

DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2022-44-17>

УДК 336.743

# СУЧАСНИЙ СТАН ЗАЛУЧЕННЯ ФІНАНСУВАННЯ БЮДЖЕТНОГО ДЕФІЦИТУ НА РИНКУ ДЕРЖАВНИХ БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

## CURRENT STATE OF ATTRACTING BUDGET DEFICIT FINANCING ON THE MARKET OF STATE DEBT SECURITIES OF UKRAINE

**Ганцяк Михайло Олегович**

здобувач третього освітньо-наукового рівня вищої освіти 4-го року навчання,  
Державний науково-дослідний інститут  
інформатизації та моделювання економіки  
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6136-3193>

**Mykhailo Hantsiak**

State Research Institute for Informatization and Economic Modeling

Статтю присвячено дослідженню сучасного стану залучення фінансових ресурсів на ринку державних боргових цінних паперів, що необхідні для фінансування перманентного дефіциту державного бюджету України. Проаналізовано структуру секьюритизованого державного боргу в розрізі внутрішнього та зовнішнього сегментів. Ввідзначається постійне зростання частки державного боргу України за випущеними борговими інструментами в цілому. Позитивним визначено переважання позик на внутрішньому ринку державних боргових інструментів. Для аналізу ефективності залучення фінансування на ринку державних боргових інструментів використано відносні показники – відношення дохідності ОВДП до темпів зростання ВВП та частка ОВДП у сумі державного боргу та проведено їх оцінку за допомогою порівняння значень із науково обґрунтованими нормами.

**Ключові слова:** боргові інструменти, державі запозичення, ринок державного боргу, державний борг, державні боргові цінні папери.

The article is about attracting funding of the budget deficit to the market of government debt securities of Ukraine. For this, an assessment was used the dynamics of several indicators reflecting the effectiveness of such involvement. The first indicator that should be taken into account is the percentage structure of the accumulated debt, which was formed due to the sale of debt securities in terms of internal and external segments. The result demonstrates a significant predominance of borrowing on the domestic market of government securities. This is characterized as a positive phenomenon, since external borrowings in general do not have a greater debt burden. Protest, the level of external debt, which was formed due to the sale of obligations on the foreign market, continues to be significant. The financing of the state budget through the sale of securities was assessed based on indicators: the ratio of the yield of government bonds to GDP growth rates and the share of government bonds in the amount of public debt. It has been established that the share of obligations of the domestic position in the structure of the state debt of Ukraine remains within acceptable parts. Protest, emphasizing the dubiousness of the given limits. This is explained by the fact that the securitized debt is less threatening from the standpoint of ensuring the state's debt security, compared to the positions of international financial institutions and foreign governments. The indicator that characterizes the solvency of the state when attracting financing on securities is calculated and analyzed - the ratio of the yield of the government bond market to the GDP growth rate. In the analyzed period, the presence of a systematic excess of the permissible values of this indicator. It was concluded that the debt policy does not always take into account the state's ability to service and pay the accumulated debts. It is justified to confirm that the volumes of domestic state loan bonds issuance should depend on profitability: the greater the need for spending, the higher profitability they should provide. The effectiveness of attracting the market to the public debt decreases in maintaining the balance between opportunities and needs, which are always not provided in the process of financing the deficit of the state budget of Ukraine.

**Key words:** debt instruments, government borrowing, government debt market, government debt, government debt securities.

**Постановка проблеми.** Нарощення боргових зобов'язань України та стійкий дефіцит Державного бюджету України обумовлює необхідність усестороннього дослідження всіх сегментів мобілізації фінансових ресурсів. Роль ринку державних боргових цінних паперів зростає щорічно. Адже, залучення фінансових ресурсів на ринку державних боргових цінних паперів є пріоритетним порівняно із кредитуванням з позиції підтримки макроекономічної стабільності та боргової безпеки держави.

Відзначимо, що низька ємність, диверсифікованість та ліквідність ринку державних боргових цінних паперів його функціонування може мати негативні наслідки для економічного розвитку загалом та для ефективності залучення фінансування на ринку державного боргу, зокрема.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Проблематику фінансування Державного боргу України досліджували науковці: Білявська А., Богдан Т., Єфименко Т., Єрохін С., Колобов Ю., Корнєєв В., Котович Т., Парфенюка А., Фоміних М., Марісона К., Разлог Л., Ірвін Т., Фалл Ф., Фаурнера Дж. Та ін. Наукові праці присвячено оцінці та аналізу фінансування державних боргів як в цілому, так і в розрізі окремих джерел.

**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Проте, динамічність ринку державного боргу України, а також посилена увага до перманентного зростання державного боргу, що часто відбувається на тлі погіршення макроекономічної ситуації в країні – вимагають постійного дослідження. При цьому, з огляду на необхідність нарощення потенціалу ринку державних боргових інструментів як джерела фінансування Державного боргу України, тематика дослідження є актуальною та необхідною.

**Формулювання цілей статті.** Мета статті полягає у поглибленні теоретичних та практичних засад залучення фінансування на ринку державних боргових цінних паперів України, а також окреслення проблем, що пов'язані з цим процесом.

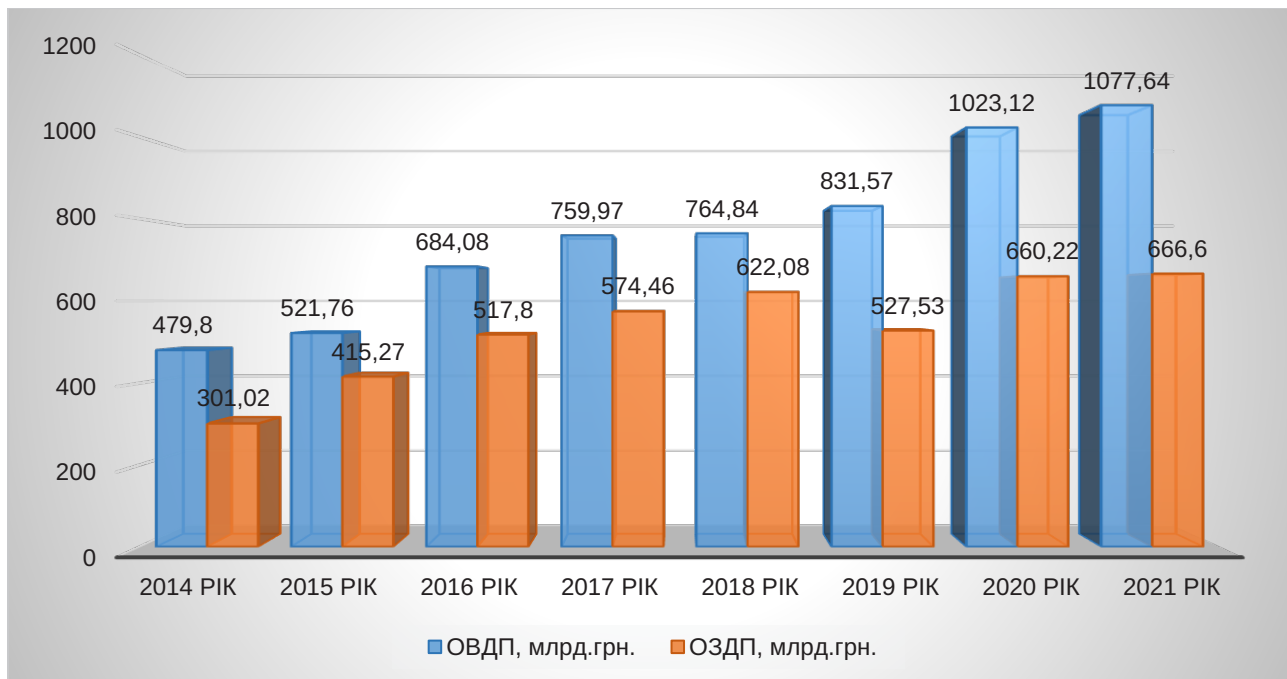
**Виклад основного матеріалу дослідження.** Залучення фінансових ресурсів на внутрішньому ринку державного боргу в Україні відбувається на внутрішньому та зовнішньому сегментах державних боргових цінних паперів. Стан залучення фінансування на ринку державних боргових цінних паперів слід оцінювати з огляду на динаміку окремих кількісних індикаторів. Для кількісної оцінки,

звернемо увагу на обсяг накопиченого боргу, сформованого за рахунок продажу цінних паперів та проаналізуємо кількісні показники, що характеризують процеси залучення на ринку державних облігацій. Зокрема, перший показник – сформований за рахунок продажу боргових цінних паперів державний борг. Дані діаграми (рис. 1) ілюструють динаміку обсягу сукупного боргу України, що сформований за рахунок облігацій внутрішньої та зовнішньої державної позики. Так, в абсолютному вимірі борг України за рахунок продажу ОВДП динамічно зростає. Аналогічно зростає борг за рахунок продажу облігацій зовнішньої позики (за виключенням 2019 року). При цьому, борг, що сформований за рахунок реалізації боргових цінних паперів на зовнішньому ринку є суттєво нижчим ніж борг, що сформований за рахунок продажу державних облігацій на внутрішньому ринку.

Середній темп нарощування боргу України у 2014–2021 рр. за рахунок продажу ОВДП склав 12,6%, хоча і темп по рокам змінювався варіативно. Подібна ситуація із зростанням боргу, що утворюється за рахунок продажу ОЗДП. Тут середній темп зростання в аналізованому періоді складає 13,2%, при цьому що 2019 рік відмітився спадом.

Частку сек'юритизованого боргу у сукупній заборгованості формують питомі частки боргу, що сформувався за рахунок ОВДП та ОЗДП. Показник свідчить, що питома вага сек'юритизованого боргу є значною і формує більшу частину зобов'язань. В аналізованому періоді показник коливається в діапазоні 60–70%. Найвищим показником частки сек'юритизованого боргу у сукупній заборгованості України був у 2014 році та складав – 70,9%. Найнижчим у 2015 – 59,6%. ОВДП та ОЗДП належать до ринкових інструментів фінансування дефіциту державного бюджету, а отже мають ряд переваг в порівнянні із альтернативними джерелами [2].

У структурі державного боргу частка випущених цінних паперів на зовнішньому ринку протягом останніх п'яти років збільшилася на 3,19 млрд дол. США. У 2014–2016 рр. Україна щорічно розміщувала п'ятирічні єврооблігації обсягом 1 млрд дол., боргові папери були гарантовані США, що давало країні змогу позичати за рекордно низькими ставками. У 2015 р. була проведена реструктуризація 13 випусків євробондів країни на загальну суму 14,36 млрд дол. і 0,6 млрд євро, інвестори погодилися на списання близько 20% основного боргу і перенесення виплат на



**Рис. 1. Динаміка обсягу сукупного боргу України, що сформований за рахунок продажу боргових цінних паперів у 2014–2021 рр., млрд грн**

*Джерело: побудовано автором за даними [1]*

решту чотири роки. Ставку купона всіх реструктурованих випусків було встановлено на рівні 7,75% річних [3].

Звернемо увагу, на показники, що характеризують боргову безпеку на ринку ОВДП. Собкевич О. В. пропонує брати до уваги показники відношення дохідності ОВДП до темпів зростання ВВП та частка ОВДП у сумі державного боргу та відзначає порогові значення [4]: перший показник (менше рівне 1), а другий показник більше 70%.

Частка ОВДП у структурі державного боргу, за результатами авторських обчислень, не перевищує задане значення та становить по рокам: 2014 р. – 48,4%; 2015 р. – 37,9; 2016 р. – 40,5%; 2017 р. – 41,0%; 2018 р. – 40,8%; 2019 р. – 47,0; 2020 р. – 44,2%; 2021 р. – 44,9%. Проте, досить суперечливою видається межа, яку встановлює автор для частки ОВДП у структурі боргу країни, адже, як зазначалося вище, саме сек'юритизований борг є менш загрозливим з позиції забезпечення боргової безпеки держави, в порівнянні із позиками міжнародних фінансових установ та урядів іноземних держав. Те саме, можна сказати і про зовнішній борг і частку боргу, що утворився за рахунок продажу ОЗДП, який несе більшу загрозу в порівнянні із боргом, що утворився за рахунок ОВДП. Проте, загроза перевантаження ринку цінних папе-

рів облигаціями внутрішньої державної позики створює передумови для виникнення ефекту витіснення на ринку державного боргу [5].

Для оцінки показника співвідношення дохідності ОВДП до темпів зростання ВВП звернемо увагу на динаміку середнього номінального рівня дохідності за роками для ОВДП, що знаходяться в обігу. Найбільший номінальний середній рівень дохідності розміром 16% зафіксований для позик, розміщених станом на 01.04.2019. Найменший рівень спостерігається для позик, розміщених у 2017 р., із номінальним рівнем дохідності у 8,4%. Чим вищий рівень дохідності державних боргових інструментів – тим вищий рівень їх ризиковості, бо загальне співвідношення «ризик-дохідність» має місце і тут. Приводом, для зниження дохідності, за нормальних умов, може бути покращення макроекономічної ситуації. В нашому випадку – такий інструмент як дохідність, часто змінювався безпідставно.

Проте, вважаємо що сам по собі рівень дохідності не є демонстративним показником, адже, держава залучає фінансові ресурси на тих умовах, які може собі дозволити з позиції власної платоспроможності. Відносним індикатором, який співставляє такі можливості є показник відношення середнього номінального темпу дохідності ОВДП, що знаходяться в обігу по відношенню до темпів зростання

ВВП. Як зазначалось вище, межа даного показника – 1. Це означає, що вартість залучення фінансових ресурсів на внутрішньому ринку не повинна зростати та бути більшою за темп нарощення ВВП в країні. Динаміка індикатора зображена на діаграмі (рис. 2).

Так, динаміка показника співвідношення середньозваженої ставки за ОВДП та темпів зростання ВВП в Україні у 2014–2021 рр. демонструє перевищення допустимої норми у 2014 році, 2019 та 2020 рр. Ці періоди відзначаються тим, що ставки за облігаціями внутрішньої позики є більшими ніж темпи зростання ВВП. Зокрема, можна припустити, що причинами таких трендів у 2019 році стало деяке збільшення рівня відсоткових ставок за державними облігаціями, що здійснювалось з метою залучення на ринок нерезидентів та підвищення інвестиційної привабливості державних боргових цінних паперів.

Тоді, завдяки залученню нерезидентів до купівлі гривневих ОВДП Україна отримала 4 млрд дол. Безсумнівно, для української економіки – це стало позитивним явищем, адже спричинило укріплення національної валюти на 19 процентів у кінці 2019 року. Проте, різке зміцнення національної валюти негативно відбилося на експортерах, адже причиною цього стало не зростання економіки в цілому, а надходження коштів з-за кордону від продажу боргових інструментів.

Вартість залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу завжди варто

оцінювати в межах глобального ринку. Це пов'язано із тим, що чим вищий відсоток тим вища ймовірність дефолту країни-емітента таких цінних паперів. Дохідність державних облігацій і облікова ставка взаємопов'язані. Покращення макроекономічної ситуації в країні супроводжується зниженням облікової ставки, що в свою чергу збільшує попит на державні облігації. При цьому зростання попиту на державні облігації слугує приводом до зменшення доходності за ними. Проте, на практиці, враховуючи необхідність залучити фінансові ресурси для фінансування обслуговування державного боргу, держава використовує агресивну боргову політику – безпідставно змінює доходність за борговими інструментами.

Обсяги випуску ОВДП повинні залежати від доходності. Тобто, чим більша необхідність в коштах, тим вищу доходність вони мають забезпечувати. При цьому, науковці наголошують на необхідності ведення помірної політики на ринку внутрішніх державних запозичень. Білявська А. Ю. відзначає, що можна спостерігати безсистемність та непослідовність політики уряду у випуску ОВДП, що підтверджується даними розміщення облігацій та їх доходністю, яка несуттєво впливає на випуск. На думку автора, ключовими факторами, що впливають на внутрішні державні запозичення є [6, с. 335]:

– середньозважена доходність ОВДП, розміщених на первинному ринку, адже під



Рис. 2. Динаміка показника співвідношення середньозваженої ставки за ОВДП та темпів зростання ВВП в Україні у 2014–2021 рр.

Джерело: обраховано автором

час зростання дохідності зростатимуть державні запозичення, оскільки це стимулюватиме фізичних та юридичних осіб купувати боргові цінні папери, дохідність яких зростатиме;

– середньозважена дохідність ОВДП, розміщених на первинному ринку в іноземній валюті, адже під час зростання цього показника можливим є скорочення державних боргових цінних паперів, номінованих в іноземній валюті.

З огляду на показники, що розглядались вище, зокрема показник співвідношення дохідності за ОВДП по відношенню до темпів зростання ВВП, можна припустити, що ефективність залучення на ринку державного боргу полягає в дотриманні балансу між можливостями та потребами. Можливості залучення визначаються тими затратами, які виникають в процесі залучення на ринку (сплата відсотків та купонів, та погашення накопиченої суми боргу). Потреби, зазвичай, є більшими ніж можливості. При цьому, ємність ринку може бути меншою за потреби в залученні, або ж попит на державні боргові інструменти може бути заниженим порівняно із іншими інвестиційними альтернативами.

**Висновки.** Таким чином, стан залучення фінансування на ринку державних боргових цінних паперів України здійснено на основі оцінки динаміки кількісних індикаторів, що відображають ефективність такого залучення. Проаналізовано структуру накопиченого боргу за рахунок продажу боргових цінних паперів в розрізі внутрішнього та зовнішнього сегментів. Позитивним є переважання частки сек'юритизованого боргу, що сформованих за рахунок продажу державних боргових інструментів на внутрішньому ринку.

Це пояснюється тим, що зовнішні позики несуть додаткові ризики, а отже необхідно фокусуватись на розвитку потенціалу ринку внутрішніх державних запозичень. При цьому, середній темп нарощення зовнішніх боргів за реалізованими борговими інструментами залишається вищим.

Оцінку стану фінансування державного бюджету за рахунок продажу цінних паперів здійснено крізь призму оцінки показників відношення дохідності ОВДП до темпів зростання ВВП та частка ОВДП у сумі державного боргу. Частка ОВДП у структурі державного боргу України залишається в допустимих діапазонах. Проте, акцентується увага на сумнівності заданих лімітів, з огляду на те, що саме сек'юритизований борг є менш загрозливим з позиції забезпечення боргової безпеки держави, в порівнянні із позиками міжнародних фінансових установ та урядів іноземних держав.

Проаналізовано показник, що характеризує можливості платоспроможності держави під час залучення фінансування на ринку цінних паперів – відношення дохідності ОВДП до темпів зростання ВВП. В аналізованому періоді, тричі даний показник перевищував допустиме значення. Це означає, що боргова політика не завжди враховує можливості держави щодо обслуговування та сплати накопичених боргів. Таким чином, виправданим є твердження, що обсяги випуску ОВДП повинні залежати від дохідності. Тобто, чим більша необхідність в коштах, тим вищу дохідність вони мають забезпечувати, а ефективність залучення на ринку державного боргу полягає в дотриманні балансу між можливостями та потребами.

#### СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Боргова статистика: Державний борг та гарантований державою борг. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg> (дата звернення: 26.09.2022).
2. Вергелюк Ю. Ю. Використання ринкових джерел фінансування дефіциту державного бюджету в Україні. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»: науковий журнал.* Острог : Вид-во НаУОА, березень 2022. № 24(52). С. 84–89.
3. Україна залучила \$ 3 млрд. від розміщення єврооблігацій. URL: <https://www.pravda.com.ua/news/2017/09/18/7155575/> (дата звернення: 20.10.2019).
4. Собкевич О. В. Розвиток фондового ринку України як чинник підвищення рівня економічної безпеки держави : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 21.04.01 "Економічна безпека держави". Київ, 2008. 20 с.
5. Вергелюк Ю. Ю., Ганцяк М. О. Варіативність «ефекту витіснення» на ринку Державного боргу України. *Gesellschaftsrechtliche transformationen von wirtschaftlichen systemen in den zeiten der neo-industrialisierung : collective monograph ; herausgegeben vom Pasichnyk Yu. Nuremberg, Germany Verlag SWG imex GmbH, 2020. P. 46–54.*
6. Білявська А. Ю. Оцінка перспектив та ефективності ринку державних внутрішніх запозичень. *Інфраструктура ринку.* 2018. № 24. С. 334–338.

## REFERENCES:

1. Borhova statystyka: Derzhavnyi borh ta harantovanyi derzhavoiu borh [Debt statistics: State debt and state-guaranteed debt]. Available at: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg>. (in Ukrainian)
2. Verheliuk Yu. Yu. (2022) Vykorystannia rynkovykh dzherel finansuvannia defitsytu derzhav-noho biudzhetu v Ukraini [Using market sources for financing the state budget deficit in Ukraine]. *Naukovi zapysky Natsionalnoho universytetu «Ostrozka akademiia»*. Seriiia «*Ekonomika*»: naukovyi zhurnal – *Scientific notes of the National University "Ostroh Academy". "Economics" series: a scientific journal*, 24 (52), 84–89. DOI: [https://doi.org/10.25264/2311-5149-2022-24\(52\)-84-89](https://doi.org/10.25264/2311-5149-2022-24(52)-84-89) (in Ukrainian)
3. Ukraina zaluchyla \$3 mlrd. vid rozmishchennia yevrooblihotsii. [Ukraine attracted \$ 3 billion from the placement of Eurobonds]. Available at: <https://www.pravda.com.ua/news/2017/09/18/7155575>. (in Ukrainian)
4. Sobkevych O. V. (2008) Rozvytok fondovoho rynku Ukrainy yak chynnyk pidvyshchennia rivnia ekonomichnoi bezpeky derzhavy [The development of the stock market of Ukraine as a factor in increasing the level of economic security of the state]. *Extended abstract of Candidate's thesis*. Kyiv. (in Ukrainian)
5. Verheliuk Yu. Yu., Hantsiak M. O. (2020) Variatyvnist «efektu vytisnennia» na rynku Derzhavnogo borhu Ukrainy [Variability of the "crowding-out effect" in the market of the State Debt of Ukraine]. *Gesellschaftsrechtliche transformationen von wirtschaftlichen systemen in den zeiten der neo-industrialisierung: collective monograph; herausgegeben vom Pasichnyk Yu. Nuremberg, Germany Verlag SWG imex GmbH*. (in Ukrainian)
6. Biliavska A. Yu. (2018) Otsinka perspektyv ta efektyvnosti rynku derzhavnykh vnutrishnikh zapozychen [Assessment of the prospects and efficiency of the state domestic borrowing market]. *Infrastruktura rynku – Market infrastructure*, 24, 334–338. (in Ukrainian)