих облігацій їхньої номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій.

Емісія ОВДП має такі механізми впливу на структуру державного боргу:

1. Збільшення частки внутрішнього державного боргу.
2. Модифікація валютної та процентної структури (якщо ОВДП номіновані в національній валюті, то валютний ризик зменшується, але якщо ставка висока або плаваюча – відсотковий ризик зростає).
3. Строкова структура (якщо держава емітує короткострокові ОВДП, ризик рефінансування зростає, якщо довгострокові – зростає навантаження з погашення).
4. Перетік ресурсів з приватного сектору у державу (банки та фінансові установи закупають ОВДП, що може зменшувати кредитування приватного сектору, впливати на ринкові ставки й капітальні потоки).

Інформація щодо розміщення ОВДП у 2020-2023 рр. наведена в табл. 1.

Таблиця 1. Інформація щодо розміщення ОВДП у 2020-2023 рр.

Період	Розміщення на первинному ринку ОВДП, номінованих у гривні		Розміщення на первинному ринку ОВДП, номінованих у іноземній валюті (долари США)		Розміщення на первинному ринку ОВДП, номінованих у іноземній валюті (євро)	
	сума, млн. грн.	ср/зв доходність, %	сума, млн. дол. США	ср/зв доходність, %	сума, млн. євро	ср/зв доходність, %
2020	265 668,72	10,20	3857,10	3,38	844,62	2,27
2021	309 719,48	11,34	3 095,99	3,75	782,64	2,45
2022	594 384,51	18,26	2 089,29	3,98	984,47	2,72
2023	401 785,12	18,70	3 688,27	4,70	735,79	3,13

Джерело: сформовано авторами за даними [01]

Облігації зовнішньої державної позики України – це цінні папери, що розміщуються на міжнародних ринках капіталу і підтверджують зобов'язання України щодо відшкодування пред'явникам цих облігацій їхньої номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій валюти [8]. Облігації зовнішньої державної позики є одним із основних інструментів залучення коштів з міжнародних фінансових ринків. Вони дозволяють державі отримати необхідне фінансування бюджетного дефіциту та здійснювати стратегічні інвестиції, водночас впливаючи на структуру державного боргу через кілька ключових механізмів.

1. Зміна валютної структури державного боргу (випуск ОЗДП передбачає залучення коштів у іноземній валюті, що збільшує питому вагу зовнішніх зобов'язань у загальній структурі державного боргу, що впливає на валютні ризики держави; з одного боку, використання іноземної валюти дозволяє залучити значні ресурси без тиску на внутрішній фінансовий ринок, з іншого боку, збільшення частки зовнішніх позик підвищує ризик обтяження боргових зобов'язань у разі коливань валютного курсу та фінансових криз).

2. Подовження строкової структури боргу (ОЗДП зазвичай випускаються на середньо- та довгострокові терміни (3-10 років і більше), що дозволяє державі

розподілити навантаження з обслуговування боргу у часі, знижуючи ризик короткострокової ліквідної кризи, зовнішні позики додають у структуру державного боргу більш стабільні та прогнозовані пасиви, у порівнянні з короткостроковими внутрішніми облігаціями.

3. Вплив на середню вартість обслуговування боргу (зовнішні облігації зазвичай мають фіксовану або плаваючу процентну ставку, яка залежить від ринкових умов та кредитного рейтингу країни, отже, ОЗДП впливають на середню вартість обслуговування державного боргу).

4. Диверсифікація джерел фінансування (випуск зовнішніх облігацій дозволяє диверсифікувати джерела державного боргу, зменшуючи залежність від внутрішніх фінансових ресурсів, таких як банківська система або населення, така диверсифікація зміцнює стійкість державного бюджету до внутрішніх економічних коливань та дефіциту ліквідності на внутрішньому ринку.

5. Вплив на кредитний рейтинг та доступ до фінансових ринків (своєчасне та ефективне обслуговування ОЗДП позитивно впливає на кредитний рейтинг держави, що, у свою чергу, зменшує вартість майбутніх запозичень та дозволяє підтримувати оптимальну структуру державного боргу, й навпаки, невиконання зобов'язань за зовнішніми облігаціями підвищує ризики дефолту та здорожує майбутні запозичення).

6. Вплив на ліквідність та фінансову стабільність (випуск ОЗДП впливає на ліквідність внутрішнього ринку державних цінних паперів; залучення значних обсягів зовнішніх ресурсів може зменшити тиск на внутрішні фінансові ринки, але водночас створює залежність від міжнародної кон'юнктури).

Зазначені механізми впливу ОВДП та ОЗДП на структуру державного боргу важливо враховувати при формуванні стратегії управління державним боргом, який за даними Міністерства фінансів України за останні роки значно збільшився (табл. 2).

Таблиця 2. Динаміка зовнішнього та внутрішнього державою боргу України та відношення державного боргу до ВВП з 2009 по 2023 рр.

Дата	Загальний борг, млн грн	Зовнішній борг, млн грн	Внутрішній борг, млн грн	ВВП, млн грн	Держборг / ВВП, %
на 31.12.2009	316 884,6	211 751,7	105 132,9	913 345	34,7
на 31.12.2010	432 235,4	276 745,6	155 489,8	1 082 569	39,9
на 31.12.2011	473 121,6	299 413,9	173 707,7	1 316 600	35,9
на 31.12.2012	515 510,6	308 999,8	206 510,7	1 408 889	36,6
на 31.12.2013	584 114,1	300 025,4	284 088,7	1 454 931	40,1
на 31.12.2014	1 100 564,0	611 697,1	488 866,9	1 566 728	70,2
на 31.12.2015	1 572 180,2	1 042 719,6	529 460,6	1 979 458	79,4
на 31.12.2016	1 929 758,7	1 240 028,7	689 730,0	2 383 182	81,0
на 31.12.2017	2 141 674,4	1 374 995,5	766 678,9	2 982 920	71,8
на 31.12.2018	2 168 627,1	1 397 217,8	771 409,3	3 558 706	60,9
на 31.12.2019	1 998 275,4	1 159 221,6	839 053,8	3 974 564	50,3
на 31.12.2020	2 551 935,6	1 518 934,8	1 033 000,8	4 194 102	60,8
на 31.12.2021	2 671 827,6	1 560 230,0	1 111 597,6	5 459 574	48,9
на 31.12.2022	4 071 683,1	2 610 945,6	1 460 737,5	5 191 028	78,4
на 31.12.2023	5 519 483,9	3 862 987,6	1 656 496,3	6 537 825	84,4

Джерело: сформовано авторами за даними [05]

Комплексний аналіз ролі облігацій як інструментів державного запозичення сприятиме розробці рекомендацій щодо вдосконалення боргової стратегії, оптимізації структури державного боргу та зниження вартості його обслуговування.

Висновки

Проведене дослідження підтверджує, що випуск облігацій внутрішньої та зовнішньої державної позики є ключовим механізмом формування та структурного коригування державного боргу. Облігації внутрішньої державної позики спрямовані на збільшення внутрішнього боргу та забезпечують розвиток внутрішнього ринку цінних паперів, водночас вони можуть створювати додатковий тиск на внутрішні фінансові ресурси та впливати на рівень процентних ставок. Облігації зовнішньої державної позики, навпаки, сприяють збільшенню зовнішнього боргу, формують залежність держави від умов міжнародних фінансових ринків, підвищують валютні та рефінансувальні ризики, але забезпечують доступ до значних обсягів ресурсів часто за більш вигідними умовами запозичень.

Проведений аналіз статистичних даних щодо динаміки боргу показав, що наявна структура державного боргу характеризується переважанням зовнішніх запозичень, що визначає високу чутливість держави до валютних коливань та змін умов на міжнародних ринках капіталу, тоді як внутрішній борг, хоча і становить меншу частку, залишається важливим інструментом забезпечення фінансової стабільності та покриття бюджетного дефіциту.

Список використаних джерел

1. Агрес О., Шолудько О., Колодій А. (2024). Облігації внутрішньої державної позики як інструмент альтернативного інвестування. *Bulletin of Lviv National Environmental University. Series "AIC Economics"*, (31), 87-91. <https://doi.org/10.31734/economics2024.31.012>
2. Бенч, Л. Я. (2016). Боргові інструменти фінансування видатків держави: теорія та практика. *Фінанси, облік і аудит: зб. наук. пр.-К.: КНЕУ*, (1), 35-47.
3. Білий, М., Пчела, А., & Васильченко, С. (2024). Дослідження фінансових інструментів управління державним боргом України в умовах воєнного стану. *Проблеми і перспективи економіки та управління*, (1 (37)), 350-358.
4. Бюджетний кодекс України. [Електронний ресурс]. Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17#Text>
5. Ватаманюк-Зелінська, У. (2021). Функціонування в Україні ринку державних облігацій внутрішньої позики. *Економіка та суспільство*, (30). <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2021-30-15>
6. Григораш Т.Ф., Мягков О.С., Воєводський Г.Ю. (2019). Облігації як інструмент залучення грошових ресурсів. *Приазовський економічний вісник*, 3(14), 362–368. URL: http://rev.kpu.zp.ua/journals/2019/3_14_uk/61.pdf
7. Грубляк, О. М., & Урсакі, Я. С. (2017). Особливості функціонування ринку державних облігацій в Україні. *Економічні студії*, (1), 14.
8. Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки». [Електронний ресурс]. Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>
9. Житар, М. О., Белін, В. С., & Оліщук, О. Г. (2020). Активізація ринку облігацій внутрішньої державної позики як інструменти впливу на економіку України. *Економіка та держава*, (12), 67-71. <https://doi.org/10.32702/23066806.2020.12.67>
10. Кравченко, В. П. (2023). Факторний аналіз на ринку облігацій внутрішньої державної позики. *Подільський вісник: сільське господарство, техніка, економіка*, (41), 68-74.

11. Національний банк України. Дохідність ОВДП на первинному ринку. [Електронний ресурс]. Режим доступу: https://bank.gov.ua › files › OVDP_mis
12. Папірник, С. Є. (2020). Особливості розвитку ринку облігацій внутрішньої державної позики в Україні. In «Science and Global Studies»: Abstracts of scientific papers of IV International Scientific Conference (Prague, Czech Republic, November 30, 2020). Financial And Economic Scientific Union, 2020, 92.
13. Пасічний, М. (2018). Політика управління державним боргом. Вісник Київського національного торговельно-економічного університету, (5), 19-34.
14. Мединська, Т. В., & Боднарюк, І. Л. (2023). Облігації внутрішньої державної позики як інструмент інвестування в економіку України в умовах війни. Вісник ЛТЕУ. Економічні науки, (72), 48-59.
15. Міністерство фінансів України. Державний борг України. [Електронний ресурс]. Режим доступу: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/debtgov/>
16. Сейсебаєва Н., Фоменко С. (2022). Дослідження сучасного обігу державних облігацій як основного інструмента інвестування в період економічних трансформацій. Цифрова економіка та економічна безпека, 2, 56–62.
17. Тимошенко, О. В., & Гудима, Л. О. (2020). Ефективний розвиток національного ринку цінних паперів як імператив економічного зростання України. Бизнес Информ, (3 (506)), 293-298.
18. Claessens, S., Klingebiel, D., & Schmukler, S. L. (2007). Government bonds in domestic and foreign currency: the role of institutional and macroeconomic factors. *Review of International Economics*, 15(2), 370-413. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9396.2007.00682.x>