

## КРЕДИТНО-ДЕФОЛТНІ СВОПИ У СИСТЕМІ УПРАВЛІННЯ ЗОВНІШНІМ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ

©2020 ЛУПЕНКО А. Ю.

УДК 339.7

JEL Classification: E69; G15; H63; O16

Лупенко А. Ю.

### Кредитно-дефолтні свопи у системі управління зовнішнім державним боргом

Метою статті є систематизація теоретико-методологічних засад використання кредитно-дефолтних свопів у системі управління зовнішнім державним боргом. Досліджено теоретичні засади використання кредитно-дефолтних свопів у системі управління зовнішнім державним боргом. Узагальнено переваги та ваги кредитно-дефолтних свопів як похідних фінансових інструментів. Показано, що основними вадами кредитно-дефолтних свопів є їхня спекулятивність і залежність від міжнародних рейтингових агентств, а також нормативна неврегульованість відносно синтетичної сек'юритизації боргових активів. Концептуалізовано механізм функціонування кредитно-дефолтного свопу у системі управління ризиками зовнішніх державних запозичень. Визначено чинники впливу на вартість кредитно-дефолтного свопу у системі управління ризиками зовнішніх державних запозичень. Показано, що основними з них є кредитний рейтинг суверена, строк погашення боргових цінних паперів, ліквідність і дохідність облігацій зовнішньої державної позики, ринковий попит і пропозиція на боргові цінні папери та дефолтні свопи. Проаналізовано динаміку вартості кредитно-дефолтних свопів на боргові цінні папери України. Показано залежність між вартістю свопу та геополітичними чинниками формування міжнародної інвестиційної позиції держави. З метою підвищення ефективності використання кредитно-дефолтних свопів у системі управління зовнішнім державним боргом і мінімізації відсоткових ризиків зовнішніх державних запозичень запропоновано внесення змін до нормативно-правових актів, передбачивши в них сутність дефолтного свопу, склад сторін за ним, особливості обліку та формування вартості.

**Ключові слова:** кредитно-дефолтний своп, зовнішній державний борг, похідні фінансові інструменти, управління державним боргом, кредитний рейтинг.

**DOI:** <https://doi.org/10.32983/2222-0712-2020-4-326-333>

**Рис.:** 4. **Табл.:** 4. **Формул.:** 4. **Бібл.:** 10.

**Лупенко Андрій Юрійович** – начальник відділу цінних паперів управління казначейських операцій, Державна іпотечна установа (бульв. Лесі Українки, 34, Київ, 01133, Україна)

**E-mail:** [Lupenko.A.Yu@gmail.com](mailto:Lupenko.A.Yu@gmail.com)

**ORCID:** <http://orcid.org/0000-0003-1720-3157>

UDC 339.7

JEL Classification: E69; G15; H63; O16

### Lupenko A. Y. Credit Default Swaps in the External Public Debt Management

The article aims at systematizing the theoretical and methodological foundations of using credit default swaps in the external public debt management. Theoretical principles of using credit default swaps in the external public debt management are studied. The advantages and disadvantages of credit default swaps as derivative financial instruments are generalized. It is shown that the main disadvantages of credit default swaps are their speculative character and dependence on international rating agencies, as well as lack of proper regulation in the synthetic securitization of debt-based assets. The mechanism of credit default swap functioning in the risk management system in external state borrowings is conceptualized. The factors influencing the value of the credit default swap in the risk management system in external government borrowing are identified. It is shown that the main factors are the sovereign credit rating, the maturity of debt securities, liquidity and yield of external government bonds, market demand and supply of debt securities and default swaps. The dynamics of the value of credit default swaps on Ukraine's debt securities is analyzed. The relationship between the swap value and geopolitical factors in the formation of the international investment position of the state is shown. In order to increase the efficiency of credit default swaps in external public debt management and minimize the interest rate risks of external government borrowings, it is suggested to amend norms and regulations, providing for the essence of default swap, the composition of the parties, accounting and value formation peculiarities.

**Keywords:** credit default swap, credit rating, derivative financial instruments, external public debt, public debt management.

**Fig.:** 4. **Tabl.:** 4. **Formulae:** 4. **Bibl.:** 10.

**Lupenko Andrii Yu.** – Head of the Department of the Securities Department of the Treasury Operations Office, State Mortgage Institution (34 Lesi Ukrainy Blvd., Kyiv, 01133, Ukraine)

**E-mail:** [Lupenko.A.Yu@gmail.com](mailto:Lupenko.A.Yu@gmail.com)

**ORCID:** <http://orcid.org/0000-0003-1720-3157>

**Вступ.** Процеси інтеграції України у світову валютно-кредитну систему відкрили можливості для використання похідних фінансових інструментів, зокрема, і під час управління зовнішнім державним боргом. Похідні кредитні фінансові інструменти в борговому менеджменті дають змогу розширити можливості для ефективного розв'язання проблем, пов'язаних із хеджуванням ризиків зовнішніх державних запозичень, частковим трансфером кредитного ризику, портфельного управління кредитними ризиками тощо. Одним із основних похідних фінансових інструментів, що доцільно застосовувати під час управління зовнішнім державним боргом, є кредитно-дефолтні свопи.

У прикладному аспекті проблематика використання кредитно-дефолтних свопів у системі управління зовнішнім державним боргом України набула особливої актуальності після ухвалення 26.12.2019 р. Національним банком України Стратегії розвитку фінансового сектора України до 2025 року. Відповідно до неї в Україні має бути сформована ефективна інфраструктура ринку капіталу, для чого, зокрема, необхідно затвердити національні генеральні угоди, що відповідають вимогам Міжнародної асоціації свопів і деривативів.

Зважаючи на це, тема дослідження є актуальною і значущою для ефективного управління зовнішнім державним боргом в умовах інтеграції України у світову валютно-кредитну систему.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Дослідженню проблеми функціонування кредитно-дефолтних свопів як механізму хеджування ризиків зовнішніх державних запозичень у різний час присвятили свої праці Богдан Т., Буняк В., Грабинська І., Кравчук І., Луніна І., Лютий І., Міщенко В., Науменкова С., Федак І., Чугунов І., Шаврук В. та багато інших учених. Однак і донині потребують систематизації теоретичні засади кредитно-дефолтних свопів

суверенних боргових цінних паперів, механізми їх ціноутворення й регулювання надмірної спекуляції з похідними фінансовими інструментами.

**Метою** статті є систематизація теоретико-методологічних засад використання кредитно-дефолтних свопів у системі управління зовнішнім державним боргом.

**Виклад основного матеріалу.** Слід зазначити, що донині ні в нормативно-правовому полі України, ні в міжнародному праві дефініція кредитно-дефолтного свопу не визначена. Як зазначає І. Кравчук, у міжнародному фінансовому просторі такі інструменти де-факто є основою синтетичної сек'юритизації активів, коли здійснюється спекулятивний продаж ризику, а не самого активу [1]. Економіст М. Чудрі розуміє під ним двосторонню угоду, за якою забезпечується захист номінальної вартості відповідного активу із покупцем кредитного захисту, що сплачує періодичну фіксовану винагороду або одноразову премію продавцеві захисту, в обмін на що продавець зобов'язується здійснити страховий платіж за умови настання визначеною угодою кредитної події [2, с. 23]. Вітчизняні вчені С. Науменкова й В. Міщенко зазначають, що кредитний дефолтний своп є деривативом і являє собою угоду, згідно з якою покупець на основі разових або регулярних внесків сплачує премію за кредитний ризик емітентів, який бере на себе зобов'язання погасити виданий покупцем кредит третій стороні в разі неможливості погашення кредиту боржником (дефолт третьої сторони) [3]. Такої ж думки у своїх глосаріях дотримується і Національний банк України.

Порівняно з іншими інструментами хеджування ризиків зовнішніх державних запозичень, кредитно-дефолтний своп має переваги і вади, що наведені в табл. 1.

Застосування кредитно-дефолтних свопів як інструментів управління ризиками зовнішнього державного боргу має свої особливості залежно від об'єкта хеджування

Таблиця 1

**Переваги і вади кредитно-дефолтних свопів як інструментів управління ризиками зовнішнього державного боргу**

Переваги	Вади
Отримання доступу до кредитів міжнародних фінансових організацій, які надають їх винятково інституціям з високим кредитним рейтингом.	Ризик збільшення витрат на обслуговування зовнішнього державного боргу через можливе включення до кредитної угоди умов підвищення страхової премії за ризик дефолту.
Диверсифікація зовнішніх державних запозичень завдяки розширеній співпраці з міжнародними фінансовими організаціями.	Неврегульованість нормативно-правової бази щодо арбітражу відносин за угодами з суверенними кредитно-дефолтними свопами.
Відносна простота застосування через невизначеність у нормативно-правовому полі.	Зниження ринкової вартості суверенних кредитно-дефолтних свопів негативно впливає на рівень інвестиційної привабливості країни та довіри кредиторів.
Покупець і продавець свопу можуть не мати стосунків із об'єктом свопу.	Залежність від суверенних рейтингів міжнародних рейтингових агентств.
Своп є цінним папером і може вільно обертатися на фінансовому ринку необмежену кількість разів.	Високий рівень спекулятивності інструменту, що може призвести до зниження іміджу держави.
Відсутність вимог щодо обов'язку покупця свопу мати резерв коштів на його погашення.	Ігнорування банками принципів відбору позичальників
Зростання ліквідності активів банків	

Джерело: систематизовано і складено автором

ризик (міждержавна позика, синдикований кредит, суверенні облигації тощо) й інституційних учасників цього процесу.

Механізм функціонування кредитно-дефолтного свопу у системі управління ризиками зовнішніх державних запозичень формалізовано на рис. 1.

Так, держава, виступаючи як позичальник на міжнародному кредитному ринку, приймає обов'язок виконати боргові зобов'язання. Однак існує ризик їх невиконання з різних об'єктивних чи суб'єктивних причин, оцінити рівень якого часто доволі важко. Міжнародний кредитор, усвідомлюючи ризики неповернення боргу,

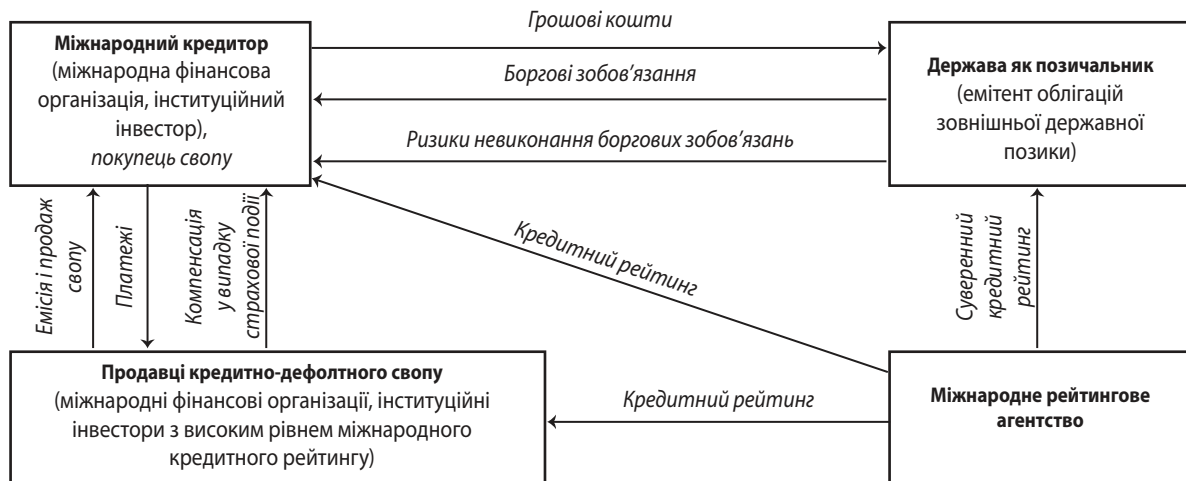


Рис. 1. Механізм функціонування кредитно-дефолтного свопу у системі управління ризиками зовнішніх державних запозичень

Джерело: розроблено автором

прагне отримати додаткові гарантії (страховий захист) від них. У такому разі кредитор укладає угоду кредитно-дефолтного свопу і страхує ризики несплати боргу позичальником, за що сплачує платежі, передбачені угодою. Отже, він отримує цінний папір, що гарантує обов'язкове повернення суми виданого кредиту або купленого боргового зобов'язання.

У разі настання кредитної події покупець передає емітенту боргові папери, а в обмін отримує від емітента компенсацію на суму боргу плюс несплачені проценти, а також ті, що повинні бути нараховані до дати погашення. У цілому можливі дві форми компенсації: грошова компенсація або фізична поставка активу. Перша – передбачає покриття емітентом збитку покупця в розмірі різниці між номінальною та реальною вартістю активу; за другою – емітент кредитно-дефолтного свопу зобов'язаний викупити визначений у контракті актив за визначену ціну [4, с. 86]. У цілому, як свідчить міжнародна практика, предметом кредитно-дефолтного свопу можуть бути: суверенний дефолт, технічний дефолт суверенного емітента за окремим із випущених цінних паперів, реструктуризація боргу, погіршення міжнародного кредитного рейтингу суверена [2; 5] тощо.

Через зручність у застосуванні протягом 2005–2008 рр. кредитно-дефолтні свопи набули значного поширення в світі, а їхня номінальна ринкова вартість зросла у 28,3 разу (рис. 2).

Згідно з даними Міжнародної асоціації свопів і деривативів (ISDA), номінальний обсяг кредитно-дефолтних свопів в світовому ринковому обороті на початку 2008 р. перевищив 62,2 трлн дол. США, що понад на 7 % було більше за світовий обсяг ВВП [6]. Таке різке зростання обсягів нерегульованої торгівлі фінансово незабезпеченими цін-

ними паперами вчені вважають однією із причин світової фінансової кризи 2008 р.

Після кризи обсяги операцій з кредитно-дефолтними свопами значно скоротилися. На кінець 2019 р. їх валова ринкова вартість становила 199 млрд дол. США, або 86,9 % вартості всіх кредитних деривативів, а умовна вартість свопових контрактів – понад 4,1 трлн дол. США. У першій половині 2020 р. Північноамериканський індекс кредитно-дефолтних свопів з високою дохідністю (CDX HY) та Північноамериканський індекс CDX IG становили відповідно 17,0 % та 41,3 % від загальної кількості кредитних деривативів, тоді як Європейський iTraxx склав лише 17,3 %.

У прагненні урядів провідних країн та міжнародних організацій хоч якось врегулювати спекуляції з кредитно-дефолтними свопами були ухвалені рішення, що забороняють інвестувати у ризикові активи. Наприклад, міжнародна фінансова організація вважає за доцільне надати кредит або вкласти кошти в суверенні облигації певної країни, однак не може цього зробити через те, що з певних обставин має право інвестувати лише в цінні папери з кредитним рейтингом вище «А», а суверенні боргові цінні папери країни мають нижчий кредитний рейтинг. Тоді такий міжнародний кредитор може укласти угоду про купівлю кредитно-дефолтного свопу у міжнародній фінансовій організації з кредитним рейтингом класу «А» і вище, тим самим застрахувати свої ризики інвестування і обійти формальне обмеження. При цьому водночас ліквідність активів самого кредитора зростає та не виникає потреби у підвищенні норми резервування. У зв'язку з цим одним із ключових тіньових гравців на ринку кредитно-дефолтних свопів нині є міжнародні рейтингові агентства, які на підставі експертного оцінювання встановлюють той чи інший суверенний кредитний рейтинг, що до того ж де-факто

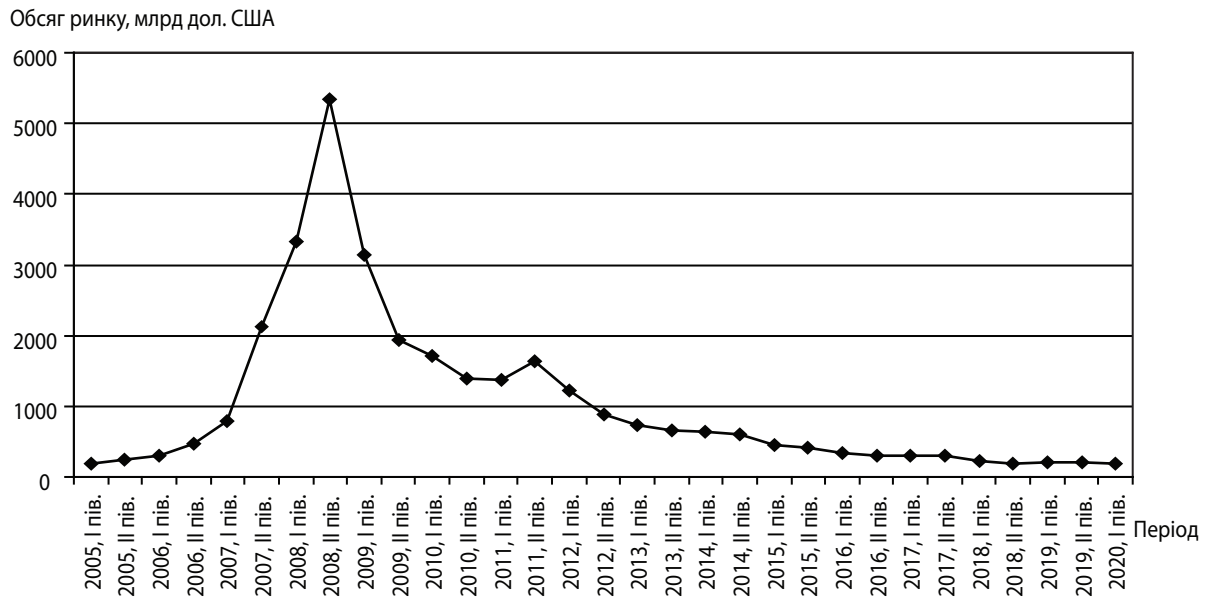


Рис. 2. Номінальний обсяг світового ринку кредитно-дефолтних свопів (валова ринкова вартість)

Джерело: складено автором за даними BIS statistics

обумовлює вартість обслуговування боргу за рахунок диференціації премії за ризик.

Групування довгострокових суверенних кредитних рейтингів Standard & Poor's, Fitch Ratings та Moody's показує на пряму залежність між узагальненими категоріями рейтингу й імовірністю настання дефолту емітента, а також рівень впливу макроекономічних і геополітичних чинників на платоспроможність держави (табл. 2).

Категорії рейтингів при цьому агентства класифікують з використанням шкали якісних оцінок настання дефолту («низька», «середня», «висока імовірність») і не

ззначають при цьому конкретну імовірність такої події, мотивуючи це варіабельністю значення імовірності в часі й динамічною залежністю від значної кількості макроекономічних і геополітичних чинників. Зважаючи на це, завжди існує ризик недоброочесності з боку міжнародного рейтингового агентства, що може призвести як до завищення, так і до заниження кредитного рейтингу державних боргових цінних паперів. Особливо така «похибка» стає критичною на межі укрупнених категорій суверенних рейтингів, коли, наприклад, категорія «А-» чи «ВВВ+» (у термінах Standard & Poor's) визначається за прогнозними темпами розвитку

Таблиця 2

Узагальнені характеристики укрупнених категорій довгострокових суверенних кредитних рейтингів основних міжнародних рейтингових агентств

Рейтингове агентство			Узагальнений опис
Standard & Poor's	Fitch Ratings	Moody's	
A	A	A	Ризику суверенного дефолту та кредитної неплатоспроможності майже немає або він оцінюється як низький. При цьому якість боргових деривативів є високою, а позиції суверена – стабільні й майже не залежать від макроекономічних чинників
B	B	B	Ризик неплатоспроможності у середньому є помірним і зростає від низького до значного. Рівень платоспроможності суверена визначається макроекономічними чинниками й рівнем зовнішньої боргової залежності економіки
C	C	Caа, Ca	Високий ризик неповернення боргу, який до того ж зростає від CCC/CCC/Caa (S&P / Fitch / Moody's) до неминучого банкрутства. При цьому імовірність банкрутства або втрати суверенітету зумовлена макроекономічними й геополітичними чинниками
R, SD, D	RD, D	C	Банкрутство або повне зовнішнє управління активами

Джерело: складено автором за даними Standard & Poor's, Fitch Ratings й Moody's

економіки, які можуть істотно змінитися залежно від величини отриманих зовнішніх державних запозичень.

Зважаючи на це, не лише змінюється рішення міжнародних кредиторів про надання державі кредитних коштів чи викупу її облігацій, а й зростає вартість обслуговування зовнішнього державного боргу, виникає потреба у додаткових гарантіях його повернення. При цьому вартість кредитно-дефолтних свопів може бути опосередковано передбачена у договорі міжнародної кредитної позики.

Своєю чергою, вартість кредитно-дефолтного свопу державних боргових зобов'язань визначається з урахуванням шести основних чинників: кредитного рейтингу суве-

рена, строку погашення боргових цінних паперів, ліквідності, дохідності, ринкового попиту й пропозиції (рис. 3).

Як видно з діаграми, найвищий рівень впливу має суверенний кредитний рейтинг, строк погашення і дохідність боргових цінних паперів.

Отже, за ранковим підходом до ціноутворення на кредитно-дефолтні свопи імовірність дефолту ( $p$ ) суверена визначається за формулою (1):

$$p = 1 - e^{-yt}, \quad (1)$$

де  $y$  – ризик спреду;  $t$  – строк погашення, років.

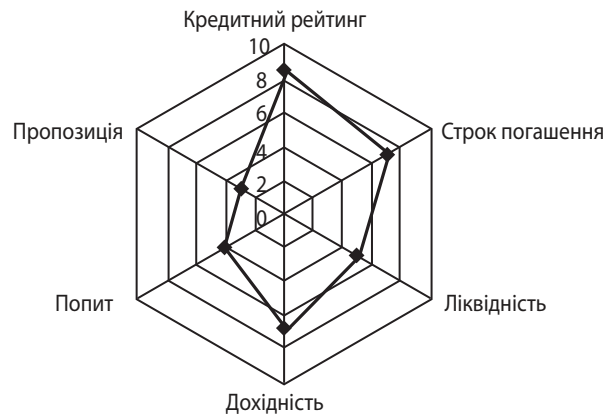


Рис. 3. Чинники впливу на вартість кредитно-дефолтного свопу у системі управління ризиками зовнішніх державних запозичень

Джерело: складено автором за даними М. Чудрі [2]

Беручи до уваги, що рівень дохідності свопу ( $Pr$ ) визначається зі співвідношення  $Pr = \frac{S}{P}$ , де  $S$  – обсяг кредитних зобов'язань й  $P$  – ціна свопу, імовірність дефолту умовно дорівнюватиме його ринковій вартості (2).

$$Pr = 1 - p = \frac{S}{P}. \quad (2)$$

Оцінюючи ліквідність кредитно-дефолтного свопу за рівнем відшкодування збитків у разі настання кредитної події ( $R$ ), імовірність дефолту суверена буде зростати пропорційно зниженню ліквідності (3).

$$p = \frac{1 - e^{-yt}}{1 - R}. \quad (3)$$

Ураховуючи факт вільного обертання на ринку кредитно-дефолтних свопів, величина спреду за ними є так само синтетичним похідним фінансовим інструментом, а отже, визначається як різниця між ринковою дохідністю за суверенним борговим цінним папером і аналогічним йому безризиковим активом (4):

$$y = Pr - r, \quad (4)$$

де  $r$  – безризикова дохідність аналогічних суверенних боргових цінних паперів.

Із рівнянь (1)–(4) випливає, що вартість кредитно-дефолтного свопу фактично обумовлюється суверенним кредитним рейтингом. Цей висновок підтверджують дані О. Кармінського щодо динаміки спреду між корпоративними облігаціями й борговими цінними паперами Казначейства США (як безризикові) (табл. 3).

Таблиця 3

Спред між корпоративними облігаціями та борговими цінними паперами Казначейства США [7, с. 52]

Кредитний рейтинг	Спред, базисних пунктів	Кредитний рейтинг	Спред, базисних пунктів
AAA	43	BBB	166
AA	73	BB	299
A	99	B	404
		CCC	724



Середню імовірність дефолту за борговими цінними паперами за класами кредитних рейтингів можна оцінити за офіційною статистикою дефолтів, яку щороку оприлюднюють міжнародні рейтингові агентства.

Як видно із табл. 4, кумулятивна імовірність дефолту емітента цінних паперів класу «AAA» навіть на 15 рік не перевищує 1 %, тоді як за класом «ССС»–«С» ця величина вже на першому році становить 27,08 %, а на 15 році – 52,59 %.

Цілком очевидно, що інституційні інвестори у нормальних умовах не ухвалюватимуть рішення про придбання боргових цінних паперів держави за умови високої імовірності неповернення коштів, а вартість кредитно-дефолтного свопу буде дуже високою.

Динаміка кредитних дефолтних свопів України на суверенні боргові цінні папери в цілому збігається з динамікою суверенних кредитних рейтингів.

Таблиця 4

Середні кумулятивні імовірності дефолту емітента залежно від класу довгострокового рейтингу Standard and Poor's, % [8]

Рейтинг	Роки														
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
AAA	0,00	0,03	0,13	0,24	0,35	0,45	0,51	0,59	0,64	0,70	0,73	0,76	0,79	0,85	0,91
AA+	0,00	0,05	0,05	0,10	0,15	0,20	0,26	0,31	0,37	0,43	0,49	0,55	0,61	0,67	0,74
AA	0,02	0,03	0,08	0,22	0,35	0,48	0,60	0,70	0,79	0,89	0,96	1,02	1,12	1,18	1,25
AA-	0,03	0,08	0,17	0,24	0,31	0,42	0,49	0,54	0,59	0,64	0,70	0,76	0,78	0,82	0,87
A+	0,05	0,09	0,19	0,32	0,42	0,51	0,62	0,73	0,86	1,00	1,13	1,26	1,42	1,60	1,76
A	0,05	0,14	0,22	0,33	0,46	0,63	0,80	0,96	1,15	1,36	1,53	1,66	1,78	1,86	2,02
A-	0,06	0,17	0,27	0,38	0,53	0,68	0,90	1,06	1,18	1,29	1,39	1,52	1,63	1,74	1,83
BBB+	0,10	0,28	0,50	0,71	0,94	1,20	1,40	1,61	1,87	2,12	2,36	2,53	2,73	2,99	3,26
BBB	0,16	0,39	0,62	0,98	1,33	1,69	2,01	2,34	2,67	3,01	3,37	3,66	3,90	4,02	4,24
BBB-	0,25	0,72	1,31	1,96	2,64	3,26	3,81	4,32	4,75	5,11	5,52	5,86	6,16	6,61	6,97
BB+	0,31	0,99	1,80	2,63	3,50	4,33	5,03	5,54	6,14	6,73	7,11	7,58	8,05	8,40	8,93
BB	0,51	1,53	3,02	4,44	5,86	6,99	8,03	8,92	9,76	10,50	11,26	11,87	12,28	12,60	12,98
BB-	0,91	2,88	4,97	7,13	9,03	10,84	12,37	13,84	15,02	16,03	16,81	17,52	18,24	18,95	19,63
B+	1,98	5,41	8,75	11,59	13,81	15,52	17,13	18,54	19,84	21,01	21,99	22,67	23,37	24,04	24,70
B	3,20	7,41	11,11	14,05	16,40	18,50	19,94	20,99	21,98	23,00	23,70	24,39	24,97	25,47	26,00
B-	6,49	13,39	18,75	22,47	25,18	27,21	28,76	29,86	30,65	31,29	32,27	32,94	33,37	33,92	34,40
ССС/С	27,08	36,64	41,41	44,10	46,19	47,09	48,26	49,05	49,76	50,38	50,87	51,39	51,99	52,52	52,59

Як показують дослідження В. Шаврук, від початку 2004 р. й до травня 2008 р. вартість кредитно-дефолтних свопів не перевищувала 200 базисних пунктів [9]. Фінансово-економічна криза 2008 р., газовий конфлікт України з Російською Федерацією в січні 2009 р., відмова України виконати умови МВФ для отримання чергового траншу (березень 2009 р.) – призвели до стрімкого зростання вартості цих похідних фінансових інструментів до 5305 базисних пунктів, або понад у 26,5 разу, що відповідає імовірності дефолту країни на рівні 88,4 %. Таке підвищення було винятково спекулятивним, однак повною мірою узгоджене з міжнародними рейтинговими агентствами, експерти яких різко знизили суверенний кредитний рейтинг України з «В» (від 16.02.2009 р.; Standard & Poor's) до «ССС+» із негативним прогнозом (від 25.02.2009 р.; Standard & Poor's), а у пресі почали розповсюджувати інформацію про імовірність дефолту України у найближчій перспективі. Після відповідних поступів з боку Уряду, проведення рекапіталізації банків

й відновлення співпраці з МВФ, міжнародний кредитний рейтинг був підвищений до рівня «В-» (від 11.03.2010 р.; Standard & Poor's), а вартість кредитно-дефолтних свопів знизилася на понад 3800 базисних пунктів.

Наступний етап зростання вартості кредитно-дефолтних свопів пов'язаний із революційними подіями 2014 р. Тоді міжнародний кредитний рейтинг було знижено до рівня «ССС-» (від 19.12.2014 р.; Standard and Poor's) через імовірність воєнних дій.

Протягом 2016–2017 рр. спостерігаємо поступову стабілізацію економічної й геополітичної ситуації, що в підсумку призвело до зниження вартості кредитно-дефолтних свопів на суверенні облігації зовнішньої державної позики до 260–350 базисних пунктів, залежно від строку погашення й дохідності цінних паперів (рис. 4). Черговий пік індексів на ринку кредитно-дефолтних свопів відбувся в 2019 р. і пов'язаний, перш за все, із виборами Президента України та народних депутатів, а також зміною Уряду.

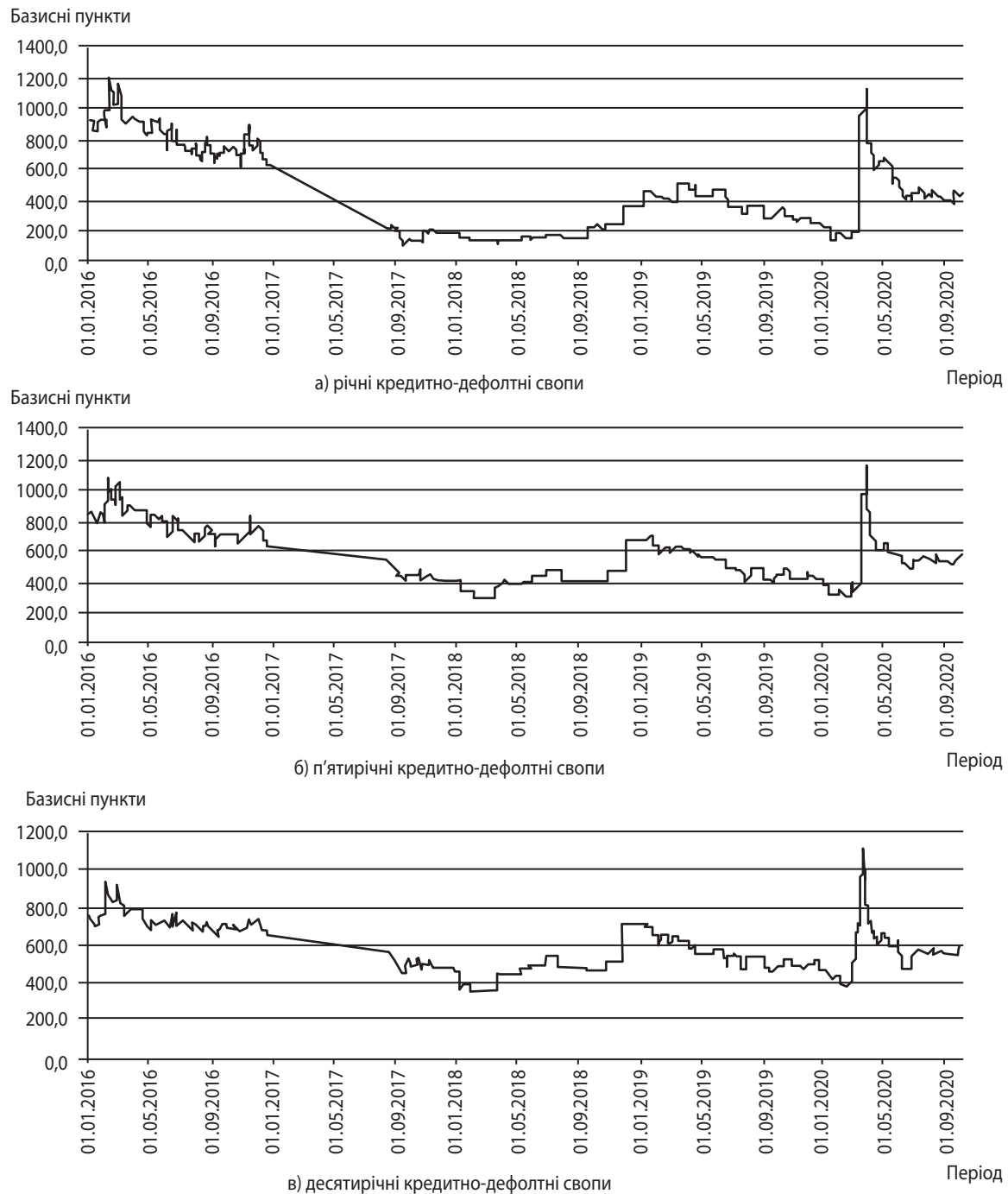


Рис. 4. Динаміка вартості кредитно-дефолтних свопів на боргові цінні папери України у 2016–2020 рр.

Джерело: складено автором за даними Cbonds

Погіршення макроекономічних показників у 2020 р. після введення національного карантину, спричиненого пандемією COVID-19, призвело до підвищення ризику інвестування в суверенні єврооблігації, дефолтний своп на які зріс у понад 5,3 рази.

Станом на 01.09.2020 р. вартість річних кредитно-дефолтних свопів становить 438,5 базисних пунктів, п'ятирічних – 571,5, десятирічних – 592,5, тридцятирічних – 589,0 базисних пунктів. За рівня відшкодування збитків 40 % це еквівалентно імовірності настання дефолту

на рівні 9,5 %, що узгоджується із міжнародним кредитним рейтингом «В» зі стабільним прогнозом.

Необхідно зазначити, що кредитно-дефолтні свопи є дуже важливим індикатором інвестиційної привабливості країни в цілому, опосередковано впливають і на дохідність інших фінансових кредитних інструментів. Так, у своєму дослідженні І. Грабинська, В. Буняк і І. Федак показали наявність середнього (коефіцієнт детермінації становить 0,3912) за шкалою Чеддока та статистичного значущого (за рівня довірчої імовірності 0,95) рівня прямого ліній-

ного взаємозв'язку між вартістю п'ятирічних кредитно-дефолтних свопів та дохідністю облігацій внутрішньої державної позики (зростання вартості дефолтного свопу на 1 базисний пункт приводить до підвищення дохідності облігацій внутрішньої державної позики на 0,011 %) [10, с. 122]. Цей висновок свідчить, з одного боку, про зростання дохідності інвестицій у міру збільшення вартості суверенних кредитно-дефолтних свопів, а з другого боку, – про підвищення рівня відсоткового ризику, пов'язаного з державним боргом, і, як наслідок, про збільшення боргового навантаження на державний бюджет.

**Висновки.** Вважаємо, що механізм використання кредитно-дефолтних свопів у системі управління ризиками зовнішніх державних запозичень нині є важливим похідним фінансовим інструментом хеджування ризиків, який індикативно визначає фінансовий стан емітента, дає змогу оцінити реальну дохідність суверенних боргових цінних паперів. Однак через спекулятивний характер операції з суверенними кредитно-дефолтними свопами потребують врегулювання на державному рівні. Тому з метою унормування операцій з кредитно-дефолтними свопами в Україні вважаємо за доцільне внести відповідні зміни до таких нормативно-правових актів, передбачивши в них сутність дефолтного свопу, склад сторін за ним, особливості обліку та формування вартості: прийняти Закон України «Про похідні фінансові інструменти (деривативи)» (законопроект від 14.06.2013 р.); внести зміни до Інструкції з бухгалтерського обліку операцій з похідними фінансовими інструментами в банках України; внести зміни до П(С)БО № 13 «Фінансові інструменти».

Перспективами подальших розвідок у цьому напрямі є дослідження впливу вартості кредитно-дефолтних свопів на формування міжнародної інвестиційної позиції України, розробка стратегічних напрямів регулювання відносин з метою уникнення спекуляцій з суверенними цінними паперами.

## ЛІТЕРАТУРА

1. Кравчук І. С. Сек'юритизація активів у європейському фінансовому просторі. *Облік і фінанси*. 2017. № 2 (76). С. 91–98.
2. Choudhry M. *An Introduction to Credit Derivatives*. London : Elsevier, 2013. Xviii. 154 p.
3. Науменкова С. В., Міщенко В. І. Валюта і валютна політика. Київ : Знання, 2010. 84 с.
4. Солodka О. Кредитний дефолтний своп у механізмі перерозподілу кредитного ризику. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2015. Вип. 2. С. 85–91.
5. Culp Ch. L., Merwe A., Stärkle B. J. *Credit Default Swaps. Mechanics and Empirical Evidence on Benefits, Costs, and Inter-Market Relations*. Cham : Palgrave Macmillan, 2018. Xxvii. 331 p.
6. *Evolution of OTC Derivatives Markets Since the Financial Crisis*. New York : ISDA, 2020. 26 p.
7. Карминский А. М. Кредитные рейтинги и их моделирование. М. : ИД ВШЭ, 2015. 304 с.
8. Default, Transition, and Recovery: 2019 Annual Global Corporate Default and Rating Transition Study. URL: <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/200429-default-transition-and-recovery-2019-annual-global-corporate-default-and-rating-transition-study-11444862>
9. Шаврук В. Рынок кредитных дефолтных свопов: возникновение и тенденции развития. *Банкаўскі веснік*. 2012. № 6 (чэрвень). С. 43–51.
10. Грабинська І., Буняк В., Федак І. Кредитно-дефолтні свопи у системі фінансового ризик-менеджменту. *Вісник Львівського університету. Серія економічна*. 2019. Вип. 56. С. 112–126.

## REFERENCES

- Choudhry, M. *An Introduction to Credit Derivatives*. London: Elsevier, 2013.
- Culp, Ch. L., Merwe, A., and Stärkle, B. J. *Credit Default Swaps. Mechanics and Empirical Evidence on Benefits, Costs, and Inter-Market Relations*. Cham: Palgrave Macmillan, 2018.
- “Default, Transition, and Recovery: 2019 Annual Global Corporate Default and Rating Transition Study”. <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/200429-default-transition-and-recovery-2019-annual-global-corporate-default-and-rating-transition-study-11444862>
- Evolution of OTC Derivatives Markets Since the Financial Crisis*. New York: ISDA, 2020.
- Hrabynska, I., Buniak, V., and Fedak, I. “Kredytно-defoltni svopy u systemi finansovoho ryzyk-menedzhmentu” [Credit Default Swaps in the System of Financial Risk Management]. *Visnyk Lvivskoho universytetu. Seriya ekonomichna*, no. 56 (2019): 112-126.
- Karminskiy, A. M. *Kreditnyye reytingi i ikh modelirovaniye* [Credit Ratings and Their Modeling]. Moscow: ID VShE, 2015.
- Kravchuk, I. S. “Sekiurytyzatsiia aktyviv u yevropeiskomu finansovomu prostori” [Securitization of Assets in the European Financial Space]. *Oblik i finansy*, no. 2(76) (2017): 91-98.
- Naumenkova, S. V., and Mishchenko, V. I. *Valiuta i valiutna polityka* [Currency and Monetary Policy]. Kyiv: Znannia, 2010.
- Shavruk, V. “Rynok kreditnykh defoltnykh svopov: vzniknoveniye i tendentsii razvitiya” [Credit Default Swap Market: Emergence and Development Trends]. *Bankauski vesnik*, no. 6 (June) (2012): 43-51.
- Solodka, O. “Kredytnyi defoltnyi svop u mekhanizmi pererospodilu kredytnoho ryzyku” [Credit Default Swap in the Mechanism of Credit Risk Redistribution]. *Visnyk Kyivskoho natsionalnogo universytetu imeni Tarasa Shevchenka*, no. 2 (2015): 85-91.

Стаття надійшла до редакції 13.11.2020 р.