

**Шелудько Н.М.,**

доктор економічних наук,  
завідувач відділу грошово-кредитних відносин  
ДУ “Інститут економіки та прогнозування  
НАН України”

**Шкляр А.І.,**

аспірант ДУ “Інститут економіки  
та прогнозування НАН України”

## ВАЛЮТНІ ОБЛІГАЦІЇ ВНУТРІШНЬОЇ ДЕРЖАВНОЇ ПОЗИКИ: РИЗИКИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ДЛЯ УКРАЇНИ

*Розглянуто практику запровадження нового фінансового інструменту на борговому ринку України — так званих валютних облігацій внутрішньої державної позики. На основі узагальнення позитивних і негативних наслідків використання подібних боргових інструментів у інших країнах, а також із урахуванням специфіки вітчизняного фінансового ринку виділено ризики й перспективи активізації розміщення валютних ОВДП.*

*The article deals with the practice of introducing a new financial instrument at the debt market of Ukraine. Generalizing the positive and negative aftereffects of using such debt instruments in other countries, and also taking into account the specifics of domestic financial market, the author points to the risks and perspectives of currency bonds.*

**Ключові слова:** валютні облігації, фінансовий ринок, державний борг, ризики.

З метою розв’язання проблеми здійснення на внутрішньому фінансовому ринку достатнього обсягу запозичень в умовах відсутності доступу до світового ринку капіталу Середньостроковою стратегією управління державним боргом на 2011—2013 роки<sup>1</sup> передбачене підвищення ефективності функціонування внутрішнього ринку державних цінних паперів.

На початку жовтня 2011 р. Міністерство фінансів України запропонувало суб’єктам українського боргового ринку новий інструмент — внутрішні гривневі державні облігації з прив’язкою до курсу долара США, гарантуючи таким чином захист їх номіналу від девальвації гривні. Індексація номінальної вартості такої облігації здійснюється на дату її погашення, відповідно до зміни середньозваженого курсу гривні до долара США на міжбанківському ринку за календарний місяць, що передує первинному розміщенню та погашенню облігацій. При цьому в разі зміцнення курсу гривні до долара номінальна вартість не індексується, а виплата купона здійснюється раз на півроку та без урахування зміни курсу гривні до долара<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2011—2013 роки, затв. постановою Кабінету Міністрів України від 02.03.2011 № 170: [Електр. ресурс]. — <http://www.zakon.rada.gov.ua>.

<sup>2</sup> Про внесення змін до постанови Кабінету Міністрів України від 31.01.2001 № 80: Постанова Кабінету Міністрів України від 28.09.2011 № 1011: [Електр. ресурс]. — <http://www.zakon.rada.gov.ua>.

В першій декаді грудня 2011 р. Кабмін прийняв постанову, а Верховна Рада — закон, що дозволив випуск облігацій внутрішньої державної позики, деномінованих у іноземній валюті<sup>3</sup>.

Пропонуючи ринку валютні облігації внутрішньої позики, Міністерство фінансів розраховує, що новий інструмент допоможе акумулювати вільні кошти на фінансовому ринку, зменшити вартість валютних запозичень, що позитивно вплине на платіжний баланс.

Оскільки ідея випуску внутрішніх облігацій із прив'язкою до курсу іноземної валюти не нова та була реалізована Аргентиною ще в 1872 р. (яка деномінувала власний борг у фунтах стерлінгів)<sup>4</sup>, варто розглянути переваги й недоліки застосування подібних боргових інструментів у інших країнах, що розвиваються.

Розглянемо досвід Мексики щодо активного продажу тесобонос (*tesobonos*) — короткострокових облігацій, які розмішувалися в песо, але були прив'язані до курсу долара США. Намагаючись утримати іноземний капітал після посилення політичної нестабільності в країні на початку 1994 р. (унаслідок убивства кандидата в президенти Луїса Колосіо), уряд активно пропонував іноземним інвесторам (переважно американським) прив'язані до долара мексиканські короткострокові облігації. Основний попит створювали американські інвестиційні фонди, тоді як “гарячий” внутрішній капітал переважно виводився із країни, ніж направлявся на придбання тесобонос<sup>5</sup>. У результаті лише за декілька місяців тесобонос майже повністю витіснили короткострокові облігації Мексики в песо — цетес (*cepes*), призвівши до надзвичайно високої доларизації внутрішнього боргу країни. Так, обсяг випущених тесобонос лише протягом березня — червня 1994 р. зріс із 3,1 до 12,6 млрд дол. США. У вересні того ж року він сягнув 19,2, а в грудні — 29 млрд дол. Як результат, роль іноземних інвесторів у структурі державного боргу кардинально змінилась: якщо в грудні 1993 р. 70 % боргу було в цетес і 6 % — у тесобонос, то в грудні 1994-го — 10 і 87 % відповідно<sup>6</sup>.

Наростаючий дефіцит платіжного балансу, штучне утримування валютного курсу та різко лібералізований капітальний рахунок призвели до зтяжної валютно-банківської кризи та девальвації мексиканського песо вже в грудні 1994 р. Від дефолту країну врятував рекордний на той час пакет допомоги від МВФ і уряду США, адже обсяг золотовалютних резервів країни вже не покривав навіть вартість виплати зобов'язань за тесобонос, термін погашення яких наближався.

---

<sup>3</sup> Про внесення змін до постанови Кабінету Міністрів України від 31.01.2001 № 80: Постанова Кабінету Міністрів України від 12.12.2011 № 1280: [Електр. ресурс]. — <http://www.zakon.rada.gov.ua>.

<sup>4</sup> Рейнхарт К., Рогофф К. На этот раз всё будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства. — М.: Карьера Пресс, 2011. — С. 131.

<sup>5</sup> Griffith-Jones S. Causes and Lessons of the Mexican Peso Crisis // WIDER Working Papers. — 1997. — № 132. — May. — P. 20.

<sup>6</sup> Lustig N. The Mexican peso crisis: the foreseeable and the surprise // The Brookings Institution. — 1995. — June. — P. 13.

Хоча мексиканський досвід досить яскраво показав уразливість країни, що захоплюється надмірним залученням боргів у іноземній валюті, до активного випуску облігацій із прив'язкою до курсу іноземної валюти в різний час вдавалися також Бразилія та Аргентина. Уряди країн пояснювали подібні кроки переважно необхідністю інфляційного хеджування, втім, вони призводили до тривалого ігнорування внутрішнього боргу інвесторами та стрімкого зростання доларизації фінансових систем країн, побороти які до кінця урядам не вдається й дотепер<sup>7</sup>.

Повертаючись до вітчизняних реалій, важливо оцінити потенційні вигоди від нових інструментів державних запозичень.

Міністерство фінансів України розраховує на низку позитивних результатів із таких причин:

1) *економія на витратах*: вартість обслуговування боргів у іноземній валюті традиційно нижча за аналогічні витрати, пов'язані з боргом у національній валюті. Ключовою тут є премія за ризик девальвації гривні, що закладається при ціноутворенні на внутрішньому ринку;

2) *відсутність альтернатив*: з огляду на досить складну ситуацію на зовнішніх ринках капіталу через боргову кризу в Європі, альтернативний канал залучення дешевшого капіталу в іноземній валюті для України фактично закритися; отже, постає потреба в модернізації інструментарію державних запозичень, для того щоб максимально використати ресурси внутрішнього ринку;

3) *незадіяний ресурс усередині країни*: протягом останніх років українські банки істотно скоротили власні кредитні портфелі, тоді як захеджований від валютних ризиків фінансовий інструмент міг би задіяти їхні валютні пасиви за невисокою ціною; на сьогодні поза банківською системою, за різними оцінками, перебуває 50—70 млрд дол. США<sup>8</sup>, що фактично не задіяні в економічному розвитку, тож потенційно населення та інших держателів цих коштів може зацікавити гарантований державою валютний інструмент; компанії-резиденти через валютні обмеження не мають можливості диверсифікувати власний капітал за рахунок валютних інструментів на кшталт єврооблігацій;

4) *поліпшення платіжного балансу та нарощування золотовалютних резервів*: при покупці облігацій нерезидентами на ринок надходитиме валюта, тоді як при розміщенні “валютних” ОВДП усі валютні позики уряду автоматично зараховуються до складу золотовалютних резервів країни;

5) *психологічний ефект*: розподіл валютного ризику між гравцями ринку й урядом сприяє підвищенню довіри та стабілізації курсу й темпів інфляції в країні.

Передбачається, що основними покупцями захищених від девальвації державних боргових інструментів будуть банки, компанії-резиденти, котрі уникають

<sup>7</sup> Рейнхарт К., Рогофф К. Знач. праця.

<sup>8</sup> Кукин С. В поисках внутреннего доллара / Минпром. — 12.12.2011: [Електр. ресурс]. — <http://minprom.ua/page2/news83495.html>.

валютних ризиків, частина населення з крупним особистим капіталом (*high net worth individuals* — HNWI) та нерезиденти.

Враховуючи те, що на 31 жовтня 2011 р. вклади на вимогу нерезидентів становили близько 7,8 млрд дол. США<sup>9</sup>, а також обсяги іноземної валюти на руках у населення, потенційний попит на валютні ОВДП може перевищити 2 млрд дол.

Основний попит на цінні папери, очевидно, будуть показувати банки з іноземним капіталом, що мають гостру потребу в хеджуванні інвестицій материнських структур та формуванні резервів за валютними зобов'язаннями, які раніше формувалися у валюті, але тепер, на вимогу Нацбанку, повинні формуватися в гривнях. Разом із тим банки з національним капіталом без значних валютних пасивів будуть проявляти обмежений попит на валютні ОВДП: їх стримуватиме істотна різниця в дохідності гривневих і валютних цінних паперів.

Певний інтерес може бути проявлений компаніями-резидентами, котрі через регуляторні обмеження позбавлені можливості придбання єврооблігацій України та інших валютних боргових інструментів. Насамперед ідеться про українські компанії зі страхування життя та пенсійні фонди, які, хоча й володіють невеликими ресурсами, мають можливість інвестувати їх на доволі довгий період.

Також є можливість залучити принаймні частину валюти, що зберігається в пересічних громадян, із допомогою масштабної маркетингової програми та використання клієнтської бази широкої мережі відділень державних банків, насамперед Ощадбанку. Хоча малоімовірність швидкого успіху в цьому напрямі підтверджується досвідом 2009 р., коли Міністерство фінансів намагалося реалізувати через відділення Ощадбанку казначейські зобов'язання на 500 млн грн, але спромоглося залучити лише близько 1 млн грн за 2 місяці<sup>10</sup>, реальним покупцем валютних зобов'язань Мінфіну можуть стати фізичні особи з крупним особистим капіталом.

Інтерес нерезидентів до валютних ОВДП можливий лише в тому випадку, коли дохідність внутрішніх валютних облігацій пропонуватиме премію порівняно з українськими єврооблігаціями, що зараз видається нерациональним і малоімовірним. Отже, ключовим буде питання вартості й, відповідно, дохідності боргу, яку буде готовий запропонувати гравцям ринку Мінфін.

Із появою на ринку (4 жовтня 2011 р.) держоблігацій із індексованою до долара США номінальною вартістю Міністерству фінансів удалося залучити понад 4,2 млрд грн після проведення лише перших трьох позапланових аукціонів. Проте, залучивши до 18 листопада близько 7 млрд грн<sup>11</sup>, Мінфін не отримував

---

<sup>9</sup> *Belozyorov A.* Fixed income and macro research: sale of local USD bonds loses momentum, but the yields are still high... // Special Report — UkrSibbank. — 2011. — December 20.

<sup>10</sup> *Кукин С.* Зазнач. праця.

<sup>11</sup> Мінфін вирішив скоротити термін валютних ОВДП через падіння попиту на них // Дзеркало тижня. — 2011. — 13 груд.: [Електр. ресурс]. — [http://news.dt.ua/ECONOMICS/minfin\\_virishiv\\_skorotiti\\_termin\\_valyutnih\\_ovdp\\_cherez\\_padinnya\\_popitu\\_na\\_nih-93669.html](http://news.dt.ua/ECONOMICS/minfin_virishiv_skorotiti_termin_valyutnih_ovdp_cherez_padinnya_popitu_na_nih-93669.html).

жодних прийнятних заявок на купівлю валютних облігацій на аукціонах аж до 16 грудня 2011 р., коли ринку вперше були запропоновані ОВДП, деноміновані в доларах США. В результаті Міністерству фінансів вдалося залучити 227 млн дол. 16 грудня та 85,5 млн дол. 20 грудня. Особливістю даного інструменту є те, що придбання облігацій у валюті можливе лише для 16-ти первинних дилерів Національного банку, тоді як на вторинному ринку продаж доларових ОВДП відбувається за гривні. Саме перестороги юридичних колізій щодо можливостей здійснювати платежі в іноземній валюті на території України, а також зтягнуті через різдвяні свята процедури узгодження лімітів із департаментами ризик-менеджменту материнських структур призвели до пасивності на аукціонах низки крупних іноземних банків. Натомість активність проявляли українські банки й корпорації.

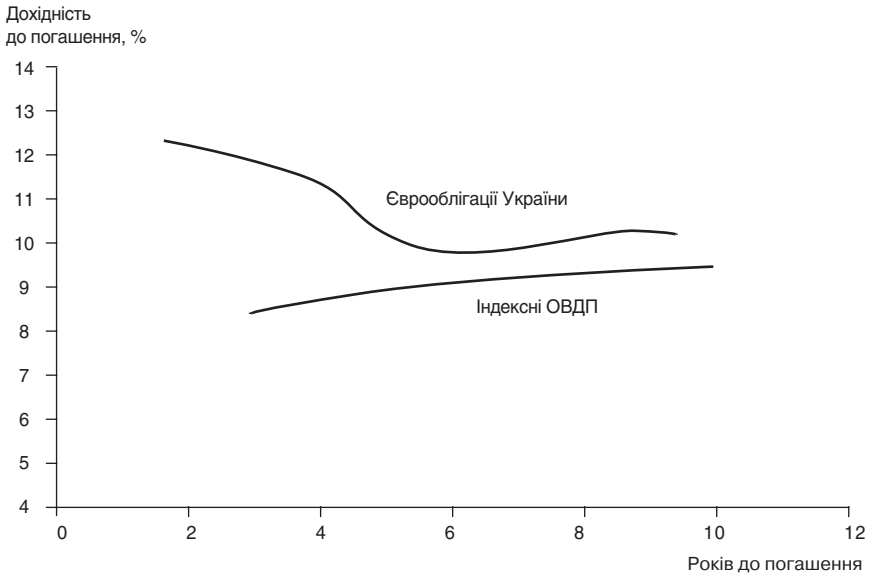
З огляду на результати перших аукціонів Мінфін був змушений розширювати пропозицію цінних паперів на короткому кінці кривої дохідності, пропонуючи ринку облігації терміном 6, 9 місяців, 1 рік, 13 і 18 місяців, тоді як перші випуски індексованих ОВДП мали найкоротшу дюрацію — 3 роки. Нині Мінфін пропонує доларові ОВДП терміном 6, 9 місяців, 1, 3 і 5 років, а також індексовані облігації терміном 13, 18 місяців, 3, 5 і 10 років.

Основний попит на індексовані папери спостерігався з боку банків із іноземним капіталом та держбанків за підтримки НБУ. Регулятор і раніше практикував фінансування Мінфіну через держбанки, проте у випадку з індексованими паперами він окрім іншого допомагає Міністерству фінансів установити для ринку орієнтири дохідності нового інструменту. В результаті Мінфін розмістив 3-, 5- й 10-річні індексовані ОВДП із середньозваженою дохідністю 8,2, 8,75 і 9,25 % відповідно<sup>12</sup>. На той момент цей показник був на 0,7—3,5 в. п. нижчим за поточну дохідність українських єврооблігацій, що пояснюється регуляторними обмеженнями: місцеві гравці ринку, в т. ч. банки, повинні отримувати окрему валютну ліцензію щоразу, коли укладають угоду з придбання паперів, деномінованих у іноземній валюті (рис. 1). Таким чином, дешевше залучення фактично валютного боргу всередині країни є, по суті, наслідком гострого дефіциту інструментів, які хеджували б інвестиції від знецінення гривні.

У свою чергу, розміщення деномінованих у валюті ОВДП засвідчили готовність Міністерства фінансів пропонувати локальним гравцям дохідність, еквівалентну єврооблігаціям України (рис. 2).

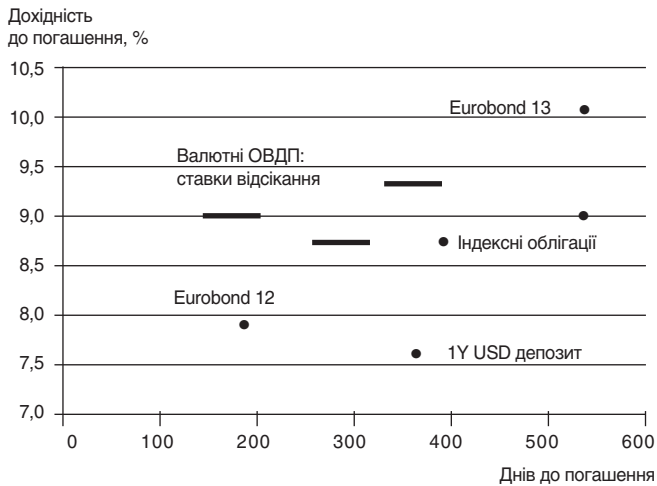
При випуску внутрішніх валютних або індексованих облігацій ключовими питаннями стають дохідність їх розміщення та терміни погашення. Якщо розглядати питання дохідності валютних ОВДП, процентна ставка має враховувати ризик держави, інакше ринок сам відрегулює дохідність виходячи з поточної дохідності єврооблігацій країни або боргів країн із ідентичним рейтингом. Додамо, що за умови об'єктивного встановлення дохідності за цим інструментом Мінфін

<sup>12</sup> Михайличенко Н., Федоткин Д. Гривна и ставки: НБУ потратил 2 млрд дол. на поддержку гривны // Аналитический отчет ВТБ “Капитал”. — 2011. — 11 окт.



Джерело: дані торгово-інформаційного терміналу “Bloomberg” (<http://www.bloomberg.com>); Міністерства фінансів України (<http://www.minfin.gov.ua>).

Рис. 1. Дохідність державних облігацій України (станом на 11.10.2011)



Джерело: дані торгово-інформаційного терміналу “Bloomberg” (<http://www.bloomberg.com>); Міністерства фінансів України (<http://www.minfin.gov.ua>).

Рис. 2. Дохідність внутрішніх доларових облігацій України: між депозитом та єврооблігаціями (станом на 20.12.2011)

стає реальним конкурентом банкам щодо залучення валютних заощаджень усередині країни. На сьогодні для суб'єктів ринку всередині країни доступні лише валютні депозити або, в разі можливості придбання цінних паперів через нерезидентні структури, — єврооблігації України та інших країн зі схожим рейтингом (табл.).

Таблиця. Порівняльна характеристика суверенних і квазісуверенних інструментів із фіксованою дохідністю, доступних для українських інвесторів (станом на 13.12.2011)

Інструмент	Ризики	Складність придбання	Ліквідність	Дохідність, %	Дюрація	Коментар
Гривневі ОВДП	Дефолту Знецінення гривні	Низька	Висока	18—20	Від 3-х місяців до 10-ти років	Дохідність указана для облігацій із дюрацією 1 рік
Єврооблігації України	Дефолту	Висока		9,5—10	Від 5-ти місяців до 10-ти років	Дохідність указана для бенчмарк єврооблігації Ukraine 2016 (6,58 %, USD)
Валютний депозит у державному банку		Дефолту Знецінення гривні (частково)	Низька	Низька	6,5—7,7	Від 3-х місяців до 3-х років
Індексовані ОВДП	8,2—9,5				Від 3-х до 10-ти років	Низька ліквідність
Валютні ОВДП	Дефолту					8,3—9,5

*Джерело:* складено А. Шклярюм за даними: Михайличенко Н., Федоткин Д. Гривна и ставки: НБУ потратил 2 млрд дол. на поддержку гривны // Аналитический отчет ВТБ “Капитал”. — 2011. — 11 окт.; Belozyorov A. Fixed income and macro research: sale of local USD bonds loses momentum, but the yields are still high...// Special Report — UkrSibbank. — 2011. — December 20; Торгово-інформаційний термінал “Bloomberg”: [Електр. ресурс]. — Частково доступно з: <http://www.bloomberg.com>; Інформаційний портал Простобанк.уа: [Електр. ресурс]. — [http://www.prostobank.ua/depozity/rejtingi/\(cur\)/USD/\(term\)/8/\(org\)/4/\(place\)/10](http://www.prostobank.ua/depozity/rejtingi/(cur)/USD/(term)/8/(org)/4/(place)/10).

Таким чином, валютні ОВДП за дохідністю повинні зайняти власну нішу, пропонуючи дохідність на рівні з премією до доларових депозитів, але нижчу, ніж дохідність українських єврооблігацій. Утім, якщо через гостру потребу в коштах Міністерство фінансів змістить акцент із внутрішнього ресурсу на зовнішній спекулятивний капітал, то в боротьбі за зовнішнього спекулятивного покупця йому, вочевидь, доведеться думати про конкуренцію з бондами Італії, Іспанії (з дохідністю майже 7 %) і навіть Бельгії (з дохідністю близько 6 %). У такому разі, виходячи з нинішнього суверенного рейтингу України та вартості дефолтних свопів, Мінфіну доведеться пропонувати ринку премію в 300—400 б. п. до дохідності облігацій країн європейської периферії.

Отже, зміщення акценту з внутрішнього боргу в національній валюті в бік валютних внутрішніх позик дає змогу, по-перше, економити на процентних

виплатах, по-друге, нарощувати золотовалютні резерви за рахунок залученої валюти всередині країни та від нерезидентів. До того ж валютні облігації розглядаються гравцями ринку як мотиватор до виваженої валютної політики та солідарної відповідальності, адже уряд теж стає носієм валютного ризику. Подібний збіг інтересів уряду й гравців ринку сприяє зростанню довіри до режиму валютного курсу та зменшенню ймовірності застосування “девальваційного податку”<sup>13</sup>. Натомість зміщення акценту в бік індексованих і валютних ОВДП значно підвищуватиме борги уряду в разі девальвації, виступаючи природною внутрішньою противагою її застосування. Крім цього, внутрішній механізм самоконтролю автоматично знижує не лише девальваційні, а й інфляційні очікування, стабілізуючи психологічну складову фінансової системи.

Якщо принаймні частина валютних ОВДП буде розміщена серед нерезидентів, це зумовить збільшення пропозиції валюти на ринку, поліпшення платіжного балансу та гіпотетично — посилення національної грошової одиниці, що може викликати відповідне зменшення процентних платежів за валютними боргами і скорочення дефіциту бюджету. До того ж успішні розміщення зменшать потребу уряду в залученні боргу в національній валюті, а це, у свою чергу, знизить його обсяги, дохідність і, відповідно, витрати на обслуговування.

Разом із тим через розміщення можуть поширюватися й ризики, властиві валютним запозиченням. Для того щоб виплатити процентні платежі або сам борг у іноземній валюті, уряд буде змушений зробити це або за рахунок золотовалютних резервів (що призведе до їх зменшення та може спричинити втрату довіри іншими суб'єктами ринку), або придбавши валюту з ринку (що через послаблення валютного курсу гривні призведе до підвищення вартості обслуговування валютних боргів). За таких умов збільшаться витрати уряду на обслуговування валютних платежів, які потребуватимуть покриття за рахунок нових надходжень. Потенційно це може бути забезпечене зростанням податкового тягаря (що за нинішніх обставин малоімовірно), за рахунок інфляції (виходячи з орієнтира 7,9 %, закладеного в бюджет 2012 р., певна можливість існує) або нових внутрішніх запозичень у національній валюті. Останнє призведе до зростання пропозиції внутрішнього боргу, стрибка дохідності та, відповідно, збільшення витрат на обслуговування запозичень, як це було в другій половині 2009 р.

А в разі припинення припливу валюти від розміщення валютних ОВДП — через погіршення зовнішнього середовища або внутрішню політичну дестабілізацію — початкові переваги від її припливу дуже швидко нівелюються, а уряд у короткостроковій перспективі залишиться з іще більшим дефіцитом бюджету.

Критичною є орієнтація уряду на залучення саме внутрішніх валютних ресурсів до золотовалютних резервів, адже за нинішніх обставин зовнішні валютні

---

<sup>13</sup> *Melike A. Problems with issuing foreign currency and foreign indexed bonds in the light of Mexican experience / The Central Bank of the Republic of Turkey // Discussion Paper. — 1996. — № 9617, July.*



залучення внаслідок свого короткострокового характеру допоможуть тільки відтермінувати реалізацію боргових проблем, загострять потребу в нових валютних запозиченнях для пролонгації короткострокових боргів, унеможливлять ефективне застосування позикових коштів та за найменшої панічної спекулятивної атаки здетонують кризу. Таким чином, уряд повинен створювати умови, що якісно виділятимуть порівняльні переваги валютних облігацій для локальних суб'єктів ринку: починаючи з можливості відносити дані цінні папери до обов'язкових резервів банків (як було з цільовими ОВДП, випущеними для фінансування ЄВРО-2012) та закінчуючи впровадженням певних податкових пільг на отримуваний у результаті володіння цими паперами прибуток (на кшталт муніципальних облігацій США, прибутки за якими взагалі не оподатковуються).

Отже, випуск індексованих і деномінованих у валюті ОВДП може бути виправданим розміщенням їх із більш довгим терміном до погашення, ніж внутрішніх облігацій у національній валюті. В такому разі приплив іноземної валюти може бути використаний на проведення структурних реформ національної економіки та, завдяки довшому терміну до погашення, частково обмежений від найбільш “нервового” спекулятивного капіталу. Втім, українські реалії свідчать про неможливість залучення вагомого “довгого” боргового капіталу, тому уряд муситиме зосередити увагу на короткому кінці кривої дохідності, на сьогодні найцікавішому для суб'єктів ринку. Це загострює ризики, з якими стикається Мінфін, адже з 2012 р. Україна починає виплати за кредитами МВФ, що посилить тиск на бюджет та робить надзвичайно ризиковими будь-які короткострокові залучення. Проте навіть у такому випадку основні ризики валютних розміщень полягатимуть у підвищенні рівня доларизації національної фінансової системи.