

УДК 336.761.6

DOI: <https://doi.org/10.32840/1814-1161/2020-3-37>

Вінокуров Я.О.

аспірант кафедри фінансових ринків
Університету державної фіскальної служби України

Vinokurov Yaroslav

Postgraduate Student at Financial Markets Department
University of State Fiscal Service of Ukraine

ВПЛИВ ПІДВИЩЕННЯ ЛІКВІДНОСТІ ПЕРВИННОГО РИНКУ ОБЛІГАЦІЙ ВНУТРІШНЬОЇ ДЕРЖАВНОЇ ПОЗИКИ НА ЛІКВІДНІСТЬ ВАЛЮТНОГО РИНКУ УКРАЇНИ У 2019 РОЦІ

THE IMPACT OF INCREASING THE LIQUIDITY OF THE PRIMARY MARKET OF DOMESTIC GOVERNMENT BONDS ON THE LIQUIDITY OF THE FOREIGN EXCHANGE MARKET OF UKRAINE IN 2019

У статті проаналізовано ситуацію, що склалася на первинному ринку облігацій внутрішньої державної позики України у 2019 році, та її вплив на валютний ринок шляхом збільшення пропозиції іноземної валюти. Автор аналізує вплив відкриття ринку облігацій внутрішньої державної позики України для іноземних інвесторів на ліквідність цього інструменту. Також проводиться аналіз причин збільшення пропозиції валюти на валютному ринку України у 2019 році та ролі інвестицій нерезидентів у державний борг України. За результатами дослідження було надано оцінку ступеня впливу інвестицій нерезидентів у державний борг України на ліквідність валютного ринку та зміну тенденції девальвації гривні на ревальвацію, що відбулась у 2019 році, проаналізовано вплив інших факторів на формування надлишкової ліквідності іноземної валюти на валютному ринку.

Ключові слова: валютний ринок, ОВДП, фондовий ринок, ліквідність фондового ринку, ліквідність валютного ринку.

В статье проанализирована ситуация, сложившаяся на первичном рынке облигаций внутреннего государственного долга Украины в 2019 году и ее влияние на валютный рынок путем увеличения предложения иностранной валюты. Автор анализирует влияние открытия рынка облигаций внутреннего государственного долга Украины для иностранных инвесторов на ликвидность этого инструмента. Также проводится анализ причин увеличения предложения валюты на валютном рынке Украины в 2019 году и роли инвестиций нерезидентов в государственный долг Украины. По результатам исследования была дана оценка степени влияния инвестиций нерезидентов в государственный долг Украины на ликвидность ва-

лютного ринку и изменение тенденции девальвации гривны на ревальвацию, состоявшуюся в 2019 году, проанализировано влияние других факторов на формирование избыточной ликвидности иностранной валюты на валютном рынке.

Ключевые слова: валютный рынок, ОВГЗ, фондовый рынок, ликвидность фондового рынка, ликвидность валютного рынка.

The article analyzes the situation in the primary market of domestic government bonds of Ukraine in 2019 and its impact on the foreign exchange market by increasing the supply of foreign currency. The author analyzes the impact of the opening of the domestic government bond market of Ukraine for foreign investors on the liquidity of this instrument. The relevance of the study is to determine the reasons for the change of the situation in the foreign exchange market of Ukraine, which happened in 2019. In particular, the reasons for changing the trend of devaluation of the national currency of Ukraine to revaluation are analyzed. The article studies the concept of liquidity of the stock market and the liquidity of foreign exchange market. An analysis of the situation on the Ukrainian government bond market in 2019 is also provided. In addition, a study provides the analysis of the influence of other factors, except the investments of non-residents of Ukraine in the government bonds of Ukraine, on the formation of excess supply of currency in Ukraine. For instance, author provides an analysis of international trade of Ukraine in 2019 and some other factors, which could influence the exchange market of Ukraine. It also analyzes the reasons for the increase in the supply of currency in the foreign exchange market of Ukraine in 2019 and the role of investment by non-residents in the public debt of Ukraine. The article provides the role of National bank of Ukraine in exchange market during 2019 and of its operations on this market and influence of these operations on revaluation of hryvna. The study assessed the impact of non-residents' investments in Ukraine's public debt on the foreign exchange market liquidity and the change in the devaluation of the hryvnia trend on the revaluation in 2019, analyzed the impact of other factors on the formation of excess foreign currency liquidity in the foreign exchange market. It provides the example of international transactions of some state-owned companies on the situation on the exchange market of Ukraine in 2019 as an example of random factors, which influence the exchange rate of hryvna.

Keywords: foreign exchange market, government bonds, stock market, stock market liquidity, foreign exchange market liquidity.

Постановка проблеми. Протягом 2019 року первинний ринок облігацій внутрішньої державної позики (далі ОВДП) відчув суттєвий приплив інвестицій з боку нерезидентів України. Таке збільшення кількості інвесторів у державний борг України привело до зростання ліквідності як самого інструменту, так і первинного ринку ОВДП загалом. Такий тренд на ринку облігацій зробив значний вплив на інші складові частини фінансового ринку України, зокрема на валютний ринок, адже інвестиції в ОВДП супроводжувалися вливаннями валюти в економіку, які привели до зміни девальваційного тренду гривні та збільшення обсягів міжнародних резервів України

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Вплив операцій держави з продажу ОВДП на ситуацію на валютному ринку України у 2019 році досліджувала низка вітчизняних учених, зокрема С.П. Кулицький, який обґрунтував, що саме завдяки зростанню обсягів інвестицій нерезидентів в ОВДП у 2019 році суттєво зміцнився курс гривні до долара. Підвищений попит на українські ОВДП серед нерезидентів С.П. Кулицький пов'язує з тим, що протягом 2019 року у більшості європейських держав спостерігалось падіння ставок за державними цінними паперами. При цьому іноземні інвестори мали досить високий «голод» до ризику, тому почали шукати високоприбуткові інструменти не лише у країнах-членах Європейського Союзу, але й серед європейських країн, що розвиваються. Для сектору державних фінансів зростання участі нерезидентів у фінансуванні дефіциту державного бюджету України стало наслідком невиконання планів із надходжень доходів бюджету, зокрема від непрямих податків, що сплачуються з імпорту [1].

М.В. Ігнатишин також пов'язує виникнення дисбалансів на валютному ринку України з операціями нерезидентів із державним боргом, зазначаючи, що

такі операції загалом «зламали» тренд поступового знецінення гривні, що тривав із 2015 року [2].

Ліквідність фондового ринку як явище, а також її причини досліджували вчені Т.В. Біловус, а також В.Д. Горбаневич та П.В. Іванюта. Зокрема, Т.В. Біловус зазначає, що низька ліквідність фінансового ринку України зумовлена низьким рівнем ефективності інституційних реформ та інституційного середовища. Ліквідністю ж фондового ринку автор визначає наявність високого рівня оборотності капіталу на ньому, який приводить до зменшення транзакційних витрат [3]. В.Л. Горбаневич та П.В. Іванюта визначають ліквідність фондового ринку як «здатність фондового ринку поглинати певну кількість цінних паперів за передбаченої зміни їхньої ціни, що ґрунтується зміною обороту капіталу на ринку й залученням нових учасників». Низькі обсяги торгів, малу кількість учасників та обсяги капіталу, що обертається на фондовому ринку України, автори називають ключовими підставами того, чому фондовий ринок України є неефективним, а вітчизняні компанії віддають перевагу випуску своїх цінних паперів на іноземних біржах [4].

Виділення раніше не вирішених частин загальної проблеми. Водночас в описаних вище публікаціях не зазначається взаємозв'язок між первинним ринком ОВДП та трендами на валютному ринку України. Зокрема, автори не описують, наскільки суттєвим був вплив саме інвестицій нерезидентів в ОВДП на ситуацію на валютному ринку. Як наслідок, нині неможливо напевне зазначити, що такі операції відіграли визначальну роль у нетиповій поведінці курсу національної валюти України.

Постановка завдання. Метою статті є аналіз впливу зміни кон'юнктури ринку ОВДП на валютний ринок України протягом 2019 року та на обсяги валютних інтервенцій Національного банку України

(дані НБУ) з метою викупу «надлишкової» ліквідності валюти до золотовалютних резервів, а також виявити, якою була роль інвестицій нерезидентів у державний борг України у підвищенні ліквідності валютного ринку.

Виклад основного матеріалу дослідження.

Після того, як економіка України пережила низку шоків у 2014–2016 роках, 2019 рік став роком своєрідної макроекономічної стабілізації. Так, рівень інфляції протягом року скоротився у більш ніж 2 рази – з 9,8% (за підсумками 2018 року) до 4,2% (за підсумками 2019 року) [5]. Офіційний курс долара США в Україні, а також курси висококонвертованих валют почали падати. Як наслідок, тенденція до знецінення гривні, яка сформувалася майже одразу після зміни політики Національного банку України на валютному ринку з подальшою лібералізацією валютних відносин, змінилася.

Протягом 2019 року зростали й обсяги міжнародних резервів України, що свідчить про зростання фінансової стійкості держави. Так, обсяги резервів зросли з 20,82 мільярда доларів до 25,3 мільярда доларів, а рівень покриття міжнародними резервами майбутнього імпорту перевищив 3,9 місяця (за безпечного рівня у 3 місяці) [6]. Не в останню чергу зростання рівня міжнародних резервів пов'язане з діяльністю НБУ на валютному ринку протягом року, яка полягала у масштабних інтервенціях із викупу валюти.

Зміна тенденції на валютному ринку та, відповідно, її вплив на рівень стабільності національної грошової одиниці України відбувся на початку 2019 року та був пов'язаний із декількома подіями. Однією з них стало відкриття первинного ринку ОВДП в Україні для іноземних інвесторів шляхом спрощення доступу нерезидентів до аукціонів Міністерства фінансів України з первинного розміщення облігацій внутрішньої державної позики. Таке спрощення полягало у приєднанні України до міжнародного депозитарію Clearstream.

Clearstream – одне із двох центральних європейських сховищ цінних паперів [7]. У травні 2019 року Clearstream відкрив кореспондентські рахунки в Україні, що значно спростило торгівлю цінними паперами України для нерезидентів. Так, за підсумками 2019 року розмір портфеля ОВДП у власності нерезидентів зріс у 18,52 раза (за номінальною сумою боргу), а розмір частки ОВДП, що перебувають у власності нерезидентів, щодо всіх ОВДП в обігу зріс у 17,7 раза (рис. 1).

Надання доступу до ринку ОВДП нерезидентам дало змогу підвищити ліквідність цього ринку. Збільшення кількості покупців ОВДП сприяло зростанню конкуренції за сам інструмент, а зняття адміністративних обмежень (шляхом відкриття «лінку» у Clearstream) дало змогу більшій кількості потенційних покупців ОВДП із меншими втратами коштів та часу придбавати ці цінні папери та продавати їх.

Як наслідок, ОВДП України у 2019 році підвищили свою ліквідність. Цим скористався й український уряд, поступово знижуючи ставки за цим інструментом та, відповідно, майбутні державні видатки на обслуговування державного боргу.

Попри таке зменшення ставок, ОВДП не втрачало популярності серед нерезидентів протягом 2019 року. Навпаки, зниження рівня доходності ОВДП, яке супроводжувалося пом'якшенням монетарної політики Національного банку України та зменшенням рівня облікової ставки, спонукало нерезидентів нарощувати обсяги інвестицій у державний борг України для того, аби закріпити високий рівень доходності на тривалі періоди. Це пояснює зростання обсягу ОВДП у портфелі нерезидентів попри зниження облікової ставки та середніх ставок за ОВДП під час їхнього первинного розміщення Міністерством фінансів (рис. 2).

Однак чи мали інвестиції нерезидентів у державний борг України вирішальну роль у появі надлишкової пропозиції валюти на валютному ринку та відповідному зміцненні офіційного курсу гривні?

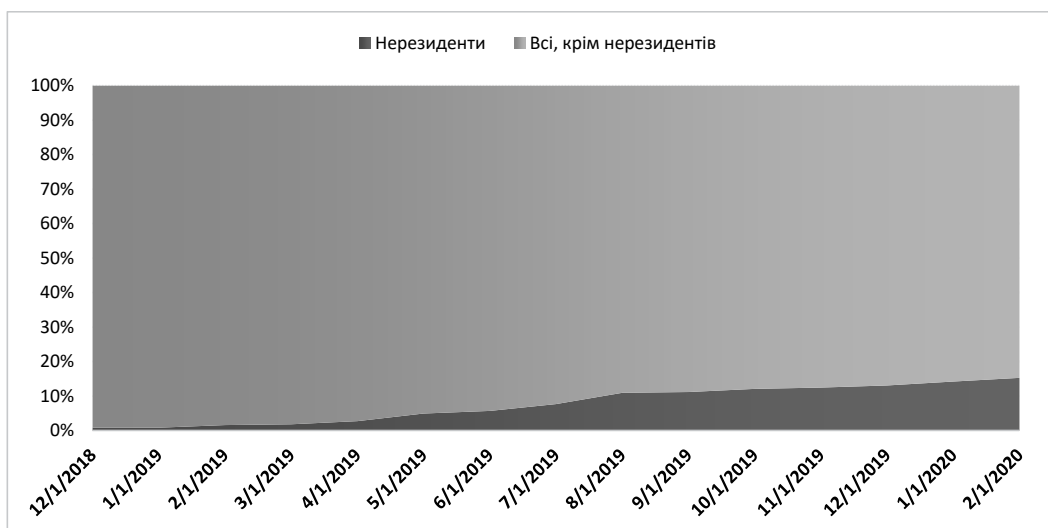


Рис. 1. Частка ОВДП України у портфелях нерезидентів (у відсотках до загального обсягу ОВДП в обігу) протягом 2019 року

Джерело: [8]

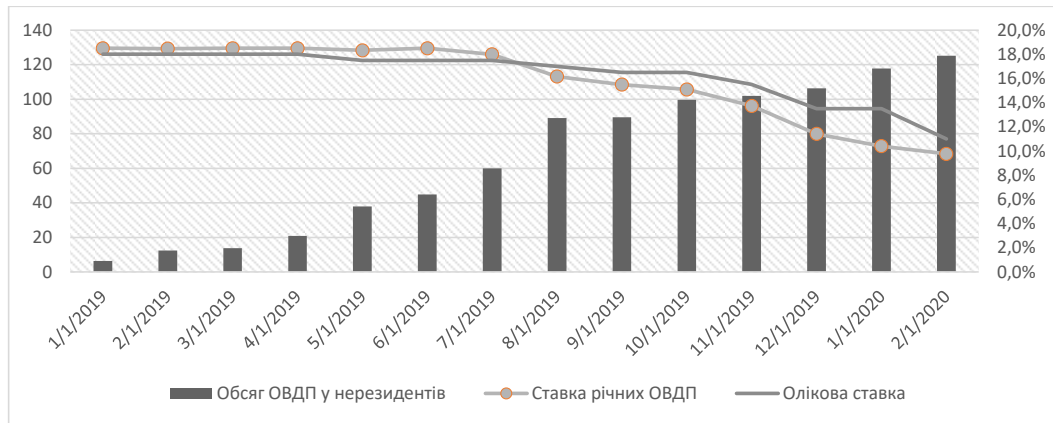


Рис. 2. Співвідношення облікової ставки НБУ, середньозваженої дохідності облигацій внутрішньої державної позики терміном на 1 рік та обсягу усіх ОВДП України у нерезидентів у 2019 році

Джерело [8; 9]

Варто зазначити, що метою діяльності НБУ на валютному ринку є уникнення значних коливань курсу валют шляхом здійснення інтервенцій коштом міжнародних золотовалютних резервів України. Так, інтервенції залежно від ситуації на ринку бувають двох видів: шляхом викупу надлишкової пропозиції валюти з ринку для поповнення міжнародних резервів та шляхом продажу валюти з резервів на ринку для задоволення надмірного попиту на валюту.

На законодавчому рівні метою діяльності НБУ як регулятора є підтримка стабільності національної валюти, що в умовах політики інфляційного таргетування зводиться до підтримки низького рівня інфляції. Ціль інфляційного таргетування Національного банку – 5% +/- 1%. Оскільки у 2014–2017 роках рівень інфляції в Україні перевищував 10% (у річному вимірі), а у 2018 році вперше опустився нижче 10% (до 9,8%), то зміцнення курсу гривні не суперечило, а навіть частково відповідало меті політики Національного банку, оскільки у довгостроковій перспективі така ревалюація має привести до зниження рівня цін на імпортовані товари та позитивно вплинути на загальний рівень інфляції в Україні.

Водночас НБУ декларує політику невтручання у фундаментальні тренди на валютному ринку, а метою інтервенцій називає коригування надмірних коливань курсу гривні.

Дійсно, за підсумками 2019 року загальний обсяг інтервенцій із купівлі іноземної валюти Національним банком України становив 8,46 млрд дол. США. Водночас обсяги продажу валюти з резервів сягнули 529 млн дол. США. Додатне сальдо інтервенцій НБУ становило 7,93 млрд дол. США. При цьому за підсумками 2019 року обсяги ОВДП у власності нерезидентів зросли на 99,98 млрд грн, або 4,22 млрд дол. США (за курсом станом на 29 грудня 2019 року).

Це означає, що інвестиції нерезидентів у державні цінні папери України, навіть за умови, що вони під час входження в економіку України у повному обсязі обмінювалися на гривні, а вивільнена внаслідок цих операцій валюта викуповувалася НБУ до міжнародних резервів, пояснюють зміцнення курсу гривні

та появу надлишкової пропозиції іноземної валюти лише частково.

Звичайно, інвестиції нерезидентів привели до появи значних обсягів валюти на ринку, які перевищили обсяги попиту на валюту, що сприяло появі так званої надлишкової пропозиції валюти на ринку. Саме погашення останньої (або ж погашення надлишкового попиту на валюту) є метою діяльності НБУ на валютному ринку.

Як видно з рис. 3, у другій половині 2019 року, коли Clearstream вже відкрив кореспондентський рахунок в Україні, обсяги ОВДП у власності нерезидентів дійсно збільшувалися. Разом з ними зростали і суми інтервенцій Національного банку з купівлі валюти на міжбанківському ринку.

Водночас чітка залежність між цими величинами не простежується. Рівень кореляції між обсягом ОВДП у власності нерезидентів та обсягами інтервенцій Національного банку з купівлі надлишкової пропозиції валюти з міжбанківського валютного ринку становить 0,4379, що свідчить про наявність досить слабого зв'язку між цими двома категоріями. Так, пік інтервенцій із купівлі валюти НБУ (у розмірі 2,98 млрд дол. США) припадає на грудень 2019 року, коли зміна обсягу ОВДП у власності нерезидентів змінилася несуттєво – всього на 4,49 млрд грн, або на 4,4%. Водночас максимальне зростання ОВДП у портфелі нерезидентів відбулося у серпні 2019 року (на 29,14 млрд грн), тоді як обсяг інтервенцій Національного банку з купівлі валюти на міжбанківському ринку становив лише 316 млн дол. США.

За даними Національного банку України, зростання обсягу пропозиції валюти на міжбанківському валютному ринку у 2019 році було зумовлено декількома факторами, серед яких є й інвестиції нерезидентів у державний борг України. Однак крім цього, на зростання пропозиції іноземної валюти на ринку впливали й інші фактори, серед яких – зростання надходжень від експорту товарів, помірний попит імпортерів на валюту (завдяки зниженню цін на енергоносії), залучення зовнішнього фінансування державними та приватними компані-

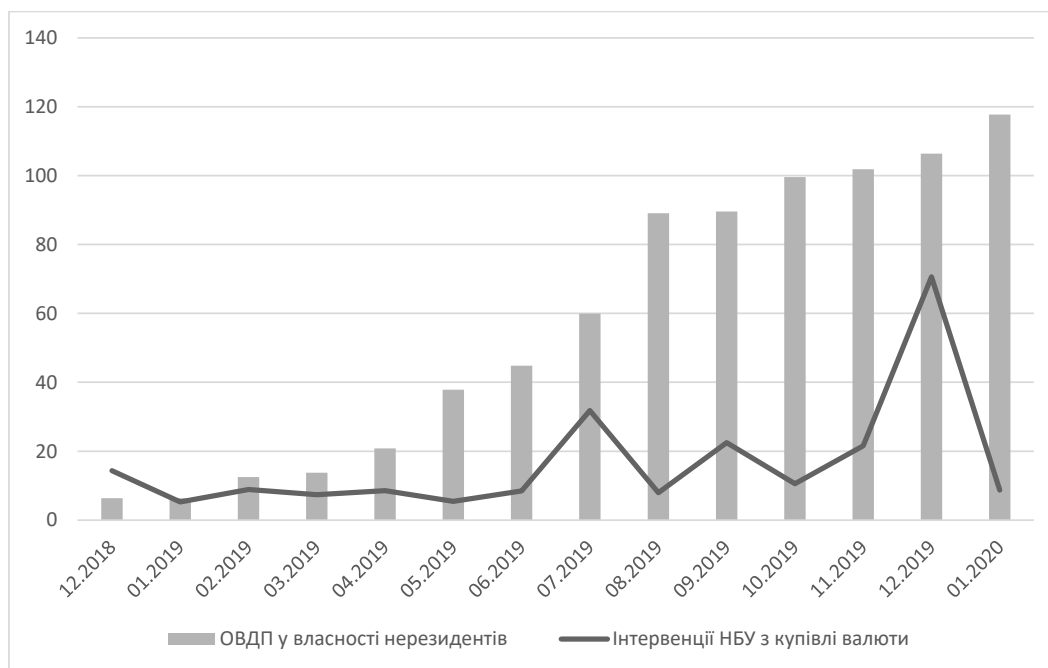


Рис. 3. Обсяги ОВДП у власності нерезидентів (млрд грн) та обсяги інтервенцій Національного банку України з викупу валюти з міжбанківського валютного ринку у 2019 році.

Джерело: [8]

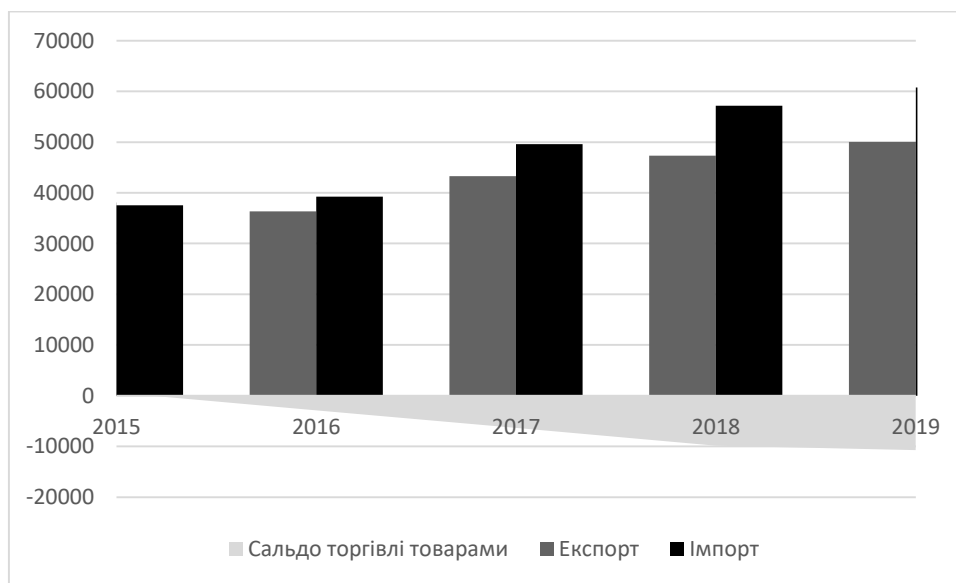


Рис. 4. Обсяги експорту та імпорту товарів, а також сальдо зовнішньої торгівлі товарами (млн доларів США) у 2015–2019 роках

Джерело: [10]

ями та зменшенням обсягів репатріації дивідендів за кордон [6].

Надходження валюти в економіку України від експорту товарів у 2019 році дійсно зросло на 5,8% – до 50,06 млрд дол. США. Водночас загальний обсяг імпорту також зріс – на 6,3% (до 60,78 млрд дол. США), як наслідок, від’ємне сальдо торговельного балансу у 2019 році збільшилося до 10,72 млрд дол. США – найбільше за останні 5 років.

Як бачимо, надходження валютної виручки також не могло стати визначальним фактором у зростанні пропозиції валюти на міжбанківському валютному ринку України у 2019 році, оскільки від’ємне сальдо торгівлі товарами лише зростало. Однак джерелами надходжень валюти в економіку, окрім торгівлі та інвестицій нерезидентів, у 2019 році були й інші фактори, серед яких – і названі Національним банком надходження валюти від розміщення державними

та приватними компаніями боргових цінних паперів на зовнішніх ринках та зменшення репатріації дивідендів за кордон. Крім цього, у 2019 році збільшився обсяг переказів українських трудових мігрантів до України до 12 млрд дол. США, або на 10,45%.

Найбільший пік інтервенції Національного банку з викупу валюти з міжбанківського ринку у 2019 році припав на грудень. Цей пік пов'язаний з отриманням компенсації НАК «Нафтогаз України» за рішеннями Стокгольмського арбітражу від російського «Газпрому» у розмірі 2,9 млрд дол. США, частину з яких «Нафтогаз» міг продати на міжбанківському ринку для того, аби перерахувати авансові платежі з виплати дивідендів за підсумками 2019 року.

Ця ситуація свідчить про значну роль, яку відіграють у формуванні пропозиції валюти на валютному ринку України несистемні та нерегулярні обставини. Водночас інвестиції нерезидентів в ОВДП сформувавали своєрідну високу базу пропозиції валюти, яка стримувала девальвацію гривні.

Висновки. Таким чином, інвестиції нерезидентів в ОВДП та зростання ліквідності первинного ринку ОВДП лише частково пояснюють зростання обсягів надлишкової пропозиції іноземної валюти на міжбанківському ринку України у 2019 році. Водночас такі інвестиції були одним із ключових факторів розвороту девальваційної тенденції курсу гривні та його зміни на ревальвацію, оскільки чисті валютні надходження від інвестицій нерезидентів сягнули понад 4,2 млрд дол. США. Крім зростання обсягів інвестицій нерезидентів у державний борг України у зміцненні курсу гривні у 2019 році значну роль відіграли такі фактори, як зростання обсягів грошових переказів трудових мігрантів та зменшення обсягів репатріації дивідендів.

Бібліографічний список:

1. Кулицький С. П. Інтернаціоналізація українського фінансового ринку та проблеми інформаційно-аналітичного супроводу розвитку економіки *Національної Академії Статистики, Обліку та Аудиту* № 18. 2020. URL: <https://cutt.ly/NyVZhnz>.
2. Ігнатишин М.В. Валютний ринок України: причини та наслідки дисбалансів. *Управління соціально-економічними трансформаціями господарських процесів: реалії і виклики: збірник тез доповідей II Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції*. 2020 р. С. 44–46 URL: <https://cutt.ly/7yVZQH9>.
3. Біловус Т.В. Ефективність залучення інвестиційних ресурсів на українському ринку цінних паперів. *Журнал «Науковий огляд»* 5(58), 2019. Том 5. С. 97–98.
4. Горбаневич В.Л. Операції на фондовому ринку цінних паперів: європейський досвід і порівняння з ринком капіталу в Україні. *Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі*. № 3, 2017. С. 97.
5. Експрес-випуск Державної служби статистики України: Індекс цін у 2019 році. Київ, 2020. URL:

<http://www.ukrstat.gov.ua/express/expr2020/01/01.pdf> (дата звернення: 31.05.2020 р.)

6. Національний банк України: У 2019 році міжнародні резерви України зросли до семирічного максимуму. Київ, 2020. URL: <https://cutt.ly/lyVZXAA> (дата звернення: 31.05.2020 р.)
7. Національний банк України: Деталі лінку між Clearstream та Національним банком України. Київ, 2019. URL: <https://bank.gov.ua/news/all/link-mij-clearstream-banking-sa-ta-natsionalnim-bankom-ukrayini> (дата звернення: 31.05.2020 р.)
8. Національний банк України: Ринок облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП). Київ, 2020. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp> (дата звернення: 31.05.2020 р.)
9. Міністерство фінансів України: Оголошення та результати аукціонів ОВДП Київ, 2020. URL: <https://mof.gov.ua/uk/ogoloshennja-ta-rezultati-aukcioniv> (дата звернення: 31.05.2020 р.)
10. Експрес-випуск Державної служби статистики України: Зовнішня торгівля України товарами у 2019 році. Київ, 2020. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/express/expr2020/02/15.pdf> (дата звернення: 31.05.2020 р.)

References:

1. Belovus T.V. (2019) Efektyvnist vykorystannia realnykh reursiv na ukrayinskoj rynku vyrobnykh paperiv [Efficiency of attracting investment resources in the Ukrainian securities market]. *Scientific Review* vol. 5 (58).
2. Derzhavna sluzhba statystyky Ukrainy (2020) Foreign trade of Ukraine in 2019 Available at: <http://www.ukrstat.gov.ua/express/expr2020/02/15.pdf>.
3. Derzhavna sluzhba statystyky Ukrainy (2020) Inflation in 2019. Available at: <http://www.ukrstat.gov.ua/express/expr2020/01/01.pdf>.
4. Gorbanevych V.L. (2017) Operatsii na fondovomu rynku tsinnykh paperiv: yevropeyskyi dosvid i porivniannia z rynkom kapitalu v Ukraini [Operations on the stock market: European experience and comparison with capital market of Ukraine]. *Scientific Bulletin of Poltava University of Economics and Trade* P. 97.
5. Ignatyshyn M.V. (2020) Valiutnyi rynek Ukrainy: prychny ta naslidky dysbalansiv [Currency market of Ukraine: causes and leaves imbalances]. *Mukachevo State University*. Available at: <https://cutt.ly/7yVZQH9>.
6. Kulitsky S.P. (2020) Internatsionalizatsiia ukraïnskoho finansovoho rynku ta problemy informatsiino-analitychnoho suprovodu rozvytku ekonomiky [Internationalization of the Ukrainian other market and problems of information-analytical support of economic development] *Accounting and Auditing*. Available at: <https://cutt.ly/NyVZhnz>.
7. Ministry of Finance of Ukraine (2020) Announcements and results of state bonds auctions. Available at: <https://mof.gov.ua/uk/ogoloshennja-ta-rezultati-aukcioniv>.
8. National Bank of Ukraine (2019) Detailed line between Clearstream and the National Bank of Ukraine. Available at: <https://bank.gov.ua/news/all/link-mij-clearstream-banking-sa-ta-natsionalnim-bankom-ukrayini>.
9. National bank of Ukraine (2020) In 2019 Ukraine's international reserves grew to a seven-year high. Available at: <https://cutt.ly/lyVZXAA>.
10. National Bank of Ukraine (2020) Ukrainian state bonds market. Available at: <https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp>.