

УДК 336.273

Харун О.А.*кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри міжнародних економічних відносин
Хмельницького національного університету***Матюх І.А.***магістр
Хмельницького національного університету*

ВИПУСК ДЕРЖАВНИХ ЄВРООБЛІГАЦІЙ ЯК СПОСІБ ПОГАШЕННЯ ЗОВНІШНЬОГО БОРГУ УКРАЇНИ

ISSUANCE OF THE PUBLIC EUROBONDS AS A WAY OF EXTERNAL DEBT REPAYMENT

АНОТАЦІЯ

У статті проаналізовано стан зовнішнього боргу України. Розкрито роль державних єврооблігацій у виплаті зовнішнього боргу. Визначено сутність єврооблігацій, їх переваги та недоліки. Наведено динаміку випуску Україною державних єврооблігацій за 2014–2017 рр. Встановлено наслідки випуску єврооблігацій державою.

Ключові слова: кризовий стан, Україна, зовнішній борг, цінні папери, єврооблігації, переваги та недоліки, наслідки випуску єврооблігацій.

АННОТАЦИЯ

В статье проанализировано состояние внешнего долга Украины. Раскрыта роль государственных еврооблигаций в выплате внешнего долга. Определена сущность еврооблигаций, их преимущества и недостатки. Приведена динамика выпуска Украиной государственных еврооблигаций за 2014–2017 гг. Установлены последствия выпуска еврооблигаций государством.

Ключевые слова: кризисное состояние, Украина, внешний долг, ценные бумаги, еврооблигации, преимущества и недостатки, последствия выпуска еврооблигаций.

ANNOTATION

This article analyzes the state of Ukraine's external debt. the role of government Eurobonds in repayment of external debt is disclosed. The essence of Eurobonds, their advantages and disadvantages are determined. The dynamics of Ukraine's issue of state Eurobonds for 2014-2017 is presented. The consequences of the issuance of eurobonds by the state are established.

Keywords: crisis state, Ukraine, external debt, securities, Eurobonds, Advantages and disadvantages, implications of Eurobond issue.

Постановка проблеми. В Україні в період кризового стану економіки великі сподівання покладаються на приплив фінансових активів із зовнішніх джерел, що може бути забезпечене за рахунок продажу боргових цінних паперів іноземним резидентам на міжнародному ринку капіталу, адже країни з перехідною економікою, до яких належить й Україна, нездатні вийти з економічної кризи без залучення іноземних інвестицій, що відіграють роль потужного та ефективного інструменту активізації інвестиційних процесів, дають змогу не лише досягти стабілізації економіки країни, короткострокового економічного зростання, а й закласти основу для довгострокових перспектив у розвитку національної економіки [1].

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

Дослідники та експерти ринку євробондів зазначають, що велике залучення запозичень ззовні, крім стабілізації національної валюти, дає змогу знизити ціну зовнішнього боргу і залучити більшу кількість вільних коштів в економіку. Державні єврооблігації є важливим неінфляційним інструментом покриття дефіциту держбюджету [2]. 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.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. 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, А. Гальчинський, В. Геєць, М. Дьоміна, Н. Зражевська, В. Козюк, Ю. Кравченко, В. Корнєєв, І. Лютій, В. Майстришин, С. Марченко, В. Міщенко, О. Мозговий, О.В. Олійник, В. Руденко, О. Сніжко, О. Чеберяко, В. Шапран, В. Шелудько та ін. Водночас тематика саме єврооблігаційних запозичень та чинників, що визначають позиції України на міжнародному ринку капіталу, залишається недостатньо вивченою та потребує подальшого дослідження.

Мета статті полягає у з'ясуванні доцільності використання державних єврооблігацій під час

виплати державного боргу України та виявленні переваг та недоліків у використанні цього інструменту.

Виклад основного матеріалу дослідження. Нині в Україні склалася критична ситуація із зовнішнім боргом. На початку року рівень міжнародних резервів знизився через виплати за зобов'язаннями перед МВФ, а також іншими кредиторами. Загалом було виплачено 2,5 млрд. дол. [3]. У найближчі чотири роки виплати України з погашення та обслуговування зовнішнього державного боргу будуть перевищувати 5 млрд. дол. щорічно: у 2018–2019 рр. вони становитимуть близько 14 млрд. дол., у 2020–2021 рр. потрібно виплатити ще 11,2 млрд. дол. Внутрішні резерви також залишають бажати кращого. На початок 2018 р. валютні резерви НБУ становили 18,8 млрд. дол. Профіцит зовнішньої торгівлі послугами, що виріс у 2017 р. до 2,3 млрд. дол., принципово ситуацію не поліпшує, тому розраховувати на помітне зростання припливу валюти в країну цього року не доводиться [4].

Таким чином, якщо держава не зможе позичити гроші за кордоном або не реструктуризує частину зобов'язань, у найближчі кілька років потреба у валюті на оплату держборгу перевищить фактичні валютні резерви. За даними Міністерства фінансів, у 2018 р. витрати на обслуговування держборгу становитимуть більше 14% усіх бюджетних витрат. Незважаючи на те що в держбюджеті на поточний рік закладено суму на виплати за зовнішніми боргами (112,5 млрд. грн.), потрібно враховувати, що розрахунки із зовнішніми кредиторами будуть проводитися в іноземній валюті, яку доведеться викупити на міжбанку або використовувати для розрахунків резерви НБУ. Оскільки частина виплат у 2018 р. припадає на валютні ОВДП, в уряді розраховують їх рефінансувати, випустивши нові облигації. Таким чином, потреба у валюті стане менше на 2,6 млрд. дол., і сума виплат у поточному році знизиться до 4,8 млрд. дол. [2].

Уряд розглядає кілька сценаріїв, як розраховуватися за зобов'язаннями і не допустити дефолту. Одним із них є випуск валютних єврооблігацій.

Відзначимо, що єврооблігації – це середньострокові та довгострокові боргові цінні папери, які затверджують зобов'язання емітента до сплати їх номінальної вартості у визначений термін та відсотків за визначеною процентною ставкою [5]. Такі папери випускаються урядами країн, корпоративними та муніципальними емітентами і розміщуються за допомогою міжнародного синдикату андеррайтерів як за межами країни-емітента, так і за межами країни, у валюті якої вони деноміновані.

Крім того, державна облигація – це кредит, що надається державі та її фінансовим установам, громадянам, фізичним чи юридичним особам, оформлений у вигляді державного цінного

паперу, що підтверджує боргові зобов'язання держави перед кредитором [6]. Державні облигації випускаються для фінансування дефіциту державного бюджету, а також здійснення різних державних, соціальних і суспільних проєктів. Обсяг і структура засобів, що залучаються під час розміщення державних облигацій, а також порядок їх витрачання встановлюються у бюджеті відповідно до бюджетного законодавства країни-емітента. Державні облигації розміщуються на первинному ринку шляхом організації підписки або аукціонного продажу, а також за допомогою укладення договору купівлі-продажу без проведення аукціону та вторинних торгів [7].

Емітентом ОЗДП України є держава в особі Міністерства фінансів, якому також доручено розміщувати державні облигації, номіновані в іноземній валюті, визначати час здійснення й обсяги випуску, визначати строки обігу та процентну ставку (ціну продажу), передбачати щорічно в проєкті закону про державний бюджет на відповідний рік кошти, необхідні для обслуговування і погашення, виступати від імені Кабінету Міністрів України гарантом своєчасного погашення та сплати доходу за облигаціями, а також за погодженням із Нацбанком України вирішувати питання випуску, розміщення та погашення облигацій. Кошти, отримані від розміщення облигацій зовнішніх державних позик країни, спрямовуються виключно до державного бюджету України.

Єврооблігації нині є одним із найпопулярніших фінансових інструментів. Вони мають низку переваг для емітента: високу надійність, довготерміновість погашення, обсяги залучення коштів, можливість управління боргом через котирування облигацій на вторинному ринку. Проте поруч з усіма позитивними позиціями вибір євробондів для залучення інвестицій має низку недоліків, таких як ризик виникнення форс-мажорних обставин, висока ціна обслуговування (комісія брокерів і біржі), залежність емітента від валюти, у якій випущено облигації, а також поглиблення залежності від зовнішніх ринків [8].

Перший ринковий випуск єврооблігацій Україна здійснила в 2002 р., коли були випущені 10-річні єврооблігації з прибутковістю 7,65% річних, а вже через півроку прибутковість випуску була нижче 7% річних. Починаючи з 2006 р. сталися значні зміни на ринку українських єврооблігацій. У 2008 р. міжнародним рейтинговим агентством Standard & Poor's українським єврооблігаціям був привласнений рейтинг В+, що говорить про можливість виконання боргових зобов'язань у строк і в повному обсязі. У 2013 р. Україна продала 10-річні єврооблігації на 1,25 млрд. дол. із прибутковістю 7,5% річних. У 2014–2016 рр. Україна щорічно розміщувала п'ятирічні єврооблігації обсягом 1 млрд. дол., боргові папери були гарантовані США, що давало країні змогу позичати за ре-

кордно низькими ставками. У 2015 р. була проведена реструктуризація 13 випусків євробондів країни на загальну суму 14,36 млрд. дол. і 0,6 млрд. євро, інвестори погодилися на списання близько 20% основного боргу і перенесення виплат на решту чотири роки. Ставку купона всіх реструктурованих випусків було встановлено на рівні 7,75% річних [9].

Динаміку випуску єврооблігацій Мінфіном України графічно представлено на рис. 1.

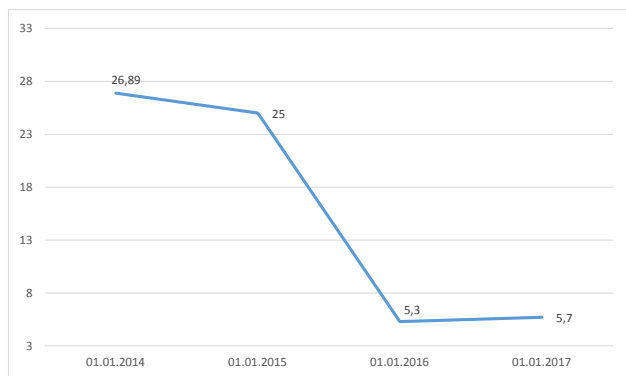


Рис. 1. Обсяг випуску Україною державних єврооблігацій, млрд. дол. [10]

Як бачимо, з 2015 р. обсяг державних єврооблігацій значно знизився. Це зумовлено тим, що українська економіка знаходилася у катастрофічному стані й потребувала швидких та надійних вливань із боку іноземних інвесторів. Уряд віддавав перевагу траншам і кредитам від МВФ, а рівень випуску євробондів залишався на мінімальному рівні.

Початком більш активної діяльності з випуску цих цінних паперів вважається осінь 2017 р. Тоді Україна випустила єврооблігації на термін 15 років і на загальну суму 3 млрд. дол. під 7,375% річних, з яких 1,68 млрд. дол. – для здійснення обміну або викупу єврооблігацій із погашенням у 2019 і 2020 рр., які були випущені в рамках реструктуризації боргу в 2015 р. Попит на нові єврооблігації становив близько 9,5 млрд. дол. [8]. Пікова сума заявок у книжці становила 9,5 млрд. дол. від близько 350 інвесторів. Фінальна алокація відбулася серед близько 300 інвесторів, з яких 78% – assetmanagers, 15% – хеджфонди. 46% алокації – інвестори зі США, 36% – Великої Британії, 16% – континентальної Європи [11].

Вже у 2018 р. планується випустити євробонди на суму 2,5 млрд. дол. Як показав попередній аукціон, попит на українські облігації є, і шанси їх розмістити є цілком реальними. При цьому процентні ставки по облігаціях більше, близько 7,5%, і за ризику дефолту ставки будуть тільки рости [4].

Проте існує певна недовіра до такого підходу, як випуск державних єврооблігацій. Головним чином, тому, що існує ризик, що залучення єврооблігацій у дуже сприятливих ринкових умовах стане в очах уряду альтернативою креди-

там МВФ та, відповідно, гальмування реформ. Україна має дуже високе боргове навантаження на 2019–2020 рр.: нам доведеться гасити великі суми зовнішніх кредитів. Саме тому співпраця з МВФ була важливою, оскільки без грошей Фонду Україна не розплатилася б по своїх боргах. Випуск єврооблігацій частково зняв це навантаження: 1,5 млрд. дол. було спрямовано на дострокове погашення боргів 2019–2020 рр., і платити по них залишилося менше, хоча суми все ще дуже значні. Крім того, уряд отримав сигнал, що може й надалі позичати на ринку замість звертатися до вимогливих МВФ чи Євросоюзу. Головним і дуже небезпечним для країни наслідком є те, що уряд може вирішити, що раз тиск МВФ знизився, то і з реформами можна не поспішати. До того ж деякі експерти вважають залучення коштів шляхом випуску євробондів принаймні не вигідним. Утім, навіть сам МВФ досить холодно поставився до випуску Україною євробондів. А рейтингове агентство Fitch, привітавши повернення Києва на міжнародний борговий ринок цінних паперів, нагадало Україні, що пріоритетом для неї є співпраця з МВФ. Основним аргументом є ставка за позичень – 7,375%, тоді як МВФ надавав кредити під 3%, а за позичення на внутрішньому ринку коштували би близько 5% річних [12]. Проте такі вигідні кредити від МВФ передбачають здійснення ефективних реформ, прийняття інноваційних законів і взагалі великі перебудови у політичній системі, що для цієї самої системи не зовсім вигідно.

Однак основною метою випуску єврооблігацій державою є зменшення навантажень під час виплати держбюджету. Як показує практика, за вигідних умов випуску євробондів дійсно справляються із цим завданням і полегшують навантаження на бюджет.

Висновки. Отже, зовнішні державні за позичення на ринку єврооблігацій є ефективним інструментом залучення фінансових ресурсів, потужним інструментом макроекономічної політики держави і часто є більш дешевими способами мобілізації капіталу. Вони водночас виступають індикаторами боргової безпеки держави, оскільки їхня надмірна частка у загальній державній заборгованості спричиняє можливість виникнення фінансових та макроекономічних ризиків. Державні єврооблігаційні за позичення України є перспективним інструментом за умови, що вони будуть залучені на вигідних умовах за сприятливого стану міжнародного ринку. Також ці боргові цінні папери можуть стати ефективним інструментом під час виплати державного боргу, проте його потрібно застосовувати лише в поєднанні з іншими інструментами для досягнення максимального ефекту. Водночас випуск євробондів не можна вважати панацеєю проти боргової кризи України, коли основні сили мають бути спрямовані на стимуляцію внутрішнього виробництва і поліпшення економічної ситуації в країні.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Олійник О.В. Особливості діяльності України на ринку державних єврооблігацій в умовах нестабільності. Збірник наукових праць Харківського національного педагогічного університету імені Г.С. Сковороди. Економіка. 2014. № 14. URL: <http://oaji.net/articles/2014/1053-1415800350.pdf>.
2. Що таке єврооблігації і чому навколо них стільки галасу? URL: <https://www.segodnya.ua/opinion/repkocolumn/shcho-take-vrooblgac-chomu-navkolo-nih-stlki-galasu-1057907.html>.
3. У Мінфіні сказали, хто купив українські євробонди. URL: <https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/2308800-u-minfini-skazali-hto-kupiv-ukrainski-evrobondi.html>.
4. Долговая петля затягивается: когда выплаты по госдолгу для Украины станут неподъемными. URL: <https://delo.ua/economyandpoliticsinukraine/dolgovaja-petlja-zatjagivaetsja-kogda-vyplaty-po-gosdolgudlja-ukrai-338956/>.
5. Міжнародні фінанси: підручник / І.І. Д'яконова, М.І. Макаренко, Ф.О. Журавка та ін.; за ред. М.І. Макаренка та І.І. Д'яконової. К.: Центр учбової літератури, 2013. 548 с.
6. Фінансове право: підручник / В.Ф. Роль, В.В. Сергієнко, С.М. Попова. К.: Центр учбової літератури, 2011. 392 с.
7. Міжнародні фінанси: підручник / О.І. Рогач, А.С. Філіпенко, Т.С. Шемет та ін.; за ред. О.І. Рогача. К.: Либідь, 2003. 784 с.
8. Україна отримала 1,32 млрд доларів від єврооблігацій. URL: https://dt.ua/ECONOMICS/ukrayina-otrimala-1-32-mlrd-dolariv-vid-yevroobligacij-255224_.html.
9. Україна залучила \$3 млрд від розміщення єврооблігацій – Порошенко. URL: <https://www.pravda.com.ua/news/2017/09/18/7155575/>.
10. Группа индексов: Объем рынка еврооблигаций развивающихся рынков по версии BIS. URL: http://cbonds.ru/indexes/indexdetail/?group_id=819.
11. Україна виплатила 2,5 млрд доларів боргів. URL: <http://www.unn.com.ua/uk/news/1724989-ukrayina-viplatila-2-5-mlrd-dolariv-borgiv>.
12. Эйфорическое головокружение от сомнительных успехов. URL: <https://rian.com.ua/analytics/20170925/1027976339.html>.