

УДК 336.276

DOI: <https://doi.org/10.32840/2522-4263/2019-6-58>**Панченко В.В.***аспірантка кафедри фінансів**Київського національного торговельно-економічного університету***Panchenko Victoria***postgraduate student of the Department of Finance,
Kyiv National University of Trade and Economics***НАПРЯМИ ОПТИМІЗАЦІЇ УПРАВЛІННЯ ЗОВНІШНІМ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ****DIRECTIONS OF EXTERNAL PUBLIC DEBT MANAGEMENT OPTIMIZING****АНОТАЦІЯ**

У статті розглянуто найбільш поширені державні боргові цінні папери розвинених країн, зокрема США, Німеччини, Англії та Японії, які є основним джерелом державного запозичення. Наведено дані щодо облігацій зовнішньої державної позики (далі – ОЗДП) та облігацій внутрішньої державної позики (далі – ОВДП) України в обігу, здійснено розрахунок та порівняння середнього терміну обертання, середньозваженої доходності, розраховано сукупну вартість ОЗДП в обігу та валютних ОВДП. Зроблено висновок щодо можливостей залучення коштів шляхом випуску ОЗДП та валютних ОВДП. Здійснено порівняння ставок доходності ОВДП та депозитів як конкурентів на ринку інвестицій. Розглянуто принцип дії державних боргових інструментів із прив'язкою до ключових макроекономічних показників розвитку країни на прикладі зв'язку з номінальним ВВП. Розроблено пропозиції щодо оптимізації розвитку ринку державних боргових цінних паперів в Україні. Досліджено сильні та слабкі боки впровадження в Україні «зелених» облігацій та «продовжуваних» ОЗДП, пов'язаних із рівнем зростання ВВП, а також виявлено потенційні можливості та загрози їх застосування.

Ключові слова: зовнішній державний борг, оптимізація управління боргом, управління зовнішнім державним боргом, «зелені» облігації, «продовжувані» ОЗДП.

АННОТАЦИЯ

В статье рассмотрены наиболее распространенные государственные долговые ценные бумаги развитых стран, в частности США, Германии, Англии и Японии, которые являются основным источником государственного заимствования. Приведены данные по облигациям внешнего и внутреннего государственного займа Украины в обращении, осуществлены расчет и сравнение среднего срока обращения, средне-взвешенной доходности, рассчитана совокупная стоимость облигаций внешнего государственного займа в обращении и валютных облигаций внутреннего государственного займа. Сделан вывод о возможности привлечения средств путем выпуска облигаций внешнего государственного займа и валютных облигаций внутреннего государственного займа. Проведено сравнение ставок доходности облигаций внутреннего государственного займа и депозитов как конкурентов на рынке инвестиций. Рассмотрен принцип действия государственных долговых инструментов с привязкой к ключевым макроекономическим показателям развития страны на примере связи с номинальным ВВП. Разработаны предложения по активизации развития рынка государственных долговых ценных бумаг в Украине. Исследованы сильные и слабые стороны внедрения в Украине «зеленых» облигаций и «продлеваемых» облигаций внешнего государственного займа, связанных с уровнем роста ВВП, а также выявлены потенциальные возможности и угрозы их применения.

Ключевые слова: внешний государственный долг, оптимизация управления долгом, управление внешним государственным долгом, «зеленые» облигации, «продлеваемые» облигации внешнего государственного займа.

ANNOTATION

The urgency of the topic is due to the significant pressure of the debt burden on the expenditure part of the state budget, which needs to be solved by improving the efficiency and effectiveness of Ukraine's debt policy. The use of the most progressive public debt instruments existing in the world, which could be implemented in the realities of domestic economy, should make the process of public borrowing more flexible and economically viable. The article deals with the most common public debt securities of developed countries, in particular, the USA, Germany, England and Japan, which are the main source of government borrowing. The largest share of the listed countries' debt markets is occupied by government bonds with a fixed coupon. The main advantages of issuing government debt securities in relation to obtaining loans are listed. The data on external government bonds (EGB) and domestic government bonds (DGB) of Ukraine in circulation are given, calculation and comparison of average term of rotation, average weighted yield is made, total value of EGB in circulation and currency DGB is calculated. The conclusion was drawn on the possibilities of raising funds through the issuance of EGB and currency government bonds. A comparison was made between the interest rates on government bonds and deposits as competitors in the investment market; the main advantages of government bonds in relation to deposit are listed as a direction of funds investing. The principle of action of government debt instruments with reference to the key macroeconomic indicators of the country's development, based on the example of connection with nominal GDP, is considered. The essence and the types of counter-cyclical financial instruments introduced by the Commonwealth are disclosed. Proposals for activation of development of government debt securities market in Ukraine have been elaborated. The strengths and weaknesses of the introduction of green bonds in Ukraine and GDP-linked bonds were explored, and identified potential and threats of their use. The conclusion was made about the necessity of revising approaches to the classification of government debt securities by maturity, and presented a new classification system.

Key words: external public debt, optimization of debt management, external public debt management, green bonds, GDP-linked bonds.

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. Зростання державної заборгованості та тиск боргового тягаря на видаткову частину державного бюджету змушують уряди багатьох країн шукати шляхи підвищення ефективності та дієвості своєї боргової політики, серед інструментів якої важливе місце належить державним цінним паперам. У масштабах світової економіки використовуються різні за параметрами та характеристиками боргові папери суверенних держав, проте загальні глобалізаційні зміни, які торкаються основ функ-

ціонування економічних систем країн, сприяють їх міждержавній уніфікації. Підвищенню ефективності боргової політики України сприятиме застосування найбільш прогресивних інструментів державного боргу, існуючих у світовій практиці, що можуть бути впроваджені в реаліях вітчизняної економіки.

Аналіз останніх досліджень і публікацій, в яких започатковано розв'язання даної проблеми і на які спирається автор. Теоретичні та практичні аспекти розвитку ринку боргових державних цінних паперів, особливості їх застосування як інструмента боргової політики держави досліджували такі вітчизняні вчені, як: Т. Богдан, Ж. Гарбар, Н. Дегтярьова, В. Демиденко, О. Карапетян, Г. Кучер, Н. Лубкей, Т. Мацієвич, О. Мозговий, О. Новосолова, І. Чугунов [1–11] та ін.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми, котрим присвячується означена стаття. Недостатньо дослідженим залишається питання вибору найбільш поширених у світовій практиці інструментів державного боргу, застосування яких здатне розширити можливості державного запозичення та оптимізувати структуру боргового портфеля держави.

Формулювання цілей статті (постановка завдання). Мета статті полягає у дослідженні сутності та видів державних боргових цінних паперів, які активно та найбільш успішно використовуються іноземними країнами, оцінці можливостей та доцільності їх застосування в Україні.

Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів. У Середньостроковій стратегії управління державним боргом на 2019–2022 рр. [12] надано орієнтовний перелік джерел фінансування державного бюджету, в якому боргові цінні папери представлені облігаціями внутрішньої державної позики (далі – ОВДП) та облігаціями зовнішньої державної позики (далі – ОЗДП), інші боргові інструменти представлені різними формами кредитування та надання гарантій. Якщо порівнювати залучення коштів за допомогою державних боргових цінних паперів з отриманням позик за кредитними угодами, то вони мають такі переваги [7, с. 825]:

- більш гнучкий борговий інструмент;
- сприяють розширенню кола інвесторів та дають змогу мобілізувати значні кошти для фінансування заходів, які невідповідні чи неприйнятні для приватного капіталу;
- значна мобільність та диверсифікація;
- випускаються на умовах, що визначаються винятково емітентом. На нашу думку, саме свобода прийняття рішень та встановлення умов випуску, обігу та погашення роблять цінні папери більш оптимальним джерелом залучення фінансування порівняно з кредитуванням.

Державні облігації – найбільш поширений вид боргових цінних паперів у світовій практиці. «Переважаюча частка у структурі державно-

го боргу сучасних держав – це заборгованість, сформована внаслідок використання державних боргових цінних паперів, які є досить ефективним борговим інструментом держави. Наприклад, у США та Великобританії державні цінні папери є дуже популярними серед населення, у зв'язку з чим більше як 90% усіх державних запозичень даних країн здійснюється шляхом їх емісії» [7, с. 825].

Департамент казначейства США через діюче у його складі Бюро фіскальної служби випускає казначейські цінні папери шести видів [13]:

- короткострокові казначейські векселі (Treasury Bills) – до одного року;
- середньострокові казначейські облігації (Treasury Notes) – іменні облігації з терміном погашення до десяти років;
- довгострокові казначейські облігації (Treasury Bonds) – іменні облігації з терміном обігу понад десять років;
- облігації з плаваючою відсотковою ставкою (Floating Rate Note – FRN) – допомагають фінансувати уряд із найменшими витратами з плином часу. Введені в обіг з 2013 р.;
- казначейські облігації, захищені від інфляції (Treasury Inflation-Protected Securities – TIPS), – їхня доходність збільшується з ростом інфляції і зменшується з дефляцією. Головний їх недолік для інвесторів – ставка реальної доходності може бути від'ємною. Введені в обіг з 1997 р.;
- торгівля зареєстрованими відсотками та основною сумою цінних паперів (STRIPS) – користуються популярністю серед інвесторів, які хочуть отримати визначений платіж у певну майбутню дату. Такі цінні папери не випускаються та не продаються безпосередньо інвесторам, їх можна придбати та володіти лише через фінансові установи або брокерів та дилерів державних цінних паперів.

У Великобританії державні облігації (gilts), які нині перебувають в обігу, згідно з критерієм умов емісії, виплати відсотків і погашення поділяють на [14]:

- звичайні (conventional gilts) – займають 75% ринку облігацій;
- індексовані (index-linked gilts) – займають 25% ринку;
- облігації з відривними купонами (gilt strips) – перша емісія здійснена у 1997 р., друга – у 2002 р., проте зараз усі gilt strips обертаються як звичайні облігації з фіксованим купоном.

Зазвичай термін обігу gilts становить 5, 10 або 30 років, але в травні 2005 р. Офіс управління боргом (DMO) випустив нові 50-річні облігації. У червні 2013 р. після консультацій на ринку DMO випустив нові 50-річні облігації. Як правило, номінал gilts становить 100 фунтів стерлінгів, проте може бути і 1 пені. Відсоткова ставка невисока. Так, наприклад, для облігацій із датою погашення у 2047 р. вона становить 1,5% річних. Окрім облігацій, Офіс управління боргом Великобританії здійснює випуск каз-

начейських векселів із терміном обертання від 1 до 364 днів, ставка купону за якими може бути нульовою. Їх продаж інвесторам здійснюється через акредитовані банки.

У Німеччині найбільш розповсюдженими є довгострокові урядові облигації (Bundesanleihen (Bunds) та п'ятирічні державні облигації з фіксованою річною виплатою відсотків (Bundesobligationen (Bobls) (рис. 1). Bunds випускаються строком на 10 та 30 років. На кінець 2018 р. їхня частка становила 64,6% боргового портфеля держави, причому на 10-річні облигації припадає 44,6%, тому вони є найбільш важливим джерелом фінансування федерального уряду. Після Bunds Bobls є другим найважливішим джерелом фінансування Федерального уряду Німеччини [15].

Меншою мірою в Німеччині використовуються інші державні боргові цінні папери, серед яких [15]:

- індексовані на інфляцію федеральні цінні папери (Inflationsindexierte Bundeswertpapiere (ILB) зі строком обертання 5, 10 або 30 років. Окрім фіксованої річної виплати відсотків, їх власники отримують компенсацію інфляції;

- дворічні казначейські ноти (Bundesschatzanweisungen (Schdtze)) – інструменти ринку капіталу Німеччини з найкоротшим початковим терміном погашення;

- шести- або 12-місячні федеральні безкупонні облигації (Unverzinsliche Schatzanweisungen (Bubills)) – продаються за ціною нижче номіналу, погашаються за номіналом;

- 7-річні облигації земель Німеччини (Bund-Länder-Anleihe). Облигації Bund-Länder, випущені Федеральним урядом та десятьма землями у 2013 р. на суму 3 млрд євро, не покриваються 100% федеральною гарантією через часткову відповідальність емітента.

Японія залучає значні суми з ринків капіталу для фінансування державних видатків, головним чином, за рахунок випуску державних облигацій (JGB), фінансових векселів та запозичень. Ці заходи фінансування підтриму-

ються великою та різноманітною спільнотою вітчизняних та закордонних інвесторів та посередників. Нині державні облигації Японії (JGB) можна класифікувати на п'ять категорій [16]:

- 1) короткострокові векселі (шестимісячні та однорічні);

- 2) середньострокові ноти (дворічні та п'ятирічні);

- 3) довгострокові облигації (10-річні);

- 4) наддовгострокові облигації (20-, 30- та 40-річні);

- 5) JGB для роздрібних інвесторів (три-, п'яти- та десятирічні).

У 2002–2003 рр. уряд Японії запровадив розділену торгівлю зареєстрованими відсотками та основною сумою цінних паперів (STRIPS) і програму 10-річних JGB із плаваючою відсотковою ставкою. Згодом уряд Японії почав видавати [16]:

- 10-річні облигації, пов'язані з індексом споживчих цін (CPI);

- трирічні та п'ятирічні облигації для роздрібних інвесторів;

- 40-річні облигації з фіксованою ставкою у 2003, 2005 та 2007 рр.

Короткострокові JGB – це дисконтні облигації. Усі інші види державних облигацій – із фіксованими купонами. Однак було припинено випуск 15-річних облигацій із плаваючою ставкою та індексованих на інфляцію.

Спільна риса, яка відрізняє боргові цінні папери урядів розвинених країн, – їх висока надійність, що викликає довіру з боку інвесторів та дає змогу встановлювати відносно невисоку норму доходності. Саме це робить емісію державних боргових цінних паперів вигідним та рентабельним інструментом запозичення. Своєчасна та повна виплата доходу і погашення номіналу боргових інструментів забезпечує високі кредитні рейтинги розвинених країн-емітентів, підтверджуючи статус їхніх облигацій як надійного та привабливого напрямку інвестування активів. Саме проблеми з обслуговуванням державного боргу, застосування методів його реструктуризації стають на шляху активного виходу українських ОЗДП на міжнародні ринки капіталу. Сьогодні зацікавити інвесторів вкладати кошти в українські боргові цінні папери можливо шляхом установлення відносно високих відсоткових виплат порівняно з іншими державними облигаціями на європейському ринку капіталу та своєчасного виконання своїх зобов'язань для створення репутації надійного позичальника. Проте висока ставка купону підвищує вартість обслуговування боргу та рівень ризиків, зокрема валютного.

Сукупна вартість усіх ОЗДП України, які нині перебувають в обігу, становить близько 23 млрд дол. США (табл. 1). Середній строк до погашення складає дев'ять років, проте значно різняться щодо кожної емісії. Найменший термін обігу (чотири роки) в ОЗДП 2015 р. на суму 0,66 млрд дол., найдовший (25 років) – у казначейських нот, які були випущені під час

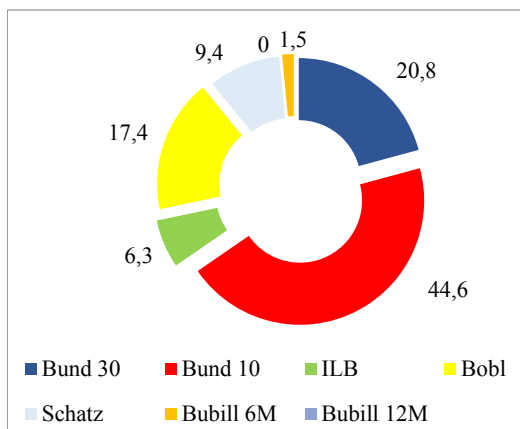


Рис. 1. Облигації у складі державного боргу Німеччини у 2018 р., %

Джерело: складено за даними [15]

Таблиця 1

ОЗДП України в обігу станом на 31.08.2019

Дата випуску	Дата погашення	Термін обігу	Валюта	Обсяг емісії, млрд	Ставка купону
29.05.2015	29.05.2020	5	USD	1	1,847
12.11.2015	31.05.2040	25	USD	3,24	7,75
12.11.2015	01.09.2027	12	USD	1,31	7,75
12.11.2015	01.09.2026	11	USD	1,32	7,75
12.11.2015	01.09.2025	10	USD	1,33	7,75
12.11.2015	01.09.2024	9	USD	1,34	7,75
12.11.2015	01.09.2023	8	USD	1,36	7,75
12.11.2015	01.09.2022	7	USD	1,38	7,75
12.11.2015	01.09.2021	6	USD	1,41	7,75
12.11.2015	01.09.2020	5	USD	1,36	7,75
12.11.2015	01.09.2019	4	USD	0,66	7,75
29.09.2016	29.09.2021	5	EUR	1	1,471
25.09.2017	25.09.2032	15	USD	3	7,375
25.10.2018	01.11.2028	10	USD	1,6	9,75
25.10.2018	01.02.2024	5	USD	0,75	8,994
20.06.2019	20.06.2026	7	USD	1	6,75

Джерело: складено за даними [17]

реструктуризації зовнішнього державного боргу в 2015 р. Середньозважена ставка купону за ОЗДП в обігу становить 7,31%, що значно вище за процентні виплати за державними облигаціями розвинених країн.

Середньозважена вартість залучення фінансування на внутрішньому кредитному ринку шляхом випуску ОВДП у доларах США та євро (7,14% та 4,47% відповідно) нижча за ставку купону ОЗДП, проте можливості внутрішнього ринку обмежені, тому залучення валюти всередині країни не можна розглядати як повноцінну альтернативу використанню державних боргових цінних паперів на міжнародних ринках капіталу. За період 2011–2018 рр. було залучено майже 18 млрд дол. та 1,24 млрд євро шляхом випуску валютних ОВДП (табл. 2). При цьому 23 млрд дол. США шляхом випуску ОЗДП було залучено за короткий період часу – чотири роки.

Номинальна дохідність державних цінних паперів в Україні досить висока, проте реаль-

на прибутковість, скоригована на рівень інфляції, була від'ємною у 2014–2017 рр. Лише у 2018 р. відсоткова ставка за гривневими ОВДП перевищила темп інфляції на 7,99 в. п. Під час оцінки рівня дохідності ОВДП варто враховувати рівень облікової ставки, за допомогою якої НБУ встановлює для суб'єктів грошово-кредитного ринку орієнтир щодо вартості залучених та розміщених грошових ресурсів. Аналогічно до індексу інфляції облікова ставка перевищує номінальну дохідність ОВДП починаючи з 2014 р. При цьому в 2011–2013 рр. дохідність валютних ОВДП, яка завжди нижча дохідності ОВДП у національній валюті, була вищою за облікову ставку (табл. 2).

Основний конкурент ОВДП на ринку заощаджень – депозити. Проте ОВДП мають низку переваг для інвесторів. Середньозважена річна дохідність за гривневими ОВДП у 2011–2018 рр. у цілому вища за ставку по депозитах у національній валюті, крім 2012 та 2016 рр., коли відсотки за депозитами були вищими. Дохід-

Таблиця 2

Первинне розміщення ОВДП в Україні в 2011–2018 рр.

Рік	Гривневі ОВДП		Валютні ОВДП				Середньорічний темп інфляції, %	Облікова ставка НБУ на кінець року, %
	Обсяг емісії, млрд грн	Середньозважена дохідність, %	Обсяг емісії, млрд дол. США	Середньозважена дохідність, %	Обсяг емісії, млрд євро	Середньозважена дохідність, %		
2011	50,26	9,17	0,41	8,92	-	-	4,60	7,75
2012	42,95	12,94	2,54	8,92	0,32	4,80	-0,20	7,50
2013	13,15	14,19	5,31	7,63	0,11	4,80	0,50	6,50
2014	218,05	13,44	0,79	5,80	0,04	7,50	24,90	14,00
2015	85,02	13,07	0,64	8,74	-	-	43,30	22,00
2016	166,24	9,16	3,00	7,29	0,14	4,00	12,40	14,00
2017	103,46	10,47	1,81	4,80	0,13	3,95	13,70	14,50
2018	65,13	17,79	3,48	5,97	0,50	4,22	9,80	18,00

Джерело: складено за даними НБУ [18]

ність за ОВДП у доларах США за аналогічний період вища за ставку відсотка за депозитами в іноземній валюті, крім 2014 р. (5,8% проти 6,7% відповідно). Емісія ОВДП в євро не проводилася у 2011 та 2015 рр., при цьому їх дохідність значно нижча за середньозважену річну ставку за депозитами в іноземній валюті у 2012, 2013 та 2016 рр. та вища у 2014, 2017 та 2018 рр. (рис. 2).

Серед переваг ОВДП, окрім вищої норми прибутку, відносно депозиту можна назвати такі:

– відсотки від ОВДП не обкладаються ПДФО, лише військовим збором;

– ОВДП можна продати у будь-який момент, тоді як у разі дострокового розірвання депозитного договору може бути втрачена частина відсотків;

– держава гарантує 100% оплату ОВДП, тоді як у разі ліквідації банку поверненню підлягає не більше 200 тис грн вкладу.

У світовій практиці широкого вжитку набули державні боргові інструменти, прив'язані до ключових макроекономічних показників розвитку країни, стан яких прямо впливає на платоспроможність країни як емітента (SCDI) [19]:

– «лінкери» (linkers) – облігації з номіналом та купоном, пов'язаними з рівнем стану певної змінної;

– «плавці» (floaters) – облігації зі змінною ставкою, що пов'язана зі станом змінної;

– «продовжувані» (extendibles) – облігації, термін погашення яких продовжується, якщо заздалегідь визначений тригер порушений.

До ключових змінних, до яких можуть бути прив'язані умови сплати відсотків та погашення номіналу SCDI, належать [19]: номінальний ВВП, доходи або витрати держави, первинний баланс стабілізації заборгованості, гранична процентна ставка за звичайної заборгованості, номінальний очікуваний ВВП для інвесторів, премія за ризик.

Принцип дії SCDI розглянемо на прикладі їх прив'язки до номінального ВВП:

1. «Продовжувана» облігація. Купон та основна сума фіксовані, але строк погашення облігації збільшується на кілька років, якщо ВВП упаде більше ніж на визначений відсоток. Емітент також може вказати ставку купону в разі «продовження» строку обігу – суму, на яку купон збільшиться за зміни дати погашення.

2. Облігація «лінкер». І основна сума, і купон цінного паперу пов'язані з індексом зростання ВВП від моменту випуску облігації.

3. Облігація «поплавець». Ця облігація має фіксовану основну суму, але купон кожного року прив'язується до темпу зростання ВВП. Емітент може встановити нижню межу купона вище нуля та/або застосувати «обмеження», щоб уникнути додаткових платежів.

Найменш оцінена, проте одна з найважливіших тенденцій сучасного міжнародного розвитку – зростаюча частота природних катастроф та торговельних потрясінь. Для того щоб забезпечити фінансову стійкість до екзогенних шоків, Співдружність націй запровадила випуск контрциклічних фінансових інструментів (Countercyclical Financial Instruments – CFI). CFI – це позики або боргові цінні папери, що містять попередній договір, у рамках якого зобов'язання країн з обслуговування боргу тимчасово призупиняються у відповідь на зовнішній шок [20, с. 6].

Нині існує обмежена кількість діючих CFI, серед яких [20, с. 17]:

1) контрциклічні позики, які надає Французьке агентство розвитку, умовами яких передбачена можливість одержання боргових канікул у періоди економічного стресу;

2) низка положень на випадок урагану в рамках угод про реструктуризацію боргу Гренади у 2015 р., які дають змогу відстрочити виплату боргу на заздалегідь визначений період часу або швидку реструктуризацію боргу у разі стихійного лиха.

На нашу думку, для активізації розвитку ринку державних боргових цінних паперів в Україні необхідно:

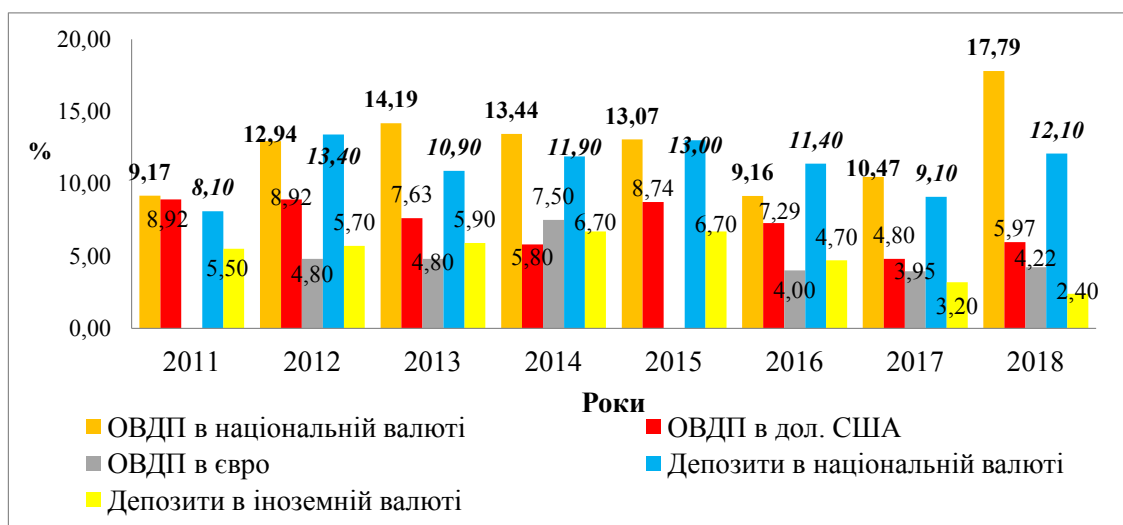


Рис. 2. Середньозважена дохідність ОВДП та депозитів резидентів у 2010–2018 рр., %

Джерело: побудовано за даними [18]

– підвищити частку інструментів інвестиційної спрямованості;

– запровадити використання «продовжуваних» ОЗДП, пов'язаних із рівнем зростання ВВП;

– змінити класифікаційних підхід щодо строків обігу ОВДП, у т. ч. валютних.

Зменшення викидів парникових газів – пануючий напрям світового екологічного руху, у зв'язку з чим розвиток вітчизняної економіки в напрямі екологізації не лише відповідає світовим тенденціям природоохоронної діяльності, а й може сприяти залученню додаткових ресурсів для фінансування економічних перетворень у країні. Ринок «зелених» облігацій у світі розвивається дуже швидкими темпами. Загальний обсяг розміщення цих цінних паперів у 2017 р. сягнув 155 млрд дол., що майже вдвічі більше, ніж у попередньому році, та у 180 разів більше, ніж у 2007 р. [21]. У 2018 р. глобальний обсяг випуску становив 167,3 млрд дол., що на 3% більше, ніж у попередньому році [22].

Серед переваг випуску «зелених» облігацій – можливість доступу до ринку кліматичних фінансів, у тому числі Зеленого кліматичного фонду. Розроблення Концепції створення ринку «зелених» облігацій в Україні обговорювалося на початку 2018 р. [21], проте їх запровадження в Україні досі не відбулося.

Запровадження «зелених» облігацій в Україні має низку потенційних переваг для реалізації економічних перетворень. До перелічених вище можна додати гнучкість інструменту, доступ до недорогого фінансування, можливість вирівнювання структури боргового портфеля за термінами та підвищення ефективності фінансової інфраструктури. До слабких сторін, які потребують вирішення та вдосконалення, слід віднести відсутність надійного закріплення «зеленого» спрямування облігацій та законодавчого регулювання ринку, незрілість фінансового інструменту через його новизну та недостатню ємність вторинного ринку. Ринок «зелених» облігацій бурхливо розвивається, що стимулює зацікавленість із боку інвесторів та дає імпульс для подальшого зростання. Проте поки невиснаженою залишається потенційна база інвесторів. Нестача необхідної інфраструктури ринку та сприятливих умов для впровадження «зелених» облігацій в Україні не дає змоги зробити адекватний прогноз щодо їх майбутнього.

Розширити можливості залучення іноземного фінансування з невисокими ризиками здатен випуск «продовжуваних» ОЗДП, пов'язаних із рівнем зростання ВВП. Оскільки емітент умовами випуску закладає можливість відстрочення погашення облігацій у разі падіння темпів росту економіки, зацікавити потенційного інвестора придбавати цінні папери можна шляхом установлення вищої норми дохідності в разі продовження строку обігу. Звичайно, даний вид облігацій підходить для емітентів, які можуть показати позитивну динаміку росту ВВП за останні роки, на основі якої можна будова-

ти прогноз майбутнього росту, що є гарантією вчасного погашення зобов'язань.

Залучення довгострокового фінансування сприяє забезпеченню боргової стійкості держави. На нашу думку, оптимізація управління державним боргом потребує збільшення частки довгострокових облігацій у структурі державного боргу та, відповідно, перегляду підходів до класифікації державних боргових цінних паперів за строками обігу, а саме:

– короткострокові – до одного року;

– середньострокові – від одного до п'яти років;

– довгострокові – від п'яти до десяти років;

– над довгострокові – понад десять років.

Висновки з цього дослідження і перспективи подальших розвідок у даному напрямку. Державні облігації – найбільш поширений вид боргових цінних паперів у світовій практиці. Найбільш часто для залучення фінансування країнами використовуються звичайні облігації. У Великобританії вони займають 75% випуску державних облігацій, 25% припадає на індексовані на інфляцію облігації. У Німеччині найбільш розповсюджені 10- та 30-річні облігації з фіксованою річною виплатою.

У світовій практиці широкого вжитку набули державні боргові інструменти, прив'язані до ключових макроекономічних показників розвитку країни, стан яких прямо впливає на платоспроможність країни як емітента. Саме тому ми пропонуємо запровадити використання «продовжуваних» ОЗДП, пов'язаних із рівнем зростання ВВП, що сприятиме диверсифікації боргового портфеля країни, розширенню кола інвесторів та джерел фінансування для проведення економічних перетворень у країні.

Перспективний напрям підвищення ліквідності державних цінних паперів та збільшення частки державних запозичень інвестиційного спрямування – емісія «зелених» облігацій, доцільність та можливість якої обговорювалася в Україні на початку 2018 р., проте використання даних цінних паперів досі не розпочалося.

Подальшого дослідження потребує питання розвитку фондового ринку України в контексті створення ефективних механізмів взаємодії учасників ринку шляхом спрощення, уніфікації та стандартизації операцій купівлі-продажу державних боргових цінних паперів, що зробить процес інвестування в них більш простим та зручним.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Богдан Т. Визначальні фактори впливу на рівень відсоткових ставок за ОВДП та економетричні моделі відсоткових ставок. *Вісник Національного банку України*. 2012. № 11. С. 17–25.
2. Гарбар Ж.В. Аналіз сучасного стану ринку державних цінних паперів в Україні. *Економічний аналіз*. 2014. Т. 18(1). С. 136–146.
3. Дегтярьова Н.В., Афоніна Є.В. Інноваційні інструменти світового ринку боргових цінних паперів. *Фінанси, облік і аудит*. 2012. Вип. 19. С. 46–54.

4. Дудченко Н.В., Демиденко В.В. Боргові зобов'язання як інвестиційний інструмент залучення фінансових ресурсів для фінансування державних потреб. *Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія «Економічні науки»*. 2012. Вип. 32(2). С. 53–56.
5. Карапетян О.М., Лубкей Н.П. Особливості функціонування ринку внутрішніх боргових зобов'язань України. *Наука й економіка*. 2014. Вип. 4. С. 28–34.
6. Кучер Г. Розвиток ринку внутрішніх державних боргових зобов'язань України. *Вісник Київського національного торговельно-економічного університету*. 2011. № 2. С. 47–58.
7. Лубкей Н.П. Державні цінні папери як інструмент боргової політики держави. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2016. № 14. С. 824–828. URL: <http://dspace.tneu.edu.ua/jspui/handle/316497/14165> (дата звернення: 10.09.2019).
8. Мацієвич Т.О. Боргові цінні папери у контексті екологічної модернізації. *Інтернаука. Серія «Економічні науки»*. 2018. № 8. С. 7–12.
9. Мозговий О., Малащук Д. Сучасна парадигма функціонування світового фінансового ринку. *Міжнародна економічна політика*. 2016. № 1. С. 29–51.
10. Новосолова О.С. Світова практика інституційного забезпечення управління державним боргом. *Часопис економічних реформ*. 2013. № 4. С. 54–60.
11. Чугунов І., Кучер Г. Фінансові ресурси державного сектору економіки. *Вісник Київського національного торговельно-економічного університету*. 2019. № 3. С. 40–52.
12. Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2019–2022 рр. : Постанова КМУ від 5 червня 2019 р. № 473. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/473-2019-%D0%BF> (дата звернення: 27.08.2019).
13. U.S. Department of the Treasury. URL: <https://home.treasury.gov/> (дата звернення: 27.08.2019).
14. About gilts. United Kingdom Debt Management Office. URL: <https://www.dmo.gov.uk/responsibilities/gilt-market/about-gilts/> (дата звернення: 27.08.2019).
15. German Government securities. *Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur*. URL: <https://www.deutsche-finanzagentur.de/en/institutional-investors/federal-securities/> (дата звернення: 27.08.2019).
16. Japan Bond Market Guide. *ABMF*. Volume 1. Part 2. URL: http://www.waseda.jp/win-cls/CA_BMGs/ABMF%20Vol1%20Part%202%20Sec%204%20JPN.pdf (дата звернення: 26.07.2019).
17. Офіційний вебсайт Міністерства фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk> (дата звернення: 07.09.2019).
18. Офіційний вебсайт Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/control/uk/index> (дата звернення: 07.09.2019).
19. State-Contingent Debt Instruments for Sovereigns. *IMF*. URL: <https://www.imf.org/en/About/Key-Issues/state-contingent-debt-instruments> (accessed at: 07.09.2019).
20. Countercyclical Financial Instruments. *The Commonwealth*. URL: <http://thecommonwealth.org/sites/default/files/inline/Countercyclical.PDF> (accessed at: 07.09.2019).
21. Держенергоефективності та проєкт UNIDO працюватимуть над створенням ринку «зелених» облігацій в Україні / Державне агентство з енергоефективності та енергозбереження України. URL: <http://saee.gov.ua/uk/news/2161> (дата звернення: 10.09.2019).
22. 2018 Green Bond Market Summary. Climate Bonds Initiative. URL: <https://www.climatebonds.net/files/files/2018%20green%20bond%20market%20highlights.pdf> (дата звернення: 10.09.2019).

REFERENCES:

1. Bohdan T. (2012) Vyznachalni faktory vplyvu na riven vidsotkovykh stavok za OVDP ta ekonometrychni modeli vidsotkovykh stavok [Determinant impact factors on government bonds interest rates and interest rates econometric models]. *Visnyk Natsionalnoho banku Ukrainy*, no 11, pp. 17–25.
2. Harbar Zh.V. (2014) Analiz suchasnoho stanu rynku derzhavnykh tsinnykh papieriv v Ukraini [Analysis of the current state of the government securities market in Ukraine]. *Ekonomicnyi analiz*, vol. 18(1), pp. 136–146.
3. Dehtiarova N.V., Afonina Ye.V. (2012) Innovatsiini instrumenty svitovoho rynku borhovyykh tsinnykh papieriv [Innovative instruments of the global debt securities market]. *Finansy, oblik i audit*, no. 19, pp. 46–54.
4. Dudchenko N.V., Demydenko V.V. (2012) Borhovi zoboviazannia yak investytsiini instrument zaluchennia finansovykh resursiv dlia finansuvannia derzhavnykh potreb [Debt as an investment tool to attract financial resources to finance government needs]. *Zbirnyk naukovykh prats Cherkaskoho derzhavnoho tekhnolohichnoho universytetu. Ser.: Ekonomichni nauky*, no. 32(2), pp. 53–56.
5. Karapetian O.M., Lubkei N.P. (2014) Osoblyvosti funktsionuvannia rynku vnutrishnikh borhovyykh zoboviazan Ukrainy [Features of the functioning of the domestic debt market of Ukraine]. *Nauka y ekonomika*, no. 4, pp. 28–34.
6. Kucher H. (2011) Rozvytok rynku vnutrishnikh derzhavnykh borhovyykh zoboviazan Ukrainy [Development of the domestic government debt market of Ukraine]. *Visnyk Kyivskoho natsionalnoho torhovelno-ekonomichnoho universytetu*, no. 2, pp. 47–58.
7. Lubkei N.P. (2016) Derzhavni tsinni papery yak instrument borhovoï polityky derzhavy [Government securities as a debt policy instrument of the state]. *Hlobalni ta natsionalni problemy ekonomiky : elektronne naukove fakhove vydannia*, no. 14, pp. 824–828. URL: <http://dspace.tneu.edu.ua/jspui/handle/316497/14165> (accessed a 10 September 2019).
8. Matsiievych T.O. (2018) Borhovi tsinni papery u konteksti ekolohichnoi modernizatsii [Debt securities in the context of environmental modernization]. *Mizhnarodnyi naukovyi zhurnal «Internauka». Seriya : Ekonomichni nauky*, no. 8, pp. 7–12.
9. Mozghoviy O., Malashchuk D. (2016) Suchasna paradyhma funktsionuvannia svitovoho finansovoho rynku [The modern paradigm of the world financial market functioning]. *Mizhnarodna ekonomichna polityka*, no. 1, pp. 29–51.
10. Novosolova O.S. (2013) Svitova praktyka instytutitsiinoho zabezpechennia upravlinnia derzhavnym borhom [World practice of institutional maintenance of public debt management]. *Chasopys ekonomichnykh reform*, no. 4, pp. 54–60.
11. Chuhunov I., Kucher H. (2019) Finansovi resursy derzhavnogo sektora ekonomiky [Фінансові ресурси державного сектору економіки]. *Visnyk Kyivskoho natsionalnoho torhovelno-ekonomichnoho universytetu*, no. 3, pp. 40–52.
12. Serednostrokovaya stratehiia upravlinnia derzhavnym borhom na 2019-2022 rr. [Medium-term public debt management strategy for 2019-2022]. *Postanova KМУ vid 5 chervnia 2019 r.*, no 473. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/473-2019-%D0%BF> (accessed 27 August 2019).
13. U.S. Department of the Treasury. URL: <https://home.treasury.gov/> (accessed 27 August 2019).
14. About gilts. *United Kingdom Debt Management Office*. URL: <https://www.dmo.gov.uk/responsibilities/gilt-market/about-gilts/> (accessed 27 August 2019).

15. German Government securities. *Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur*. URL: <https://www.deutsche-finanzagentur.de/en/institutional-investors/federal-securities/> (accessed 27 August 2019).
16. Japan Bond Market Guide. *ABMF. Volume 1. Part 2*. URL: http://www.waseda.jp/win-cls/CA_BMGs/ABMF%20Vol1%20Part%202%20Sec%204%20JPN.pdf (accessed 26 August 2019).
17. The official website of the Ministry of Finance of Ukraine. URL: <https://mof.gov.ua/uk> (accessed 07 September 2019).
18. The official website of the National Bank of Ukraine. URL: <https://bank.gov.ua/control/uk/index> (accessed 07 September 2019).
19. State-Contingent Debt Instruments for Sovereigns. *IMF*. URL: <https://www.imf.org/en/About/Key-Issues/state-contingent-debt-instruments> (accessed 07 September 2019).
20. Countercyclical Financial Instruments. *The Commonwealth*. URL: <http://thecommonwealth.org/sites/default/files/inline/Countercyclical.PDF> (accessed 07 September 2019).
21. Derzhenerhoefektyvnosti ta proekt UNIDO pratsiuvatymut nad stvorenniam rynku «zelenykh» oblitsii v Ukraini [The State Agency for Energy Efficiency and Energy Saving of Ukraine and the UNIDO project will work to create a market for green bonds in Ukraine]. *Derzhavne ahentstvo z enerhoefektyvnosti ta enerhozberezhennia Ukrainy*. URL: <http://sae.gov.ua/uk/news/2161> (accessed 10 September 2019).
22. 2018 Green Bond Market Summary. *Climate Bonds Initiative*. URL: <https://www.climatebonds.net/files/files/2018%20green%20bond%20market%20highlights.pdf> (accessed 10 September 2019).