



МЕНЕДЖМЕНТ

УДК 336.7

Кравченко В. П.

кандидат економічних наук,
доцент кафедри фінансів, банківської справи та страхування
Центральноукраїнський національний технічний університет
Кропивницький, Україна
E-mail: kravchen64@ukr.net
ORCID: 0000-0003-4343-6296

ФАКТОРНИЙ АНАЛІЗ НА РИНКУ ОБЛІГАЦІЙ ВНУТРІШНЬОЇ ДЕРЖАВНОЇ ПОЗИКИ

Анотація

Функціонування розвинутого ринку внутрішніх державних цінних паперів має надзвичайно важливе значення для ефективного залучення ресурсів у процесі фінансування бюджетних потреб та належного функціонування інвестиційного ринку країни. В роботі проаналізовано динаміку доходності облігацій внутрішньої державної позики та залучених коштів до державного бюджету від розміщення їх на фондовому ринку та темп інфляції в Україні. З'ясовано, що на сьогоднішній день ОВДП є найбільш прибутковим інструментом заощаджень. Держава отримала високі прибутки від розміщення облігацій внутрішньої державної позики. Прискорена інфляція вплинула на зростання доходності ОВДП. Облігації внутрішньої державної позики є інструментом фіскальної політики, оскільки їх основне призначення забезпечити джерело рефінансування державного боргу. Досліджено вплив зв'язку між доходністю держоблігацій та обліковою ставкою НБУ в Україні. Облігації внутрішньої державної позики мають цільний зв'язок з обліковою ставкою НБУ, яка визначає доходність цих цінних паперів. Розглянуто питання прогнозування доходності облігацій внутрішньої державної позики, інфляції та залучених коштів до державного бюджету від розміщення їх на фондовому ринку. Прогнозні дані доходності ОВДП залишаються достатньо високими у випадку незмінних умов стану країни, що може забезпечити зростаючий попит на фондовому ринку та скласти конкуренцію депозитним вкладом. Отриманий прогноз дає надії, про відновлення економічної активності. Ризики посилення інфляційного тиску зберігаються передусім з огляду на високі безпекові ризики, що негативно можуть вплинути на очікування. Факторний аналіз ринку ОВДП є принципово важливим і необхідним при розробці ефективної економічної політики та заходів щодо підтримки стабільної ситуації в умовах воєнного стану в Україні.

Ключові слова: облігації, доходність, інфляція, бюджет, прогнозування.

Вступ. Функціонування розвинутого вітчизняного ринку внутрішніх державних цінних паперів має важливе значення для ефективного залучення ресурсів у процесі фінансування бюджетних потреб та належного розвитку інвестиційного ринку країни. В даний час державні цінні папери розглядаються як основний інструмент для отримання фінансових ресурсів через державні запозичення, які підтримують економіку країни. Особливістю фондового ринку є те, що він виступає як ринок ризикових капіталів, де збільшення і падіння курсів цінних паперів залежить від багатьох факторів, таких як процентна ставка, інфляція, очікування й настрої власників облігацій, переважання попиту або пропозиції та багатьох інших, що варто завжди враховувати у практичній діяльності. Факторний аналіз на ринку ОВДП є принципово важливими та необхідним в розробці ефективної економічної політики та заходів для утримання стабільної ситуації в умовах воєнного стану в Україні.

Мета роботи. Визначити умови, що впливають на діяльність сучасного фондового ринку в Україні та розглянути можливі прогнози, щодо доходності, інфляції та коштів залучених до бюджету від продажу ОВДП.

Виклад основного матеріалу дослідження. Загальний обсяг випусків емісійних цінних паперів, зареєстрованих Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку протягом січня-жовтня 2023 року

становив 56,3 млрд. грн. та 8 млн. дол. Порівняно з відповідним періодом 2022 року (19,3 млрд. грн.) загальний обсяг випусків емісійних цінних паперів, номінованих у гривні, за відповідний період 2023 року збільшився на 37,0 млрд. грн. [7].

Протягом січня-жовтня 2023 року відбулася консолідація торгівлі цінними паперами у двох операторів організованих ринків капіталу «ПЕРСПЕКТИВА» та «ПФТС», на частку яких припадало майже 97,0% обсягу торгів фінансовими інструментами (табл. 1).

Дані таблиці показують, що найбільший обсяг торгів фінансовими інструментами в операторів організованих ринків капіталу за вказаний період було зафіксовано з ОВДП – 321,6 млрд. грн., що становить 92,6% від загального обсягу торгів фінансовими інструментами в операторів ринків капіталу організованих ринків капіталу протягом січня-жовтня 2023 року.

Наступним важливим етапом є аналіз залучених коштів від облігацій державної позики до державного бюджету. За даними Міністерства фінансів у 2020 році ним було залучено до державного бюджету 258 828,72 млн. грн. за рахунок розміщення облігацій внутрішньої державної позики на первинному ринку, у 2021 році дорівнювало 287 896 млн. грн. Станом на 01.10.2023 року від операцій з ОВДП було залучено до бюджету 368 765,1 млн. грн., що на 204 380,6 млн. грн. більше у порівнянні з 2022 роком (рис. 1) [2].

На сьогоднішній день ОВДП є найбільш прибутковим інструментом заощаджень, збереження яких гарантує держава. На відміну від депозитів, дохідність ОВДП поки що у багатьох випадках перевищує інфляцію. ОВДП є найменш ризикованим інструментом для інвестицій в Україні. Хоча і у випадку ОВДП є певні ризики. Головний з них – девальвація національної валюти, крім того, у випадку великих потрясінь, таких, як сьогоднішня війна чи фінансово-економічна криза, держава може оголосити про дефолт – тобто неспроможність виконувати свої боргові зобов'язання.

Таблиця 1. Обсяг торгів фінансовими інструментами на операторах організованих ринків капіталу протягом січня-жовтня 2023 року, млн. грн.

	Акція	Акція іноземного емітента	Акція КІФ	Корпоративна облігація	ОВДП України	ОЗДП України	Облігація зовнішніх державних позик України	Інвестиційний сертифікат	Облігація підприємства	Облігація іноземного емітента	Загальний підсумок
ПФТС	4,7	0,1	0,0	6145,2	207480,8	57,5	2748,4	0,0	0,0	0,0	216436,7
ПЕРСПЕКТИВА	0,0	0,0	0,0	0,0	104458,0	0,0	15472,5	0,0	95,8	44,6	120070,9
УБ	74,4	6,4	0,1	70,3	9701,8	61,1	1007,8	7,2	2,4	76,6	11007,9
Усього	79,1	6,5	0,1	6215,5	321640,6	118,5	19228,7	7,2	98,2	121,1	347515,5

Джерело: [7]

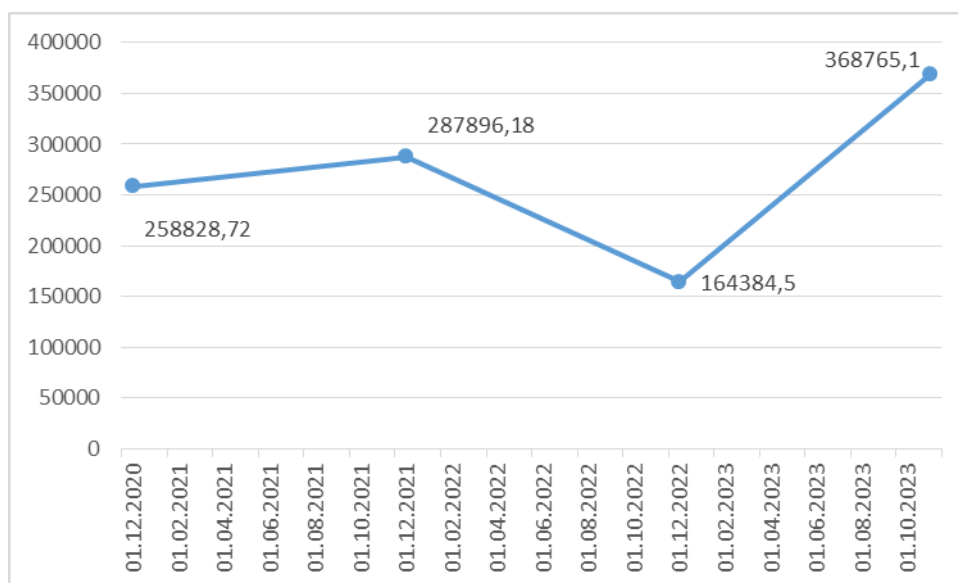


Рис. 1. Динаміка залучених коштів від ОВДП до державного бюджету

Джерело: побудовано автором згідно даних [2]

Також, зростання ставок за ОВДП несе ризики для держави, адже обслуговувати цей борг потрібно уряду. За період війни вартість внутрішнього боргу зростає. Так на кінець 2022 року державний та гарантований державою внутрішній борг склав 1 461,89 млрд. грн. або 35,89% від зовнішнього боргу, а станом на 31 жовтня 2023 року склав 1584,59 млрд. грн. або 31,96%, що на 122,7 млрд. грн. більше [3].

В умовах воєнного стану в країні виникає необхідність пошуку альтернативних шляхів залучення фінансових ресурсів, які, в свою чергу, сприятимуть наповненню державного бюджету. Одним із основних факторів, що впливає на дохідність ринку державних облігацій, є рівень дефіциту державного бюджету. Це пов'язано з тим, що зі зростанням дефіциту державного бюджету зростає і процентна ставка за облігаціями. Також слід зазначити, що облікова ставка Національного банку України є ще одним фактором, який впливає на дохідність державних облігацій. Зменшення облікової ставки призводить до зниження прибутковості облігації [1].

Для оцінки впливу облікової ставки НБУ та середньозваженої доходності випущених ОВДП на первинному ринку за період 2019–2023 рр. запропонована динаміка на рис. 2 [10].

На рисунку 2 спостерігається зв'язок між доходністю держоблігацій та обліковою ставкою НБУ в Україні за 2019–2023 рр., тобто облікова ставка слугує орієнтиром для визначення рівня доходності ОВДП. Хоча облікова ставка НБУ станом на 27.10.2023 року складала 16,0%, це був орієнтир для суб'єктів грошово-кредитного ринку, щодо вартості залучених та розміщених грошових ресурсів, а доходність облігацій ОВДП дорівнювала 18,5%, тобто на 2,5% вище за ставку рефінансування.

Це пов'язано з тим, що зі зростанням дефіциту державного бюджету, уряд щоб залучати інвесторів до купівлі ОВДП запропонував вищу ставку, тому процентна ставка за облігаціями зростає і мала відмінність від облікової ставки. Мінфін підвищив ставки за військовими ОВДП до 18,5%, це дозволило міністерству суттєво збільшити залучення до держбюджету за рахунок гривневих облігацій [9].

Вища інфляція, як правило, розглядається як негативний фактор для цінних паперів, оскільки вона збільшує вартість запозичень, ресурсів і знижує рівень життя, а також зменшує очікування щодо зростання доходів, чинячи тиск на зниження цін на цінні папери. Звичайно, фондовий ринок щороку передбачає певний рівень інфляції та коригує очікувану прибутковість відповідно до очікуваної інфляції.

За даними НБУ прогноз інфляції на кінець 2023 року зменшиться з 10,6% до 5,8%. Водночас НБУ підвищив прогноз інфляції на 2024 рік – з 8,5% до 9,8%. Надалі прогнозується сповільнення інфляції до 6% у 2025 році [8]. Цьому передусім сприятиме очікуване зниження безпекових ризиків. Динаміка індексу інфляції в Україні за період 2018–01.09.2023 рр. показана на рисунку 3.

На рисунку 3 індекс інфляції відображає економічну ситуацію в країні. Найбільша інфляція спостерігалася у грудні 2022 році, а за рік у цілому ціни зросли на 26,6%. Для сповільнення інфляції на 2023 р. Національний банк України збільшив облікову ставку до 25,0%. При сповільненні інфляції, регулятор може знизити облікову ставку при відсутності інших факторів, при цьому ставки за ОВДП також знизяться [6, 8].

Прогнози, щодо доходності, інфляції та коштів залучених до бюджету від первинного розміщення ОВДП на періоди 01.01.2022–01.11.2023 рр. здійснено за допомогою трендових моделей. До моделей прогнозування були включені фактори: інфляція, доходність та залучені кошти від розміщення ОВДП до державного бюджету які мають вплив на стійкість фондового ринку в Україні.

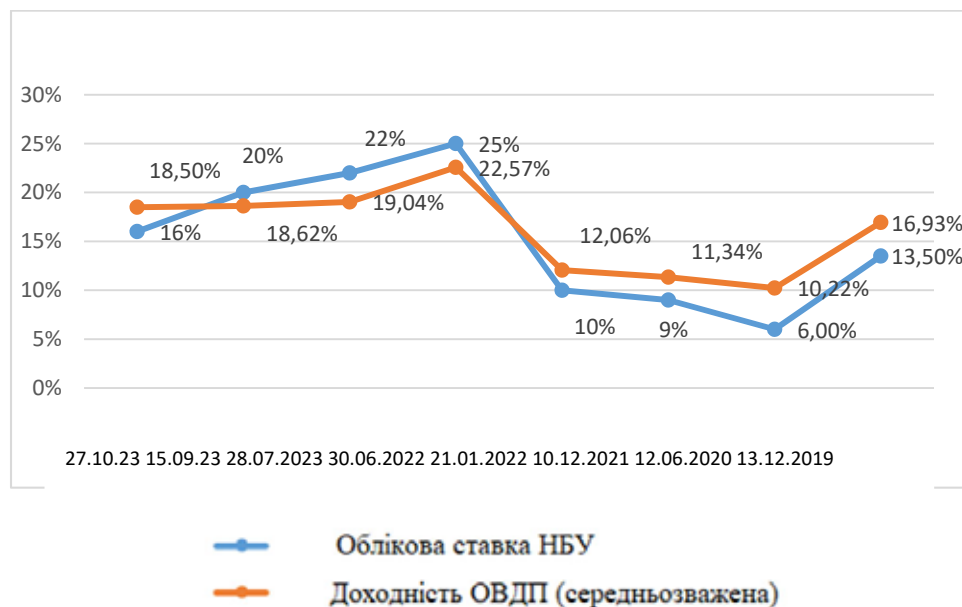


Рис. 2. Взаємозв'язок між доходністю ОВДП та обліковою ставкою НБУ в Україні за період 2019–2023 рр.

Джерело: побудовано автором згідно даних [4, 10]

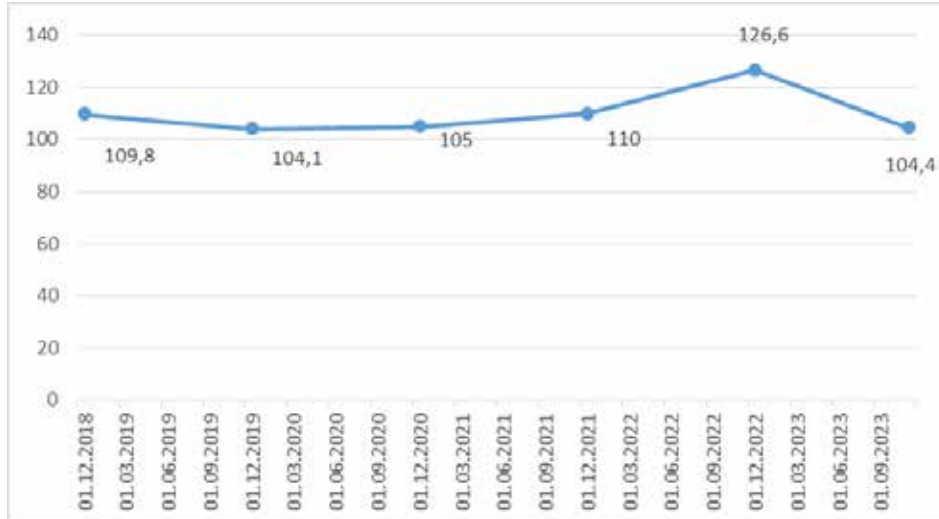


Рис. 3. Динаміка інфляції в Україні за період 2018–01.09.2023 рр.

Джерело: побудовано автором згідно даних [6]

Графік прогнозу інфляції в Україні на період 01.12.2023–01.05.2024 рр. представлений на рисунку 4.



Рис. 4. Прогноз інфляції в Україні на період 01.12.2023–01.05.2024 рр.

Джерело: побудовано автором згідно даних [6]

Графік прогнозу доходності ОВДП на період 01.12.2023–01.05.2024 рр. представлена на рис. 5.

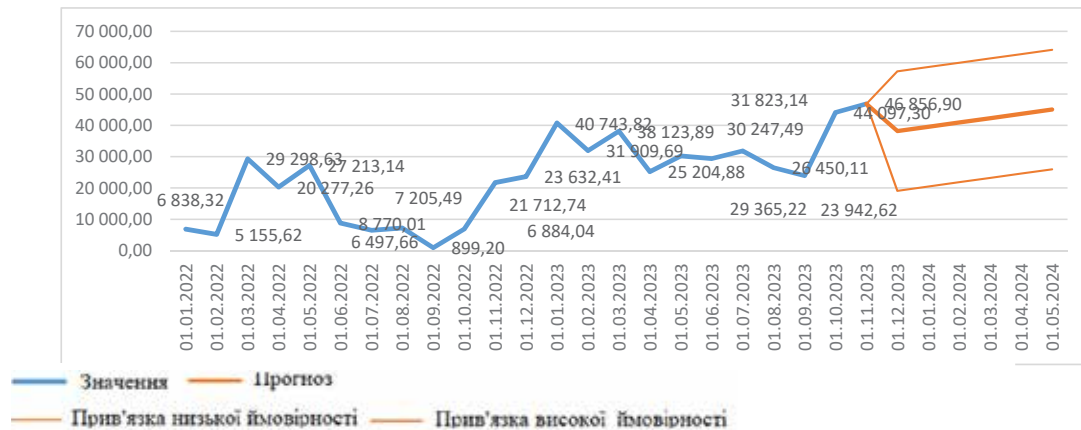


Рис. 5. Прогноз доходності ОВДП на період 01.12.2023–01.05.2024 рр.

Джерело: побудовано автором згідно даних [4]

Графік прогнозу коштів залучених до бюджету від продажу ОВДП, млн. грн. на період 01.12.2023–01.05.2024 рр. представлена на рис. 6.

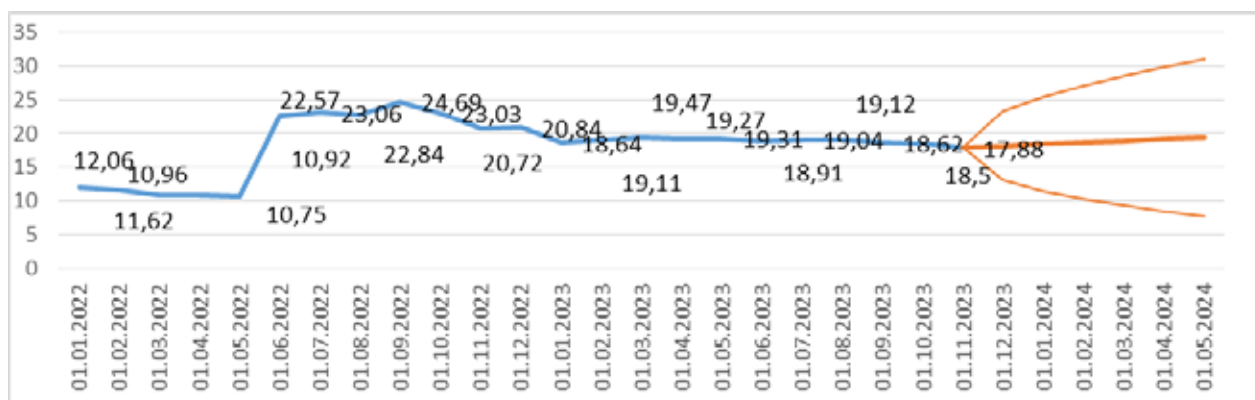


Рис. 6. Прогноз коштів залучених до бюджету від продажу ОВДП, млн. грн. на період 01.12.2023–01.05.2024 рр.

Джерело: побудовано автором згідно даних [9]

Отримані прогнознi даннi середньострокової доходності облігацій внутрішньої державної позики, коштів залучених до державного бюджету від розміщення на фондовому ринку ОВДП та інфляції зведено у табл. 2.

Прогноз доходності за гривневими ОВДП доводить, що динаміка має тенденцію до її підвищення, оскільки спостерігалася висока інфляція у 2022 році тому і крива доходності на майбутнє теж зберігається на рівні 19,0% станом на 01.05.2024 р. Спираючись на прогнознi дані, дохідність ОВДП залишається достатньо високою у випадку незмінних умов стану країни, що може забезпечити жвавий попит на фондовому ринку. У випадку пом'якшення процентної політики інвестори будуть зацікавлені у можливості зафіксувати привабливу дохідність.

За отриманими розрахунками прогнозу щодо інфляції то у місячному вимірі зафіксовано дефляцію на 01.02–01.05.2024 р. з динамікою до зниження показників, тобто ціни можуть знизитися на 0,48%. За останні 4 місяці 2023 року є тренд росту кредитування, а це також матиме свої впливи на інфляцію. Прогноз дає надії, про відновлення економічної активності. Водночас ризики посилення інфляційного тиску зберігаються передусім з огляду на високі безпекові ризики, що негативно впливають на очікування, а також подальші руйнування, пов'язані з війною тому, на цінову динаміку може вплинути швидше, ніж прогнозується. Зниження інфляції залежатиме від підтримки міжнародних партнерів, емісії коштів, війни в Україні та росту кредитування. При

Таблиця 2. Прогноз доходності ОВДП, коштів залучених до державного бюджету та інфляції на період 01.12.2023–01.05.2024 рр.

Період	Прогноз доходності ОВДП, %		
	Прогноз	Прив'язка низької ймовірності	Прив'язка високої ймовірності
01.12.2023	18,213209	17,88	23,36
01.01.2024	18,455679	13,07	25,38
01.02.2024	18,698149	11,53	27,04
01.03.2024	18,940619	10,36	28,49
01.04.2024	19,183089	9,39	29,80
01.05.2024	19,425559	8,56	31,02
Період	Прогноз коштів залучених до бюджету від продажу ОВДП, млн. грн.		
	Прогноз	Прив'язка низької ймовірності	Прив'язка високої ймовірності
01.12.2023	38 168,39	19 092,71	57 244,07
01.01.2024	39 542,26	20 466,50	58 618,03
01.02.2024	40 916,13	21 840,21	59 992,05
01.03.2024	42 290,00	23 213,84	61 366,16
01.04.2024	43 663,87	24 587,37	62 740,37
01.05.2024	45 037,73	25 960,77	64 114,70
Період	Прогноз індекса інфляції в Україні, %		
	Прогноз	Прив'язка низької ймовірності	Прив'язка високої ймовірності
01.12.2023	100,17	98,07	102,26
01.01.2024	100,04	97,70	102,38
01.02.2024	99,91	97,34	102,47
01.03.2024	99,78	97,01	102,55
01.04.2024	99,65	96,68	102,62
01.05.2024	99,52	96,37	102,67

Джерело: побудовано автором

уповільнені інфляції Національний банк України буде вимушений знизити облікову ставку, то ставки за ОВДП також знизяться [5].

Відносно прогнозу коштів залучених до бюджету від продажу гривневих ОВДП очікується зниження надходження на 18,0% у 01.12.23 р. в порівнянні з 01.11.2023 р. (46 856,90 млн. грн), але зберігається поступове збільшення показників до 45,037,73 млн. грн. станом на 01.05.2024 р. Це може бути пов'язано зі зменшенням облікової ставки, що вплине на зниження ставок за ОВДП і відповідно на їх попит.

Висновки. Однією з основних складових фінансового сектору є фондовий ринок, без розвитку якого неможливо забезпечити стабільне зростання національної економіки. На сьогоднішній день ОВДП є найбільш прибутковим інструментом заощаджень, збереження яких гарантує держава. В даному дослідженні були проаналізовані такі фактори фондового ринку, як інфляція, доходність ОВДП та їх вплив на підтримку державного бюджету. В результаті було виявлено щільний зв'язок між доходністю держоблігацій та обліковою ставкою НБУ в Україні за 2019–2023 рр. Спираючись на прогнозні дані: доходність ОВДП залишається достатньо високою у випадку незмінних умов стану країни, що може забезпечити жвавий попит на фондовому ринку; інфляції то у місячному вимірі зафіксовано дефляцію на період 01.02–01.05.2024 р. з динамікою до зниження показників; коштів залучених до бюджету від розміщення гривневих ОВДП очікується зниження на кінець 2023 та початок 2024 рр., але зберігається її поступове збільшення на 01.05.2024 р. Отриманий прогноз дає надії, про відновлення економічної активності. Водночас ризики посилення інфляційного тиску зберігаються передусім з огляду на високі безпекові ризики, що негативно можуть вплинути на очікування. Перспективою подальшого дослідження є формування економіко-математичних моделей окремих змінних, які дозволять описати їх вплив на діяльність фондового ринку.

Список використаних джерел

1. Богріновцева Л. М., Ключка О. В. Особливості розвитку ринку державних боргових цінних паперів України. Електронний журнал: ЕКОНОМІКА ТА СУСПІЛЬСТВО. 2023. № 53. URL: <https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/2629/2547> (дата звернення: 12.12.2023)
2. Гордейчик Є. Коротка інструкція з купівлі цінних паперів. CHAS.NEWS. 14. 12.2021. URL: <https://chas.news/current/chomu-ukraintsi-pochali-masovo-skupuvuvati-obligatsii-vnutrishnoi-derzhavnoi-poziki-ta-chim-voni-kraschi-za-depozit> (дата звернення: 10.12.2023)
3. Державний борг та гарантований державою борг. Міністерство фінансів України. 2023. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg> (дата звернення: 15.12.2023)
4. Доходність ОВДП на первинному ринку, щомісяця URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/primary-ovdp-chart> (дата звернення: 15.12.2023)
5. Жирій К. НБУ змінив прогноз інфляції на 2023 рік: що буде з цінами. 27.04.23 URL: <https://www.unian.ua/economics/finance/nbu-zminiv-prognoz-influacii-na-2023-rik-shcho-bude-z-cinami-12235701.html>. (дата звернення: 18.12.2023)
6. Індекс інфляції в Україні. 2023. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/index/inflation/> (дата звернення: 20.12.2023)
7. Інформаційна довідка щодо ринків капіталу України протягом січня – жовтня 2023 року. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2023/12/informatsiina_dovidka_za_zhovten_2023.pdf (дата звернення: 19.12.2023)
8. Інфляційний звіт НБУ. 2023 URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2023-Q4.pdf (дата звернення: 20.12.2023)
9. Мінфін залучив до держбюджету через ОВДП рекордні 17,2 млрд грн. URL: <https://forbes.ua/news/minfin-zaluchiv-do-derzhbyudzhetu-cherez-ovdp-rekordni-1722-mlrd-grn-18102022-9121> (дата звернення: 05.12.2023)
10. Облікова ставка Національного банку України з 2013 по 2023 роки URL: <https://services.dtkr.ua/catalogues/indexes/5> (дата звернення: 23.12.2023)
11. Філімонова О. Б., Монетарні наслідки коливання доходності ОВДП. Ефективна економіка № 2. 16 с. 25.02.2021. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/2_2021/106.pdf (дата звернення: 13.12.2023).

Kravchenko V.P.

PhD in Economic Sciences,

Senior Lecturer at the Department of Finance, Banking and Insurance,

Central Ukrainian National Technical University

Kropyvnytskyi, Ukraine

E-mail: kravchen64@ukr.net

ORCID: 0000-0003-4343-6296

FACTOR ANALYSIS OF THE DOMESTIC STATE LOAN BONDS MARKET

Abstract

The functioning of the developed market of domestic government securities is extremely important for the effective attraction of resources in the process of financing budgetary needs and the proper functioning of the country's investment market. The work analyzed the dynamics of the yield of domestic state loan bonds and funds raised to the state budget from their placement on the stock market

and the rate of inflation in Ukraine. It was found that the OVDP is currently the most profitable savings instrument. The state received high profits from the placement of domestic state loan bonds. Accelerated inflation affected the growth of OVDP yields. Domestic government loan bonds are an instrument of fiscal policy, as their main purpose is to provide a source of refinancing of public debt. The impact of the relationship between the yield of government bonds and the NBU discount rate in Ukraine was studied. Domestic state loan bonds are closely related to the NBU discount rate, which determines the yield of these securities. The issue of forecasting the profitability of domestic state loan bonds, inflation and funds raised to the state budget from their placement on the stock market is considered. Forecast data on the yield of OVDP remains sufficiently high in the case of unchanged conditions of the state of the country, which can ensure lively demand on the stock market and compete with deposit deposits. The obtained forecast gives hope for the recovery of economic activity. Risks of increased inflationary pressure remain primarily due to high security risks, which may negatively affect expectations. Factor analysis of the OVDP market is fundamentally important and necessary in the development of effective economic policy and measures to maintain a stable situation in the conditions of martial law in Ukraine.

Key words: bonds, yield, inflation, budget, forecasting

References

1. BogrInovtseva, L.M., & Klyuchka, O.V. (2023). Osoblivosti rozvitku rinku derzhavnih borgovih tsinnih paperiv Ukrayini [Peculiarities of the development of the government debt securities market of Ukraine]. *EKONOMIKA TA SUSPILSTVO*, 53. Retrieved from: <https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/2629/2547> [in Ukrainian]
2. Gordeychik, E. (2021). Korotka instruktsiya z kupivli tsinnih paperiv [Short instructions for buying securities]. Retrieved from: <https://chas.news/current/chomu-ukraintsi-pochali-masovo-skupovuvati-obligatsii-vnutrishnoi-derzhavnoi-poziki-ta-chim-voni-kraschi-za-depozit> [in Ukrainian]
3. Derzhavniy borg ta garantovaniy derzhavoyu borg. 2023 rik [State debt and state-guaranteed debt. 2023 year]. Retrieved from: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavniy-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg> [in Ukrainian]
4. Dohidnist OVDP na pervinnomu rinku, schomisyatsya (2023) [Yield of OVDP on the primary market, monthly]. Retrieved from: <https://bank.gov.ua/ua/markets/primary-ovdp-chart> [in Ukrainian]
5. Zhiriy, K. (2023). NBU zminiv prognoz inflyatsiyi na 2023 rik: scho bude z tsunami [NBU has changed the inflation forecast for 2023: what will happen to prices. 27.04.23]. Retrieved from: <https://www.unian.ua/economics/finance/nbu-zminiv-prognoz-inflyaciji-na-2023-rik-shcho-bude-z-cinami-12235701.html> [in Ukrainian]
6. Indeks inflyatsiyi v Ukrayini. (2023) [Inflation index in Ukraine 2023]. Retrieved from: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/index/inflation/> [in Ukrainian]
7. Informatsiyana dovidka schodo rinkiv kapitalu Ukrayini protyagom sichnya – zhovtnya 2023 roku [Informational reference on the capital markets of Ukraine during January – October 2023]. Retrieved from: https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2023/12/informatsiina_dovidka_za_zhovten_2023.pdf [in Ukrainian]
8. Inflyatsiyinyi zvit NBU (2023). [Inflation report of the NBU 2023] Retrieved from: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2023-Q4.pdf [in Ukrainian]
9. Minfin zaluchiv do derzhbyudzhetu cherez OVDP rekordni 17,2 mlrd grn (2022). [The Ministry of Finance attracted a record 17.2 billion UAH to the state budget through the OVDP 2022]. Retrieved from: <https://forbes.ua/news/minfin-zaluchiv-do-derzhbyudzhetu-cherez-ovdp-rekordni-1722-mlrd-grn-18102022-9121> [in Ukrainian]
10. Oblikova stavka Natsionalnogo banku Ukrayini z 2013 po 2023 roki [The accounting rate of the National Bank of Ukraine from 2013 to 2023]. Retrieved from: <https://services.dtkr.ua/catalogues/indexes/5> [in Ukrainian]
11. Filimonova, O.B. (2021). Monetarni naslidki kolivannya dohidnosti OVDP [Monetary consequences of fluctuations in the yield of OVDP 2021]. *Efficient economy*, 2. 16 p. 02/25/2021 [in Ukrainian]