

Лепеха К. П.
Студентка МП-1, НаУКМА
Долінський Л. Б.
Професор кафедри фінансів, НаУКМА

ІНВЕСТИЦІЙНИЙ АНАЛІЗ ДЕРЖАВНИХ ОБЛІГАЦІЙ УКРАЇНИ

В умовах очікування та фактичного здійснення повномасштабного нападу росії на Україну відбулося похвалення на ринку державних цінних паперів, а саме відтік іноземних інвесторів та, як наслідок, підвищення доходності за цінними паперами. Такий процес є скоріше негативним, проте водночас він створює інвестиційні можливості для українських інвесторів, які є більш схильними до ризику. Тож для більш глибокого аналізу цього процесу та його наслідків було проведено дане дослідження. За даними НБУ [1], облігації складають більше 60% від державного боргу, при чому ОВДП переважають, адже вони складають практично весь внутрішній борг, частка якого у сукупному борзі складає 42%, в той час як облігації зовнішньої державної позики складають 40% від зовнішнього боргу, який в свою чергу складає 58% від сукупного боргу. Саме тому важливо аналізувати дохідність державних облігацій – адже це вагома складова обслуговування боргу для держави.

Ринок ОВДП почав нормально розвиватися з 2016 року, саме тоді відбулося рекордне розміщення, за допомогою якого уряд допоміг державним банкам докапіталізуватися. Також велике розміщення відбулося у грудні 2020 року, коли уряд намагався закрити дірку в бюджеті, яка виникла внаслідок паузи у співпраці з МВФ. Найбільш поширеними є короткострокові ОВДП. Цікаво, що піки розміщення часто припадають саме на грудень, тобто уряд намагається виконати бюджет в останній момент, а не рівномірно протягом року. Загалом, з розвитком ринку ОВДП, їхня доходність стала корелювати з обліковою ставкою. Уряд приваблює інвесторів підвищенням ставки. Після великого розміщення у грудні 2021, підвищення ставки у січні не задовольнило інвесторів, в результаті чого розміщення у січні 2022 було в 5 разів менше, ніж у січні 2021. Останніми тенденціями є підвищення ставки (у лютому середньозважена ставка доходності за ОВДП склала 11.62% за даними НБУ) та зниження частки нерезидентів (станом на 1 березня 2022 частка нерезидентів у структурі власників ОВДП складала 7%, в той час як у 2021 на цю ж дату їхня частка складала 10%). Такі тенденції є наслідком очікування війни та, власне, її початку.

В рамках дослідження було проведено моделювання для визначення чинників впливу на доходність короткострокових ОВДП, згідно з яким значимий вплив на доходність мають інфляція, валютний курс та кредитні ставки. Результати моделювання зображені на рисунку 1.

Dependent Variable: UKRBOND
Method: Least Squares
Date: 05/18/21 Time: 16:59
Sample (adjusted): 2009M06 2020M09
Included observations: 85 after adjustments
Convergence achieved after 10 iterations
White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.104828	1.390892	-0.794330	0.4294
UKRBOND(-1)	0.667501	0.134341	4.968698	0.0000
LENDING_RATE	0.284733	0.139097	2.047003	0.0440
NBU_RATE(-1)	-0.104396	0.110105	-0.948150	0.3460
DEPOS_DIFF(-2)	0.166279	0.085010	1.955992	0.0540
CPI_DIFF	0.167511	0.058936	2.842259	0.0057
AR(2)	0.311530	0.128000	2.433823	0.0172
R-squared	0.895200	Mean dependent var		14.63706
Adjusted R-squared	0.887138	S.D. dependent var		4.444599
S.E. of regression	1.493158	Akaike info criterion		3.718428
Sum squared resid	173.9027	Schwarz criterion		3.919587
Log likelihood	-151.0332	Hannan-Quinn criter.		3.799340
F-statistic	111.0456	Durbin-Watson stat		2.046464
Prob(F-statistic)	0.000000	Wald F-statistic		76.25737
Prob(Wald F-statistic)	0.000000			

Рис. 1. Знімок екрану програмного забезпечення EViews 8 з результатами регресійного аналізу впливу на доходність короткострокових ОВДП

За прогнозами The Economist Intelligence Unit [2], індекс споживчих цін у 2022 складатиме 32.3% й надалі поступово знижуватиметься, аж поки не досягне 3.5% у 2025. Середній валютний курс гривні до долара прогнозується на рівні 33.2 з подальшим зростанням, а середні кредитні ставки – на рівні 14.6% у 2022 зі зростанням до 17.0% у 2023 та подальшим зниженням. В умовах воєнного стану важливо також зазначити, що український уряд та МВФ фактично дозволили НБУ фінансувати воєнний бюджет; тому можна сказати, що ознак дефолту поки немає. Загалом, наразі інвестування в ОВДП – можливість допомогти державі і при цьому мати достатньо високу доходність.

Що до облігацій зовнішньої державної позики, або єврооблігацій, на цьому ринку у 2015 відбулася велика реструктуризація, після чого розміщення відбуваються регулярно, в основному в доларах США, а середньозважена доходність за ОЗДП складає близько 6.5%. Мінфін має план погашення ОЗДП на наступні 10 років, піковими стануть 2024 та 2026 роки, надалі обслуговування поточних позик знижуватиметься. Цікаво, що максимальні витрати припадають на 3 квартал, як у 2022, так і у 2023 роках.

На тлі перемовин рф з США та НАТО у середині січня та зростання ризику ескалації воєнного конфлікту, ціни на українські єврооблігації дещо впали, тобто доходність зросла, але згодом ситуація нормалізувалася.

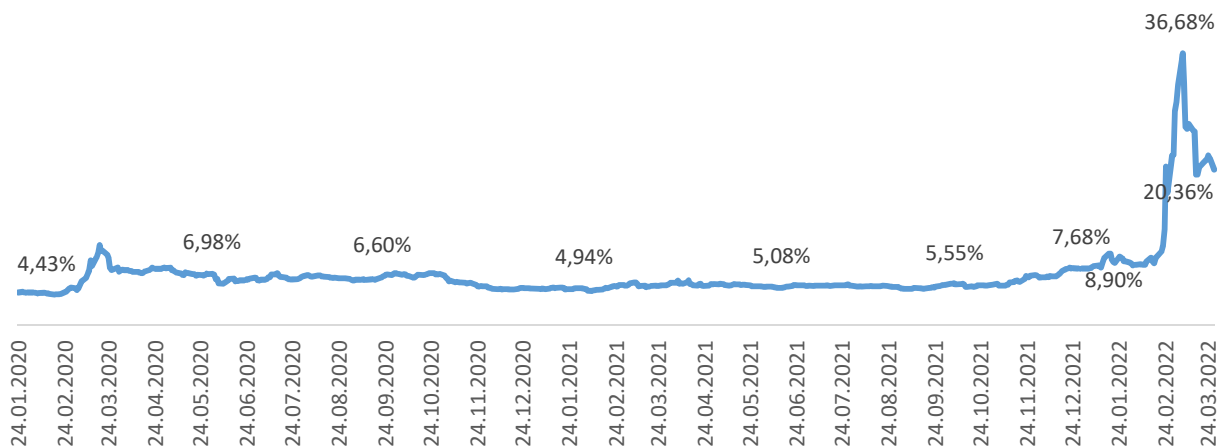


Рис. 2. Динаміка доходності ОЗДП з датою погашення 27.01.2030 за даними CBonds [3]

Проте коли 24 лютого росія розпочала повномасштабну війну проти України, дохідність єврооблігацій різко зросла – до 21.4% для довгострокових, і досягла піку 7 березня, після чого дещо «стабілізувалася» на рівні близько 20%. Водночас, Україна попри війну продовжує обслуговувати зовнішній борг, що, за словами заступника виконавчого директора України в МВФ [4], міжнародні інвестори оцінили позитивно. З початку війни, більша частина коштів, які надійшли до України були надані на безоплатній основі, та світ працює над тим, аби так продовжувалося й надалі. Адже інші країни не зацікавлені в тому, щоб Україна нарощувала свій борг. Відношення держборгу до ВВП на кінець 2021 знизилося до 45.2%, тобто було на допустимому рівні. Ризику дефолту, на мою думку, наразі немає. Тому інвестиції в єврооблігації також можна назвати гарною опцією – дохідність є високою при відносно допустимих ризиках.

У даному дослідженні була розглянута дохідність ОВДП на первинному ринку та єврооблігацій на вторинному ринку. Війна особливо вплинула на торги єврооблігацій, водночас уряд продовжує обслуговувати зовнішній борг. Тому інвестиції в держоблігації наразі є не тільки способом підтримати країну у скрутний час, а й отримати високу дохідність.

Використані джерела:

1. Офіційний сайт Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/>
2. Аналітичний підрозділ The Economist Intelligence Unit. URL: <https://www.eiu.com/n/>
3. Інформаційне середовище для професіоналів фінансового ринку та інвесторів CBonds. URL: <https://cbonds.ua/>
4. Духніч О. Падіння на 35%. Рашкован про те, як українській економіці вистояти під час війни. URL: <https://biz.nv.ua/ukr/economics/shcho-vidbuvayetsya-z-ukrajinskoju-ekonomikoyu-pid-chas-viyni-interv-yu-50226235.html>.