

УДК 336. 27 + 336.276 / (447)

О.В. Олійник

ОСОБЛИВОСТІ ДІЯЛЬНОСТІ УКРАЇНИ НА РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЄВРООБЛІГАЦІЙ В УМОВАХ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

Стаття присвячена комплексному дослідженню теоретико-методологічних проблем розвитку ринку єврооблігацій у країнах, що розвиваються. Виявлено особливості використання державних єврооблігаційних запозичень в Україні в умовах політичної та економічної нестабільності на національному та світовому фінансових ринках. Узагальнено досвід та умови співпраці уряду України з міжнародним ринком боргового капіталу взагалі та ринком єврооблігацій зокрема, на сучасному етапі їх розвитку. Дано оцінку рівня розвитку вітчизняного ринку єврооблігацій. Розглянуто переваги та недоліки цього інструменту залучення фінансових ресурсів на міжнародному ринку боргового капіталу, а також розкрито його значення для країни. Виявлені основні чинники економічного та політичного середовища, які визначають зміну кредитних рейтингів України та динаміку вартості та ризиків українських єврооблігацій.

Ключові слова: *світовий фінансовий ринок, фондовий ринок, ринок боргових цінних паперів, ринок єврооблігацій, зовнішні запозичення, боргові цінні папери, єврооблігації, суверенні єврооблігації.*

Статья посвящена комплексному исследованию теоретико-методологических проблем развития рынка еврооблигаций в развивающихся странах. Выявлены особенности использования государственных еврооблигационных заимствований в Украине в условиях политической и экономической нестабильности на национальном и мировом финансовых рынках. Обобщен опыт и условия сотрудничества правительства Украины с международным рынком долгового капитала вообще и рынком еврооблигаций в частности на современном этапе их развития. Дана оценка уровня развития отечественного рынка еврооблигаций. Рассмотрены преимущества и недостатки этого инструмента привлечения финансовых ресурсов на международном рынке долгового капитала, а также раскрыто его значение для развития экономики страны. Выявлены основные факторы экономической и политической среды, которые определяют изменение кредитных рейтингов Украины и динамику стоимости и рисков украинских еврооблигаций.

Ключевые слова: *мировой финансовый рынок, фондовый рынок, рынок долговых ценных бумаг, рынок еврооблигаций, внешние заимствования, долговые ценные бумаги, еврооблигации, суверенитет еврооблигации.*

This article is devoted to the complex research of theoretical and methodological problems of Eurobond market in the developing countries. The features of the use of government Eurobond borrowing in Ukraine in conditions of political and economic instability on the domestic and global financial markets. The experience and terms of cooperation between the Government of Ukraine on the international debt capital markets in general and in particular the Eurobond market at the present stage of development. The estimate of the level of development of the domestic market of Eurobonds. The advantages and disadvantages of this tool to attract financial resources from international debt capital markets, and reveals its importance for the country, identified the main factors of economic and political environment that determine the change in credit rating Ukraine

and the dynamics of risk on Ukrainian Eurobonds.

Keywords: *international financial markets, the stock market, the market for debt securities, the Eurobond market, foreign borrowing, debt securities, Eurobonds, Sovereignty Eurobonds.*

Постановка проблеми. В Україні в період переходу до ринкової економіки, в умовах фінансової неспроможності держави здійснювати капітальні вкладення та фінансувати пріоритетні галузі економіки, незабезпеченості вітчизняних підприємств власними фінансовими ресурсами та недостатньої розвиненості кредитного ринку, обмеженості внутрішніх фінансових ресурсів в країні, низького рівня національних заощаджень і національного інвестування, великі надії покладаються на надходження фінансових ресурсів із зовнішніх джерел, що може бути забезпечене за рахунок продажу боргових цінних паперів нерезидентам на міжнародному ринку капіталу. За нестачі національних інвестицій країна змушена вдаватися до залучення іноземних позик на світових ринках боргового капіталу.

Адже країни з перехідною економікою, до яких належить і Україна, нездатні вийти з економічної кризи без залучення іноземних інвестицій, що відіграють роль потужного та ефективного інструменту активізації інвестиційних процесів, дозволяючи не лише досягти стабілізації економіки країни, короткострокового економічного зростання, але й закласти основу для довгострокових перспектив у розвитку національної економіки.

Одним з найбільш ефективних боргових інструментів залучення інвестицій виступають єврооблігації, за допомогою яких здійснюється не тільки залучення значних обсягів довгострокових та відносно дешевших, порівняно із мобілізованими а внутрішньому фінансовому ринку, ресурсів, а й відбувається диверсифікація джерел фінансування та хеджування валютних ризиків.

Дослідники та експерти єврооблігаційного ринку відзначають, що значне залучення зовнішніх запозичень, крім посилення національної валюти, дозволяє знизити ціну боргу і залучити більше вільних коштів в економіку.

За дотримання державою основних показників боргової безпеки та

оптимальної структури боргового портфеля зовнішні запозичення на ринку єврооблігацій є вагомим інструментом макроекономічної політики держави. Зокрема, єврооблігації можуть використовуватися і як інструмент гармонізації структури платіжного балансу, управління валютним курсом.

Крім цього єврооблігації надають можливість отримати їх емітентам додаткові вигоди від конвертації валютних надходжень в інші валюти у випадку сприятливого коливання валютних курсів.

Нарешті, державні єврооблігації виступають важливим джерелом неінфляційного покриття дефіциту бюджету. Вважається, що випуск суверенних єврооблігацій та інших державних цінних паперів є одним з ефективних методів фінансування бюджетного дефіциту, адже, покриття дефіциту бюджету через емісію грошей призводить до надходження в обіг незабезпечених реальними активами платіжних засобів, а отже, до інфляції.

Варто зазначити, що державні єврооблігації випускаються не тільки для покриття дефіциту державного бюджету, а й для погашення емітованих раніше державних боргових зобов'язань.

Але поряд з позитивними наслідками процесів активізації зовнішніх запозичень України на ринках єврооблігацій, існує низка недоліків, пов'язаних насамперед із чутливістю фінансової системи до ризиків динамічного зовнішнього середовища в умовах фінансової глобалізації та загрозами для фінансової безпеки держави. Тому важливим завданням, що постає сьогодні перед Україною, є визначення оптимальних шляхів та механізмів підвищення ефективності взаємодії національного ринку облігацій з ринком єврооблігацій з одночасною мінімізацією ризиків для національної економічної безпеки.

Аналіз актуальних досліджень. Різні теоретичні та практичні аспекти здійснення державних запозичень на ринках капіталу були розкриті у працях таких вітчизняних економістів як, Т. Богдан, З. Варналій, О. Василик, В. Геєць, М. Дьоміна, А. Гальчинський, Н. Зражевська, В. Корнєєв, В. Козюк,

Ю. Кравченко, І. Лютий, В. Майстришин, С. Марченко, В. Міщенко. О. Мозговий, О. Сніжко, В. Руденко, О. Чеберяко, В. Шапран, В. Шелудько та багатьох інших.

Водночас тематика саме єврооблігаційних запозичень та чинників, що визначають позиції України на міжнародному ринку капіталу, залишаються недостатньо вивченими і розробленими.

Тому комплексне та ґрунтовне дослідження даної проблеми є важливим для розвитку вітчизняної економічної думки, що і зумовило вибір теми даної роботи та окреслило коло питань, які в ній висвітлюються.

Метою статті є аналіз діяльності уряду України на ринку єврооблігаційних запозичень у посткризовий період, з'ясування переваг та недоліків використання цього інструменту залучення державою фінансових ресурсів на міжнародному ринку боргового капіталу, виявлення чинників, що впливають на вартість, обсяги та строки випусків єврооблігацій, розкриття особливостей здійснення нових запозичень суверенним емітентом на ринку єврооблігацій в умовах політичної та економічної нестабільності.

Виклад основного матеріалу. Єврооблігації (eurobonds) – це середньо- та довгострокові боргові цінні папери, які підтверджують зобов'язання емітента сплатити їхню номінальну вартість у визначений термін та відсотки за визначеною процентною ставкою; випускаються урядами країн, муніципальними та корпоративними позичальниками (емітентами) та розміщуються за допомогою міжнародного синдикату андерайтерів за межами як країни-емітента, так і країни, у валюті якої вони деноміновані.

Отже, єврооблігації є цінні папери, деноміновані у валюті, відмінній від валюти країни емітента, що розміщуються за допомогою синдикату андерайтерів, для яких така валюта, як правило, також є іноземною.

Згідно з визначенням ЄС, єврооблігація – це цінний папір, що випускається на ринку, який знаходиться поза зоною впливу монетарних регуляторів тієї країни, у валюті якої він номінований.

Обіг євробондів на ринку визначається Директивою ЄС (EU Prospectus Directive 89/128), згідно з якою до них висуваються такі вимоги:

- повинні бути розміщені синдикатом андерайтерів, принаймі два з яких мають зареєстровані представництва у різних країнах;
- мають розміщуватися в значних обсягах в одній або більше країнах, відмінних від тієї, де зареєстрований емітент;
- одразу після емісії мають бути доступні інвесторам декількох країн;
- первинне розміщення облігацій має відбуватися тільки через кредитні або фінансові інститути;
- обіг відбувається поза законодавством будь-якої окремої країни [14].

Офіційною назвою суверенних єврооблігацій та інших видів міжнародних державних облігацій в Україні є «облігації зовнішніх державних позик», або скорочено ОЗДП, питання випуску яких регулюється статтею 10 «Державні облігації України» Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»: «Облігації зовнішніх державних позик України – державні боргові цінні папери, що розміщуються на міжнародних фондових ринках і підтверджують зобов'язання України відшкодувати пред'явникам цих облігацій їх номінальну вартість з виплатою доходу відповідно до умов випуску облігацій [21].

Емітентом ОЗДП України є держава в особі Міністерства фінансів. Кошти, отримані від розміщення облігацій зовнішніх державних позик України, спрямовуються виключно до Державного бюджету України.

Рішення про випуск ОЗДП України в межах, передбачених Законом про Державний бюджет України на відповідний рік зовнішніх джерел фінансування дефіциту Державного бюджету України, приймає Кабмін України щодо кожного випуску. ОЗДП України можуть деномінуватися у конвертованій іноземній валюті.

ОЗДП України випускаються процентними, дисконтними та можуть бути іменними або на пред'явника, з вільним або обмеженим колом обігу.

Чинне законодавство передбачає, що ОЗДП України оплачуються

виключно в конвертованій іноземній валюті відповідно до умов їх випуску.

Отже, державні єврооблігації України посідають важливе місце на українському ринку боргових цінних паперів і випускаються для фінансування поточного бюджетного дефіциту, забезпечення касового виконання державного бюджету, регулювання грошової маси в обігу, згладжування нерівномірного надходження податкових платежів, погашення раніше розміщених позик, забезпечення комерційних банків ліквідними резервними активами, фінансування цільових програм, які здійснюють місцеві органи влади, а також скорочення обмежень на рух капіталів між країнами.

Переваги та недоліки зовнішніх державних запозичень на ринку єврооблігацій наведено в табл. 1.

Таблиця 1

**Переваги та недоліки зовнішніх державних запозичень на ринку
єврооблігацій [14, с. 393]**

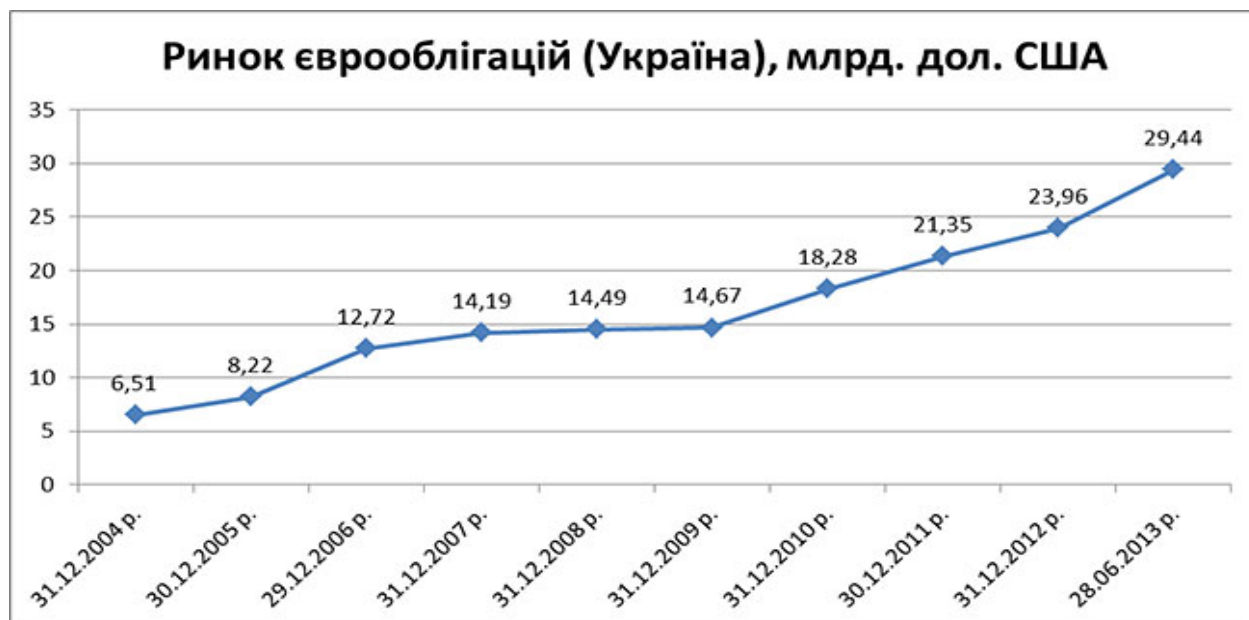
Переваги	Недоліки
<ol style="list-style-type: none"> 1. Згладжування нерівномірності надходжень та коливань доходів і витрат бюджету. 2. Утримання споживання на необхідному рівні внаслідок здійснення витрат у більшому розмірі, ніж дозволяє національний дохід. 3. Надання можливості тактичної перманентної стабілізації фінансової системи за рахунок використання ресурсів, що не забезпечуються динамікою внутрішніх заощаджень. 4. Інтеграція у міжнародний кругообіг капіталу. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Уповільнення інвестиційного процесу. 2. Підвищення рівня оподаткування для обслуговування боргу. 3. Уповільнення економічного зростання внаслідок вилучення національних ресурсів із системи внутрішнього кругообігу капіталу і спрямування його у фінансові потоки. 4. Провокування боргової кризи внаслідок надмірних обсягів запозичень та їх нераціональної структури.

Перші кроки на ринку державних єврооблігаційних запозичень Україна зробила у серпні 1997 року, коли було здійснено розміщення українських єврооблігацій на японському ринку у вигляді фідуціарної позики від японської компанії Nomura Int. загальним обсягом 396 млн дол. США під гарантію випущених Міністерством фінансів України 12-місячних цінних паперів на суму 450 млн дол. США. Потім Україна регулярно виходила на ринок

єврооблігацій, за виключенням 2008 та 2009 років.

Як зазначає відомий фахівець ринку єврооблігацій В.Руденко, за роки незалежності 42 вітчизняні емітенти здійснили 117 емісій єврооблігацій. Традиційно і уряд, і компанії випускали доларові єврооблігації (сумарно на \$ 42,9 млрд). Проте були і виключення: Укрексімбанк випускав євробонди, номіновані у гривні, а Мінфін брав у борг у євро, швейцарських франках та японських єнах. Номінальна доходність таких позик нижча, а курсові ризики вище [18].

Дані про обсяги та динаміку ринку єврооблігаційних позик вітчизняних емітентів наведені на рис. 1.



Джерело: <http://ua.cbonds.info>

Рис. 1. Ринок єврооблігацій (Україна), млрд. дол. США [6]

Як свідчать наведені дані, сукупний обсяг ринку українських єврооблігацій демонструє стійку тенденцію до зростання. Лише протягом 2007-2009 років обсяг ринку коливався в межах 14,2-14,7 млрд. доларів. З 2004 до середини 2013 року ринок євробондів українських емітентів зріс в 4,5 рази.

Особливо активно на цьому сегменті міжнародного ринку капіталів вітчизняні позичальники діяли в першому півріччі 2013 року, демонструючи справжній бум розміщень єврооблігацій. Це було викликане надзвичайно

сприятливою кон'юктурою ринку єврооблігацій.

У вересні 2012 року Федеральна резервна система США почала третій раунд програми «кількісного пом'якшення» (QE-3), вливаючи в економіку по 40 млрд \$ на місяць, а в грудні 2012 року ця сума була збільшена більш ніж удвічі [17].

Позикові гроші були рекордно дешевими: облікова ставка Федеральної резервної системи (ФРС) США знаходилась в діапазоні 0 – 0,25%.

Іноземні інвестори почали все більше орієнтуватися на високоприбуткові інструменти, в тому числі на інвестиційні інструменти ринків, що розвиваються взагалі, і України зокрема. Для українських емітентів це стало доброю можливістю залучити частину цих коштів. Крім того, позитивним сигналом для міжнародних інвесторів було поновлення переговорів уряду України з МВФ на початку 2013 року.

Коментуючи цю ситуацію, фахівець відділу продажів боргових цінних паперів інвестиційної компанії Dragon Capital С. Фурса зазначив: "Ралі на американських торгових майданчиках і високий апетит до ризику, пов'язаний в першу чергу з великим обсягом грошей, що друкуються США, приводили до постійних припливів нових грошових коштів у фонди, які інвестують в боргові інструменти" [17].

А начальник управління міжнародного фінансування та структурування трансакцій ПУМБ С. Зубро підкреслював: «Відрізок з січня по травень 2013 року після тривалого періоду «мовчання» виявився дуже багатим на розміщення. При цьому досить сприятливе і тривале «вікно», яке відкрито і зараз, надало можливість гравцям не тільки розмістити єврооблігації, але й виконати важливі завдання з управління зобов'язаннями» [17].

Однак успіхом у покупців користуються не всі пропоновані їм папери. «Вони вибірково підходять до вибору об'єкта вкладення і прагнуть інвестувати тільки в якісні активи. Серед українських емітентів це суверенні і квазісуверенні папери, а також деякі євробонди реального сектора, зокрема

аграрної галузі та енергетики. Банківський сектор, незважаючи на наявність досить якісних емітентів, інвестори, вже маючи негативний досвід, оцінюють як високоризиковий», – зазначив С. Зубро [17].

Проведені розміщення експерти вважають успішними: строки залучення становили від 5 до 10 років, вартість ресурсів – від 7,5 % до 10,875 % річних. «Враховуючи великі обсяги фінансування і мінімальну за останні кілька років вартість ресурсів, умови для наших позичальників можна вважати привабливими», – говорить фахівець з торгівлі облігаціями ІК Concorde Capital Ю. Товстенко.

Емітентам, які були зацікавлені в заміні старого боргу на новий, ринкові умови допомогли істотно поліпшити борговий профіль і отримати більш вигідні умови фінансування.

Їм вдалося знизити вартість обслуговування боргу, збільшити обсяги залучених коштів і подовжити свою криву прибутковості.

Втім, вартість залучення коштів українськими емітентами на ринку єврооблігацій, є однією з найвищих серед інших ринків, що розвиваються.

Так, одночасно з Україною на ринок єврооблігацій виходили Індонезія, Коста-Ріка, Парагвай, Сербія, Гватемала, Хорватія, Словенія, Домініканська Республіка, Руанда і Гондурас.

«Купонні ставки для них були на рівні 4-8%», – відзначає начальник управління корпоративних фінансів УкрСиббанку С. Ягнич.

«Десятирічний борг Шрі-Ланки розміщувався зі ставкою близько 5%, що майже в два рази менше, ніж ставка, за якою залучала Україна в той момент», – згадує С. Фурса.

Дешевше, ніж українські емітенти, знаходили кошти на зовнішніх майданчиках і російські позичальники: вартість ресурсів для них становила 3,5 – 7% річних [17].

Характеризуючи вартість останніх єврооблігаційних позик України (купонні ставки за єврооблігаціями), варто зазначити, що у 2012 р. Україна

залучала зовнішні фінансові ресурси за ставками 9,25, 7,95 і 7,8 % річних, що значно перевищувало дохідність облігацій європейських держав, які перебували у стані боргової кризи.

Так, у липні 2012 р. дохідність 10-річних державних облігацій Іспанії становила 6,8 %, Італії – 6 %, Ірландії – 6,1 %, Кіпру – 7 %, а середньозважена дохідність суверенних облігацій країн єврозони в цілому становила 3,25 % [1].

За даними JPMorgan, середня дохідність за облігаціями країн, що розвиваються (Emerging markets), у жовтні 2012 року знизилась до рекордно низьких 4,59% [20].

Іспанія увійшла до групи проблемних позичальників регіону у червні 2012 р., коли дохідність її суверенних 10-річних облігацій сягнула 7 %.

Т.Богдан у зв'язку з цим звертає увагу на ту обставину, що фінансові експерти єврозони вважають, що при зростанні ринкових відсоткових ставок за довгостроковими державними зобов'язаннями до рівня 7 % порушується нормальний процес залучення позик і рефінансування боргу, внаслідок чого відповідна країна зараховується до групи кризових і може претендувати на отримання зовнішньої фінансової допомоги [1].

«Відповідно до концепції зовнішньоборгової стійкості, платоспроможність уряду у довгостроковій перспективі є гарантованою (за відсутності ризиків пролонгації боргу), якщо доходи бюджету, виражені в іноземній валюті, щороку зростають із темпами, вищими від ставок зовнішніх запозичень», – пише Т. Богдан [1].

Очевидно, що в Україні така умова не виконується, тому навіть за можливості рефінансування накопичених боргів уряд країни з часом виявиться неплатоспроможним, адже обсяги зростання боргових виплат не відповідатимуть можливостям дохідної частини бюджету.

Експерти ринку єврооблігацій прогнозували, що до кінця 2013 року українські емітенти продовжать розміщувати єврооблігації: всередині країни уряд та компанії не зможуть залучити потрібний обсяг фінансування.

«Перш за все ми чекаємо нових суверенних випусків», – підкреслює С. Фурса. Держбюджет-2013 передбачав пошук зовнішнього фінансування у розмірі більше \$ 4,5 млрд, при цьому з початку 2013 року Мінфін залучив тільки половину цієї суми (\$ 2,25 млрд) [18].

Відносно висока вартість фінансування для українських позичальників пояснюється їх низькими інвестиційними рейтингами.

Наприклад, рейтинг України за класифікацією агентства Standard & Poor's знаходиться на рівні В з негативним прогнозом в середині 2013 року, при цьому рейтинги корпоративних емітентів не можуть бути вище суверенного.

«Рейтинги України обмежені нашою думкою про політичну невизначеність, стрес фінансового сектора і слабкою зовнішньою ліквідністю. Зокрема, ми вважаємо, що стратегія уряду щодо фіксації курсу іноземної валюти для задоволення їх підвищеної потреби в зовнішньому фінансуванні в середньостроковій перспективі продовжує залежати від сприятливих умов залучення коштів на зовнішніх ринках», – йдеться в повідомленні Standard & Poor's. [18].

Підвищує вартість фінансування для українських емітентів невирішене питання отримання нового траншу МВФ. Цей фактор є важливим психологічним індикатором майбутнього української економіки для міжнародних інвесторів.

«Тиснули на ціну паперів і перспектива реалізації валютного ризику, необхідність консолідації державного бюджету, зниження обсягів золотовалютних резервів, погіршення ключових економічних показників і низькі кредитні рейтинги емітентів», – перераховує чинники, що впливають на нові випуски єврооблігацій, С. Зубро.

«На умови емісій буде впливати цілий ряд факторів – як глобальних, так і внутрішньоукраїнських, – продовжив С. Зубро. – Наприклад, спостережувана сьогодні схильність глобальних інвесторів до ризику може різко змінитися на інтерес до «тихих гаванів» у разі реалізації негативних сценаріїв, подібних

ситуації на Кіпрі, істотних змін у політиці економічного стимулювання центробанками ЄС, США та інших держав чи погіршення економічних даних і ділових настроїв» [17].

У 2013 році уряд України активно виходив на зовнішні ринки, залучаючи ресурси за допомогою емісії єврооблігацій. Так, у лютому 2013 року Мінфін України дорозмістив десятирічні єврооблігації – 2012, випущені у листопаді 2012 року, на 1 млрд дол. Книга заявок була підписана вдвічі, що дозволило знизити купонну ставку з 7,8 % річних до 7,625 % річних.

9 квітня 2013 року Україна вдруге вийшла на зовнішні ринки запозичення, розмістивши десятирічні єврооблігації на суму \$ 1,25 млрд під 7,5 % річних. Інвесторам була запропонована прибутковість в діапазоні 7,5-7,625 % річних, але, зважаючи на великий обсяг пропозиції, ставка відсікання склала 7,5%, – пише «Коммерсантъ-Україна».

Ю.Товстенко, фахівець з торгівлі облігаціями інвестиційної компанії «Конкорд Капітал», називає збільшену активність уряду на ринку єврооблігацій як використання можливості для рефінансування існуючої заборгованості, так як обсяг погашень у 2013 році був досить великий.

Ці випуски українських єврооблігацій у першому півріччі 2013 року експерти ринку назвали успішним. Це є свідченням того, що інтерес іноземних інвесторів до українського ринку зберігається. До того ж у першій половині 2013 року суверенний випуск українських євробондів з погашенням у 2022 році на 2,250 млрд. дол. торгувався з прибутковістю 7 % річних (див. рис. 2).

Отже, за 9 місяців 2013 року Мінфін України залучив \$ 2,25 млрд. шляхом випуску суверенних єврооблігацій. У 2011 році Уряд України випустив єврооблігації на \$ 3,44 млрд., а у 2012 році емісії українських суверенів склали \$ 4,35 млрд., а у 2010 році держсектор залучив ресурси в обсязі \$ 2,756 млрд. [18].

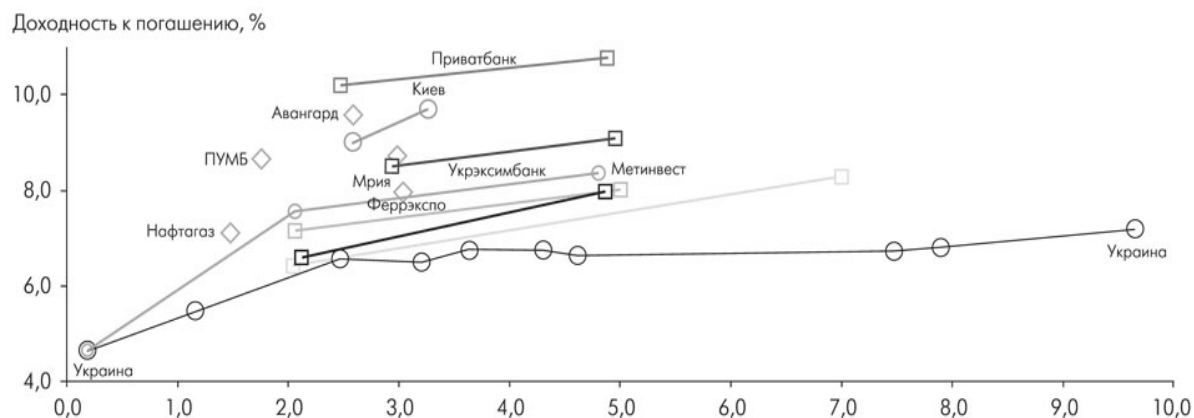


Рис. 2. Карта дохідності єврооблігацій українських емітентів у першому півріччі 2013 року [19].

На даний час на ринках єврооблігацій в обігу знаходяться 13 випусків українських державних єврооблігацій з часовим горизонтом 2014 – 2023 роки загальним обсягом 17, 378 млрд. дол. США, або 62,28% зовнішнього державного боргу (на 01.01.2014 р. зовнішній державний борг України становив 27,9 млрд дол. США, що дорівнює 46,46% загального держборгу України (на 31.12.2013 р. весь держборг України оцінювався в розмірі 60,050 млрд. дол. США, що становить 33-34% ВВП) [22].

Обсяги випуску та ставки купонів за суверенними єврооблігаціями України наведені у таблиці 2.

Дані табл. 2 свідчать, що середня ставка купону за українськими єврооблігаціями становить 7,05%, а середньозважена – 7,14%. Щорічно Україна тільки в якості процентів за єврооблігаціями повинна сплачувати 1,24 млрд. дол. США [22].

Таким чином, середньозважена вартість ресурсів за українським портфелем євробондів приблизно у 2 рази більша ніж за кредитом МВФ.

Проте варто розуміти, що отримуючи кредит через випуск облігацій зовнішньої позики, уряд не бере на себе ніяких зобов'язань з монетарної чи бюджетної політики. Тому дорожняча ресурсу по лінії єврооблігацій виправдана більшою автономністю уряду.

Таблиця 2

**Суверенні єврооблігації України, що знаходяться в обігу,
млрд. дол. США [22]**

№ п/п	Емітент	Сума випуску	Ставка купону	Дата погашення
1	Україна	1.000	7.95%	04/06/2014
2	Україна	0.500	6.875%	23/09/2015
3	Україна	0.828	4.95%	13/10/2015
4	Україна	3.000	5.00%	20/12/2015
5	Україна	1.250	6.25%	17/06/2016
6	Україна	1.000	6.58%	21/11/2016
7	Україна	2.600	9.25%	24/07/2017
8	Україна	0.700	6.75%	14/11/2017
9	Україна	1.000	1.844%	16/05/2019
10	Україна	1.500	7.75%	23/09/2020
11	Україна	1.500	7.95%	23/02/2021
12	Україна	2.250	7.80%	28/11/2022
13	Україна	1.250	7.50%	17/04/2023

Також важливо зазначити, що для України кредит МВФ по лінії stand by виконує технічну роль і фактично надається на підтримку золотовалютних резервів. Кошти ж від єврооблігацій можуть використовуватися урядом на свій розсуд, у т.ч. і на соціальні виплати.

За роками графік погашення єврооблігацій розподілений нерівномірно. Пік припадає на 2015 рік (до погашення 3,5 млрд. дол. США без урахування процентів) та 2017 рік (до погашення 3,3 млрд. дол. США). Погашень в 2018 році немає.

Наприкінці III кварталу 2013 року «вікно» на ринку єврооблігацій України закрилося, міжнародний ринок облігацій опинився на порозі підвищення відсоткових ставок за доларовими запозиченнями через можливе скорочення в США програми викупу активів QE-3 восени 2013 року.

Американські 10-річні Treasuries вже досягли рівня доходності 2,75 %, хоча ще на початку січня 2013 року доходність складала 1,86 %.

Одним з найважливіших сигналів щодо ставлення інвесторів до України є

збільшення ставки EMBI+Ukraine (Emerging Markets Bond Index Plus Ukraine), який розраховується банком JP Morgan Chase & Co і відображає рівень спреду між відсотковими ставками за облігаціями України та 10-ти річними облігаціями Уряду США. Станом на 26 серпня спред склав 779 пунктів (див. рис. 3) [6].

Не сприяли мобілізації коштів через емісію євробондів і високі котирування кредитних дефолтних свопів (CDS – credit default swaps Ukraine 5 years) за українськими єврооблігаціями.



Рис. 3. Динаміка EMBI+Ukraine [6].

Так, починаючи з червня 2013 р. 5-річні CDS України зросли з 600 пунктів до 800 пунктів. А це вже досить красномовна тенденція, яка, як мінімум, призведе до подорожчання вартості кредитів для України. Станом на 26 серпня 2013 року значення CDS України було 865,56 пунктів, яке є одним з найвищих у світі, тобто ринок оцінює можливість дефолту України за євробондами на дуже високому рівні (див. рис. 4) Для порівняння для Росії котирування CDS складають 196,65, Казахстану – 209,99, Польщі – 88,09 [6].

Тому ситуація, що склалася, зрозуміло, не додає довіри до уряду і його боргових зобов'язань, а лише створює напругу на валютному ринку, і збільшує ризики девальвації, наближаючи загрозу дефолту.

Негативно на можливості запозичення коштів на євrorинку впливають і суверенні кредитні рейтинги України, які й надалі залишаються на

спекулятивному рівні. Восени 2013 року кілька рейтингових агентств одночасно знизили суверенний рейтинг України (Саа1 від рейтингового агентства Moody's у вересні 2013 року). Ціни українських суверенних єврооблігацій суттєво впали, а дохідність, з якою їх можна було придбати на вторинному ринку, суттєво зросла, що підвищує премію за ризик у відсотковій ставці розміщення євробондів.



Джерело: Cbonds.

Рис. 4. Динаміка 5-річних CDS України у травні-серпні 2013 року, пунктів [19].

«Ставки за українськими єврооблігаціями зашкалювали і наближались до 15-16 % річних. Ризик дефолту України був високий, прибутковість цих облігацій теж була високою, і ціна на них падала, тому що ці облігації були просто нікому не потрібні», – пояснює директор українського інституту енергетичних досліджень Д. Маруніч. [17].

Останній вихід України на ринок єврооблігацій у 2013 р. був здійснений

наприкінці року. 18 грудня КМ України ухвалив постанову випустити двоєрічні єврооблігацій на суму 3 млрд. дол. Ставка купону за єврооблігаціями становить 5 % річних, виплата купонів буде проводитися двічі на рік – 20 червня та 20 грудня, починаючи з 2014 року. Повернути гроші інвестору потрібно буде 20 грудня 2015 року. Українські папери розміщені на Ірландській фондовій біржі. Менеджером угоди виступила російська компанія з управління інвестиційними активами «ВТБ-Капітал». Як повідомив міністр фінансів Росії А. Сілуанов, уряд РФ прийняв рішення розмістити в цінних паперах українсько уряду частину своїх резервів з Фонду національного добробуту (ФНД) на 3 млрд. дол. [15].

Коментуючи цю угоду, головний інвестиційний стратег фінансової групи БКС М.Шейн зазначив: «Якщо б Росія просто виділила б Україні міждержавний кредит, то «перепродати» цей кредит комусь було б практично нереально». «Між тим облігації можна продавати і перепродавати на ринку, отримуючи прибуток», – зазначив експерт [15].

Подібні аргументи навів і глава російського міністерства фінансів А.Сілуанов. За його словами, єврооблігації – набагато більш захищений інструмент у порівнянні з міждержавним кредитом, оскільки у данному випадку мова йде про бонди, що розміщуються на Ірландській біржі за англійським правом. [15].

Перший випуск єврооблігацій у 2014 році уряд України здійснив 14 травня 2014 року, коли Міністерство фінансів України випустило п'ятирічні єврооблігації на 1 мільярд доларів, емітовані під гарантії Агенства США з міжнародного розвитку (US Agency for International Development, USAID). [12].

Цей випуск став особливим для України. На перший погляд, це звичайний випуск п'ятирічних єврооблігацій. Але є одна дуже важлива особливість – зобов'язання щодо них забезпечені гарантією США, угоду про надання якої було підписано в квітні 2014 р.

Саме така гарантія повернення позики і дозволила здійснити випуск зі

спредом до американських казначейських зобов'язань на рівні 28 б.п. (0,28%) і встановити ставку купона в розмірі 1,844% річних., що значно менше озвученої урядом ставки доходності на рівні 2.9% річних. «Такі умови фінансування на міжнародних ринках капіталу є найкращими за всю історію існування нашої країни», – заявили в Мінфіні. [7].

Зобов'язання за єврооблігаціями забезпечуються гарантією США, від імені яких діє Агентство США з міжнародного розвитку, відповідно до угоди про гарантії запозичення між Україною і США, підписаної 14 квітня 2014. Згідно з постановою Кабінету міністрів від 8 травня, виплата процентного доходу за євробондами запланована щорічно 16 листопада і 16 травня, починаючи з листопада 2014 року. Погашення – 1 травня 2019 року.

Організаторами випуску виступили інвестбанки JP Morgan і Morgan Stanley. Підписка на євробонди, за даними Мінфіну, становить 3,4 млрд. дол. замість необхідних 1 млрд. Як заявили у Мінфіні, уряд може скористатися високим попитом на українські єврооблігації під гарантії США і зробити ще один подібний випуск. Але остаточного рішення поки не прийнято, хоча ймовірність того, що буде ще одна подібна угода, велика. Можливий обсяг розміщення, за інформацією джерел, не визначений.

Ця новина сприяла подальшому зміщенню суверенної кривої доходності єврооблігацій України вниз, хоча прибутковості цінних паперів і залишалися вище 10% річних, за словами аналітика групи «Інвестиційний капітал Україна» (ICU) Т. Котовича [12].

Зниження прибутковості на тлі надходження валюти від МВФ і розміщених єврооблігацій могло б бути і більш істотним, але, як пояснює начальник відділу по роботі з борговими інструментами на локальному ринку ІК Concorde Capital Ю. Товстенко,- його стримували побоювання, як пройдуть вибори – чи не буде провокацій, терактів і т. д.

Облігації, випущені під гарантії уряду США, майже не залежать від подій в Україні і корелюються виключно з облігаціями США, А от на дохідність

стандартних українських єврооблігацій (розміщених раніше без гарантії з доходністю 7 - 9%) у травні 2014 р. позитивно вплинуло очікування виборів Президента України в один тур та зниження ризику воєнної інтервенції [7].

«Упродовж травня доходність короткострокових євробондів України з погашенням у 2015 році знизилась на 2 відсоткових пункти, до 8,7% річних, – констатує головний економіст ІК «Драгон Капітал» О. Білан [7].

Суверенні єврооблігації України показали в травні 2014 р. максимальне зниження прибутковості за останні чотири роки.

За даними Bloomberg, в середньому облігації від початку травня зросли на 7,9 % і, можливо, покажуть в цьому місяці найкращі показники з 2010 р. Україна продемонструвала найкращий результат серед 56 країн, що розвиваються, за індексом Bloomberg USD Emerging Market Sovereign Bond [7].

Зниження прибутковості – результат переоцінки ризикованості українських зобов'язань в очах інвесторів. Від початку місяця спреди за п'ятирічними кредитно-дефолтними свопами (CDS) України знизилися на 276 пунктів – до 904 станом на 27 травня [7].

Директор департаменту боргової та міжнародної фінансової політики Мінфіну Г. Пахачук, оцінюючи цей випуск, констатує: «Ключовим досягненням України за останні місяці стало якісне перезавантаження співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями та двосторонніми партнерами (США, ЄС). Уряд за останні два з половиною місяці виконав надзвичайно важку роботу, яка дала змогу повністю розблокувати зовнішнє фінансування України та заручитися підтримкою країн, що мають розвинуту економіку. Здійснений Мінфіном 14 травня випуск єврооблігацій – це перший вихід нашої країни на ринки запозичень у нинішньому році. Умови цього фінансування на міжнародних ринках капіталу – найкращі за всю історію існування нашої країни, це потужний сигнал підтримки спільнотою інвесторів змін в Україні. Підтримка США уможливила розширення угоди наших інвесторів та започаткуванням побудови нової політики зовнішніх запозичень для держави і

корпоративного сектору» [7].

Висновки та перспективи подальших досліджень. Незважаючи на те, що зовнішні державні запозичення на ринку єврооблігацій є ефективним інструментом залучення фінансових ресурсів, потужним інструментом макроекономічної політики держави і часто є більш дешевими способами мобілізації капіталу, вони одночасно виступають індикаторами боргової безпеки держави, оскільки їхня надмірна частка у загальній державній заборгованості перешкоджає функціонуванню внутрішнього ринку облігацій і спричиняє можливість виникнення фінансових та макроекономічних ризиків.

Під час формування боргового портфеля зовнішніх запозичень варто пам'ятати, що залучені кошти повинні спрямовуватися першочергово на інвестиційні проекти, а саме на виробництво тих товарів, які згодом будуть експортовані, щоб отримати іноземну валюту для обслуговування та погашення зовнішнього боргу. Прибутковість за такими проектами має перевищувати вартість залученого капіталу.

Державні єврооблігаційні запозичення України є перспективним інструментом за умови, що вони будуть каталізатором процесу економічного зростання. Розвиток ринку державних запозичень має супроводжуватися структурними економічними реформами, зменшенням податкового тягаря та збільшенням інвестицій, нарощенням вітчизняного фінансового капіталу.

Література

1. Богдан Тетяна. Боргова піраміда та її наслідки [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://gazeta.dt.ua/finances/borgova-piramida-ta-yiyi-naslidki.html>.
2. Доліновська О.Я. Тенденції формування державних запозичень в економічній системі України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/knp/2012_234/knp234_165-169.pdf.
3. Дьоміна Т.М. Єврооблігації – неінфляційний метод фінансування бюджетного дефіциту. – Економіка Kryma. – 2011. – № 4. – С. 272 – 277.

4. Інформація щодо облігацій зовнішньої державної позики, що перебувають в обігу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=399507&cat_id=42981.

5. Итоги года: Фондовый рынок Украины в поисках себя. Интерфакс-Украина, 31 декабря 2013. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ukrrudprom.ua/digest/Fondoviy_rinok_Ukraini_v_poiskah_sebya.html.

6. Кравчук І. Євробонди для України: сумнівні перспективи. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://minprom.ua/digest/131835/html>.

7. Ковальова Вікторія. Українську економіку підтримають. Завдяки міжнародним кредиторам держава розрахується за валютними запозиченнями і уникне дефолту. – Урядовий кур'єр. – 2014. – 7 червня.

8. Лейш Н.В., Озаріна О.В. Зовнішні запозичення України на ринку єврооблігацій. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/vchu/N_177/N177p/122-129.pdf.

9. Ситуація з обслуговуванням зовнішніх боргів знаходиться під контролем [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.info-kmu.com.ua/2014-02-26-000000pm/article/18403003.html>.

10. Сойник В.М. Емісійна діяльність держави у контексті управління зовнішнім державним боргом [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://asconf.com/rus/archive_view/631.

11. Соскін О. І. Міжнародні фінанси: навчально-методичний посібник. – К.: Національна академія управління, 2011. – 300 с. с. 128-132.

12. Сніжко Олена. Успішне проведення виборів знизило вартість позикових ресурсів для України.[Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://news.finance.ua/ua/~2/0/all/2014/05/31/326931>.

13. Снежко Елена. Украина до конца года выпустит еврооблигации на \$1 млрд. Деловая газета «Капитал». – 2014. – №058 (235). – 16 апреля. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.capital.ua/ru/publication/18210-ukraina-do-kontsa-goda-vypustit->

evroobligatsii-na-1-mlrd-garantii-predostavyat-ssha 384

14. Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку: Монографія /За загальною редакцією доктора економічних наук, професора І.О. Лютого. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 432 с.

15. Россия выделит Украине 15 млрд. долл. – События недели. Институт Горшенина. – Выпуск 44 (163). – Киев: Институт Горшенина. – 23.12.2013. – С.5 – 7/ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://twitter.com/Gorshenin_rus.

16. Руденко В. Выпущено в Украине [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.kontrakty.ua>.

17. Руденко В. Выход есть// Коммерсантъ Украина / "Финансы". Приложение. – 2013. – № 92 (1795). – 6 июня.

18. Руденко В. Большое одолжение. Украинские заемщики привлекли \$6,4 млрд за счет выпуска еврооблигаций// Коммерсантъ Украина. – 2013. – 21 октября. – С.5.

19. Фнансовая турбулентность [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://director.com.ua/reitingi-i-statistika/finansovaya-turbulentnost>.

20. Успешному размещению еврооблигаций Украина-2022 поспособствовал глобальный поиск доходов в условиях рекордно низких доходностей облигаций развитых стран и Emerging markets – эксперт [Електронний ресурс]. – Режим доступу <http://em.cbonds.it/news/item/616031>.

21. Чеберяко О. Сутність і класифікація міжнародних облігацій. – Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2011. – № 127. Економіка – С. 25- 31.

22. Шапран В. Еврооблигации – гарант монетарной независимости Украины [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.my-banks.info/analitics_analitika29012014/.