

УДК 336.763.3

ПРОЦЕНТНІ СТАВКИ ДЕРЖАВНИХ ОБЛІГАЦІЙ НА ПЕРВИННОМУ РИНКУ В СИСТЕМІ ІНДИКАТОРІВ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

Ю.С. Довгаль, О.Ю. Ліщина.

Полтавський національний технічний університет ім. Ю. Кондратюка.

Вступ. Враховуючи інтегрованість економіки України у світове господарство, фінансова криза на зовнішніх ринках вплинула і на внутрішні процеси в Україні. Правомірно постає питання можливості уникнення чи попередження подібної ситуації. В статті розглядається проблематика залежності первинного ринку державних облігацій та фінансової нестабільності економіки держави.

Аналіз останніх джерел досліджень і публікацій. В економічній літературі існує ряд методів розрахунку та аналізу показників діяльності ринку цінних паперів, але, на нашу думку, саме залежність між їх характеристиками та фінансовою стабільністю в державі заслуговує окремої уваги. Розробленню даної проблематики присвячені праці американського вченого Едвіна Дж. Долана. Дослідження щодо основних індикаторів фінансових криз висвітлені в працях А. Деміргук-Кунта, Е. Детражіа, Д. Харді й К. Пазарбасіо.

© Довгаль Ю.С., 2010.

© Ліщина О.Ю., 2010.



Рис. 1. Розгортання світової фінансової кризи

Роботи Г. Камінські, С. Лізондо й К. Рейнхарта присвячені ідентифікації факторів кризи.

Постановка задачі:

- дослідження індикаторів фінансової кризи;
- дослідження залежності між фінансовою стабільністю та характеристиками ринку цінних паперів, зокрема державних облігацій;
- розгляд можливих прогнозів щодо початку виходу вітчизняної економіки з фінансової кризи.

Основний матеріал та результати. Фінансова криза, що розпочалася на початку 2008 р., є першою кризою сучасної світової економіки. На наш погляд, її виникнення було обумовлено висо-

кими цінами на сировину, перегрівом фондового і кредитного ринків. Унаслідок цього наступила іпотечна та банківська криза в США та деяких інших європейських країнах, що і спричинило фінансову нестабільність в ряді держав (рис. 1).

Початок нинішньої кризи було покладено в іпотечному секторі економіки США в 2007 р., а саме в сфері іпотечного кредитування фізичних осіб з низькими доходами і поганою кредитною історією [7]. Свого піку криза досягла в період обвалу цін на глобальних фондових ринках (липень-жовтень 2008 р.).

Розгортаючись, криза спровокувала зниження активності іноземних та вітчизняних інвесторів, що призвело до відтоку капіталу. З метою забезпечення стабільності функціонування економіки їй необхідний постійний приток інвестиції. І саме тут провідну роль відіграє Центральний банк країни, до функцій якого входить регулювання пропозиції грошей.

Міжнародним валютним фондом (МВФ) запропоновано до впровадження в Україні посібник «Показники фінансової стабільності», який створений для сприяння складанню і підвищенню по-

Таблиця 1. Індикатори фінансової стабільності

<u>Основні індикатори фінансової стабільності</u>	
Депозитні корпорації	
<u>Рекомендовані індикатори фінансової стабільності</u>	
Депозитні корпорації	
Інші фінансові корпорації (ІФК)	
Нефінансові корпорації	
Домогосподарства	
Ліквідність ринку	
- Середня різниця між цінами продавця і покупця на ринку цінних паперів	
- Середньоденний оборотний коефіцієнт на ринку цінних паперів	
Ринки нерухомості	

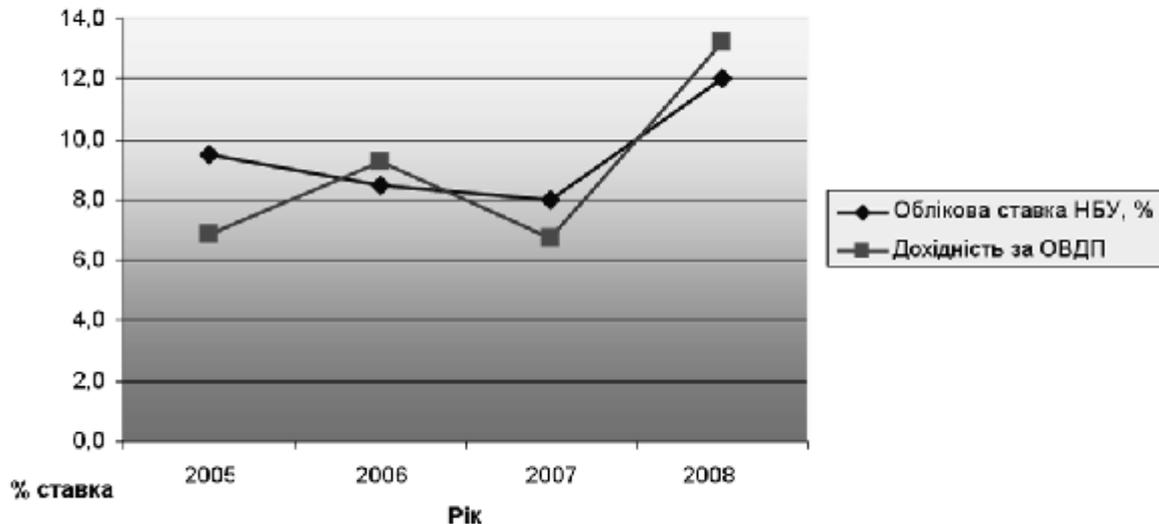


Рис. 2. Взаємозв'язок між доходністю держоблігацій зважених по строках та обліковою ставкою НБУ в Україні за 2005-2008 рр.

рівнянності даних (вихідних даних для індикаторів фінансової стабільності) між різними країнами світу. В табл. 1 наведені окремі індикатори, які використовує НБУ для оцінки фінансового стану країни. Одним з рекомендованих показників фінансової стабільності виступає ринок цінних паперів держави [7].

Одним з основних типів цінних паперів, які обертаються на ринку, є державні цінні папери. Під державними цінними паперами слід розуміти такі фінансові інструменти, які випускаються й гарантовано погашаються тільки державою. В Україні вони мають назву облігації внутрішньої державної позики (ОВДП). Для постачальників позичкового капіталу це вигідний варіант вкладення вільних коштів, повернення яких (з приростом) гарантовано державою. Державні цінні папери – найнадійніші серед боргових паперів, ризики за ними мінімальні, що й забезпечує їм особливу привабливість.

Облігація, як цінний папір, характеризується наступними показниками [5]:

- *ціна розміщення*. Номінальна вартість ОВДП України становить 1000 грн., але покупець облігацій може купувати їх за ціною нижчою або вищою від номіналу – залежно від попиту і пропозиції на них. Перший випадок мав назву продаж з дисконтом (вигоду отримує покупець, а держава цим самим залучає кредиторів), другий – продаж з премією (коли існує великий попит на держоблігації і держава може завищити ціну продажу);

- *термін розміщення*. Це строк між датою випуску і датою погашення облігації. Більші строки розміщення держоблігацій свідчать про вищу довіру до емітента облігацій. В Україні переважно

випускаються середньострокові облігації – терміни коливаються від 1 до 5 років;

- *дохідність*. Річний дохід виражається у відсотках до номінальної вартості облігації; відсоткова ставка визначається на аукціоні при їх розміщенні. На рис. 2 спостерігається щільний зв'язок між доходністю держоблігацій та обліковою ставкою НБУ в Україні за 2005-2008 рр., тобто облікова ставка слугує орієнтиром для визначення рівня доходності ОВДП;

- *структура процентних ставок по строках погашення*. Відображає взаємозв'язок між відсотковими ставками та строками їх погашення за допомогою кривої доходності. Вона має позитивний нахил набагато частіше, ніж негативний. Причина пояснюється теорією переваги ліквідності. Відповідно до цієї теорії, інвестори віддають перевагу короткостроковим цінним паперам, а не довгостроковим, оскільки короткострокові пов'язані з меншим процентним ризиком. Тому інвестори вимагають більшого прибутку з довгострокових цінних паперів у якості премії за ризик.

Проаналізуємо далі вплив фінансової кризи на економіку України, спираючись на позицію міністра економіки України Б.М. Данилишина, яка знайшла своє відбиття у статті, опублікованій в жовтні 2008 р. [3].

Перший етап поширився у 2007 р., коли на світових фондових ринках почалися падіння фондових індексів провідних банків та фінансових компаній. За таких обставин спекулятивний капітал, що шукає стабільні ринки з найвищими прибутками, перейшов з ринків розвинених країн до країн з економіками, що розвиваються, які продовжували демонструвати високі темпи зростан-

ня прибутковості. Китай і Україна стали лідерами такого зростання.

Другий етап мав місце на початку 2008 р., коли падіння фондових ринків світу, що тривало, зумовило переорієнтацію фінансових потоків з одних активів в інші, зокрема в сировинні та енергетичні. Це одразу стимулювало істотне зростання цін на сировинні ресурси.

Третій етап (III квартал 2008 р.). Цей етап примусив уряди провідних країн переглянути свою політику щодо фінансових ринків. Центробанк України за 2-ге півріччя 2008 р. здійснив вливання валюти в економіку на суму 44 млрд. грн., що становить близько 10% від маси грошей в обігу.

Четвертий етап (IV квартал 2008 р. – 2009 р.). У цей час відбувається падіння рівня зайнятості і ВВП.

Розглянемо детальніше основні канали впливу на національну економіку, які найбільш чутливі саме для економіки України [1].

Перший канал — зовнішньоторговельний. Відбулося зменшення світового попиту на біржові товари (метал, сільськогосподарська продукція), що, зважаючи на високу залежність української економіки від експорту, негативно позначились на динаміці розвитку експортного виробництва, а також – на галузях, які безпосередньо й опосередковано залежать від експорту.

Другий канал – банківська система. На сьогодні досить високою є частка присутності іноземного капіталу у фінансових установах (19%

усього накопиченого іноземного капіталу). У банківському секторі частка іноземного капіталу в загальному обсязі капіталу перевищує порогове значення межі економічної безпеки, що знаходиться на рівні 30%. Погіршення стану економіки України приводить до кризи ліквідності на ринку депозитних корпорацій.

Третій канал — борговий. Наприкінці першого півріччя 2008 року обсяг валового зовнішнього боргу становив 59,9% ВВП, або 100,06 млрд. дол. США. При цьому майже 85% становить заборгованість приватного сектора економіки. Погіршення ліквідності світових фінансових ринків істотно уповільнило кредитування української економіки. Як наслідок, українські позичальники зазнають труднощів з рефінансуванням своїх кредитних зобов'язань на зовнішніх ринках.

В Україні світова фінансова криза проявляється через банківську та кредитну сфери, але існують індикатори, які попереджають про кризу, характеризують її глибину та прогнозують початок виходу економіки з кризи.

Проаналізувавши характеристики розміщення держоблігацій на первинному ринку України, а саме ціну та терміни розміщення, доходність і структуру процентних ставок по строках погашення, авторами виявлена пряма залежність між представленими характеристиками та фінансовою стабільністю в Україні. Результати дослідження наведені в табл. 2.

Перший етап світової кризи не мав значного впливу на економіку України. Унаслідок високого попиту облігації розміщувалися з премією.

Таблиця 2. Характеристика розміщення ОВДП на різних етапах економічної кризи в Україні

Етап Характеристика	I етап	II етап	III етап	IV етап																																								
Ціна розміщення	з премією 6,5% від номіналу	з премією 5% від номіналу	від премії +5%, до дисконту -5% від номіналу	з дисконтом -10%																																								
Доходність	6,3-7,0 %	8,9-12,8 %	12,4-12,6 %	12,4-17,0%																																								
Термін розміщення	<table border="1"> <tr><td>до 1 р.</td><td>0%</td></tr> <tr><td>до 2 р.</td><td>38%</td></tr> <tr><td>до 3 р.</td><td>56%</td></tr> <tr><td>до 4 р.</td><td>6%</td></tr> <tr><td>до 5 р.</td><td>0%</td></tr> </table>	до 1 р.	0%	до 2 р.	38%	до 3 р.	56%	до 4 р.	6%	до 5 р.	0%	<table border="1"> <tr><td>до 1 р.</td><td>33%</td></tr> <tr><td>до 2 р.</td><td>10%</td></tr> <tr><td>до 3 р.</td><td>28%</td></tr> <tr><td>до 4 р.</td><td>29%</td></tr> <tr><td>до 5 р.</td><td>0%</td></tr> </table>	до 1 р.	33%	до 2 р.	10%	до 3 р.	28%	до 4 р.	29%	до 5 р.	0%	<table border="1"> <tr><td>до 1 р.</td><td>55%</td></tr> <tr><td>до 2 р.</td><td>16%</td></tr> <tr><td>до 3 р.</td><td>16%</td></tr> <tr><td>до 4 р.</td><td>13%</td></tr> <tr><td>до 5 р.</td><td>0%</td></tr> </table>	до 1 р.	55%	до 2 р.	16%	до 3 р.	16%	до 4 р.	13%	до 5 р.	0%	<table border="1"> <tr><td>до 1 р.</td><td>84%</td></tr> <tr><td>до 2 р.</td><td>0</td></tr> <tr><td>до 3 р.</td><td>0</td></tr> <tr><td>до 4 р.</td><td>7%</td></tr> <tr><td>до 5 р.</td><td>9%</td></tr> </table>	до 1 р.	84%	до 2 р.	0	до 3 р.	0	до 4 р.	7%	до 5 р.	9%
до 1 р.	0%																																											
до 2 р.	38%																																											
до 3 р.	56%																																											
до 4 р.	6%																																											
до 5 р.	0%																																											
до 1 р.	33%																																											
до 2 р.	10%																																											
до 3 р.	28%																																											
до 4 р.	29%																																											
до 5 р.	0%																																											
до 1 р.	55%																																											
до 2 р.	16%																																											
до 3 р.	16%																																											
до 4 р.	13%																																											
до 5 р.	0%																																											
до 1 р.	84%																																											
до 2 р.	0																																											
до 3 р.	0																																											
до 4 р.	7%																																											
до 5 р.	9%																																											
Структура процентних ставок																																												

Рівень доходності коливався в межах 6,3-7,0%, а облікова ставка НБУ слугувала орієнтиром доходності облігацій. Крива доходності мала горизонтальний характер. У структурі облігацій за термінами розміщення переважали дво-, трирічні облігації. Тобто, поведінка первинного ринку держоблігацій віддзеркалювала оптимістичні настрої економічних агентів щодо стану економіки України.

Другий етап відображав вплив 2-ї хвили світової кризи на Україну. Зміни спостерігалися в рівні доходності, а саме мало місце його збільшення в 1,5 разу, що пояснюється зменшенням активності покупців на ринку ОВДП. Премія при розміщенні облігацій знизилась на 2 процентних пункти. Крива доходності переходить з горизонтальної на спадну. Тобто, поведінка кривої доходності збіглася з нестабільністю на світових фондових ринках і сигналізувала про початок негативних тенденцій в економіці України.

На третьому етапі кризова хвиля повністю охопила усі сектори економіки України. Протягом цього етапу кардинально змінилася ціна розміщення (порівняно з попередніми етапами) від премії +5%, до дисконту -5% від номіналу. Починають падати середні терміни розміщення до 1,5 року. Крива доходності набуває «горбатого вигляду». У цей час іноземний капітал залишає Україну, стрімко зменшується експорт, зростає безробіття та НБУ вводить тимчасові адміністрації в комерційних банках.

На четвертому етапі активність на ринку ОВДП падає до нуля: більш ніж у 2 рази зростають процентні ставки, а облікова ставка НБУ перестає слугувати орієнтиром доходності. Розміщуються переважно однорічні облігації з дисконтом до -20%; крива доходності знаходиться в положенні, подібному до 2-го етапу. На тлі політичної та економічної кризи в Україні приватні інвестори повністю залишають ринок держоблігацій.

Висновки:

1. Процентні ставки державних облігацій на первинному ринку цінних паперів виступають одним з вагомих індикаторів фінансової кризи.
2. Найбільш чутливим індикатором, який ха-

УДК 336.763.3

Довгаль Юлія Сергіївна, асистент кафедри фінансів, банківської справи та державного управління.
Ліщина Олег Юрійович, студент спеціальності «Фінанси». Полтавський національний технічний університет ім. Ю. Кондратюка. **Процентні ставки державних облігацій на первинному ринку в системі індикаторів фінансової кризи.** У статті розглянуто поведінку ринку державних облігацій України під впливом фінансової кризи, залежність між структурою процентних ставок по ОВДП та фінансовою стабільністю в країні, можливі прогнози щодо початку виходу вітчизняної економіки з кризи.

рактеризує стан економіки країни, є структура процентних ставок по строках погашення, що відображається через криву доходності. Зміна виду кривої доходності стає найпершим індикатором спаду в економіці (з горизонтальної на спадну у першому півріччі 2008 р.). Інші характеристики держоблігацій відреагували на кризові явища з часовим лагом: ціна розміщення (продаж облігацій з дисконтом) з 3-го етапу, а доходність перевищила облікову ставку НБУ лише на 4-му.

3. Характеристики розміщення ОВДП на первинних аукціонах, які проводилися протягом 4-го кварталу 2008 р. та 1-го кварталу 2009 р., свідчать про стагнацію економіки України. Вид кривої доходності, ціна розміщення -10% та доходність 20% вказує на те, що криза досягла свого піку.

4. В період виходу економіки України з фінансової кризи ринок ОВДП відреагує наступним чином. Спочатку вид кривої доходності буде мати горизонтальну характеристику, яка була до початку кризи, ціна розміщення дорівнюватиме номіналу, а доходність ОВДП на первинному ринку стане менша, ніж облікова ставка НБУ.

ЛІТЕРАТУРА:

1. Долан, Д. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика : учебн. // Д. Долан. – Л., 1991. – 448 с. – С. 285-315.
2. Офіційний сайт НБУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>.
3. Данилишин, Б. Світова фінансова криза – тест для України / Б. Данилишин // Дзеркало тижня. – 11-17 жовтня 2008. – № 38 (717). – С. 7-15.
4. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/>.
5. Фабоцци, Фрэнк Дж. Рынок облигаций: анализ и стратегии : пер. с англ. / Фрэнк Дж. Фабоцци. – М. : Альпина Бизнес Букс. – 2005. – 958 с. – С. 648-678.
6. Колесник, В. В. Введение в рынок ценных бумаг / В. В. Колесник. – К. : А.Л.Д. – 1997. – 176 с. – С. 48-52.
7. Сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmc.kiev.ua/>.
8. Закон України Про Національний банк України // Відомості Верховної Ради України (ВВР). – 1999. – № 29. – Ст. 238.

Ключові слова: фінансова криза, ринок цінних паперів, облігації внутрішньої державної позики, структура процентних ставок, крива доходності.

УДК 336.763.3

Довгаль Юлія Сергеевна, асистент кафедри фінансов, банківського дела и государственного управления. **Лищина Олег Юрьевич**, студент специальности «Финансы». Полтавский национальный технический университет им. Ю. Кондратюка. **Процентные ставки государственных облигаций на первичном рынке в системе индикаторов финансового кризиса.** В статье рассмотрены поведение рынка государственных облигаций Украины под влиянием финансового кризиса, зависимость между структурой процентных ставок по ОВГЗ и финансовой стабильностью в стране, возможные прогнозы относительно начала выхода отечественной экономики из кризиса.

Ключевые слова: финансовый кризис, рынок ценных бумаг, облигации внутреннего государственного займа, структура процентных ставок, кривая доходности.

УДК 336.763.3

Dovgal Julia Sergiivna, assistant of department of finances, banking and state administration. **Lischina Oleg Yurievich**, student of speciality «Finances». Poltava national technical university named after Yuri Kondratyuk. **Interest rates of public bonds at the primary market in the system of financial crisis' indicators.** In the article the conduct of state bonds' market of Ukraine is considered under influence of financial crisis, dependence is described between the structure of interest rates on public bonds and financial stability in a country, possible prognoses relatively beginnings of output of domestic economy from a crisis.

Keywords: financial crisis, market, public bonds, the structure of interest rates, earnings yield curve.

Стаття отримана редакцією 09.02.2010 р.