

**О.В. Олійник,**  
доцент,  
**І.В. Сідельнікова,**  
кандидат економічних наук, доцент,  
завідувач кафедри економічної теорії,  
Харківський національний педагогічний університет  
імені Г.С.Сковороди

## **ОСОБЛИВОСТІ РОЗВИТКУ РИНКУ СУВЕРЕННИХ ЄВРООБЛІГАЦІЙ КРАЇН, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ, У ПОСТКРИЗОВОМУ ПЕРІОДІ**

*У статті проаналізовані сучасний стан, структура, проблеми та перспективи розвитку ринку суверенних єврооблігацій країн ЕМЕ. Розглядаються основні особливості участі країн з ринками, що розвиваються, на міжнародному ринку державних єврооблігаційних запозичень. З'ясовані цілі суверенних позичальників, що виходять на ринок єврооблігацій висхідних країн. Досліджена специфіка єврооблігацій як інструмента запозичень для країн з ринками, що розвиваються.*

**Ключові слова:** *єврооблігації, суверенні єврооблігації, державні єврооблігації, суверенні позичальники, глобальний ринок капіталу, міжнародний ринок єврооблігацій, країни, ринки єврооблігацій країн, що розвиваються, ринок єврооблігацій нових незалежних держав.*

**Постановка проблеми.** Вагоме місце в системі сучасного міжнародного ринку боргових цінних паперів посідає ринок єврооблігацій. За 50 з гаком років, що минули з моменту появи першого випуску єврооблігацій компанією Autostrade, цей ринок істотно трансформувався і в даний час являє собою дуже складний високорозвинений та ефективний механізм, що обслуговує фінансові потреби урядів, місцевих органів влади, міжнародних організацій, банків і великих корпоративних структур з усього світу.

Масштаби сучасного ринку єврооблігацій. багаторівневий характер його учасників, різноманітність інструментів, що знаходяться в обігу на цьому ринку, роблять цей ринок складною багаторівневою системою.

Сучасні умови розвитку національної економіки, що характеризуються недостатністю та високою вартістю внутрішніх джерел фінансування, зумовлюють дослідження такого інструменту міжнародного ринку боргового капіталу, як єврооблігації.

Саме цей інструмент є одним з найбільш поширених та ефективних інструментів залучення інвестицій, який надає змогу не лише залучати значні за обсягом та відносно дешевші довгострокові ресурси, але й диверсифікувати джерела фінансування та проводити хеджування валютних ризиків.

Проте варто звернути увагу і на негативні наслідки та небезпеку від нарощування зовнішніх запозичень за рахунок емісії суверенних єврооблігацій. Насамперед, це недоліки, що пов'язані із чутливістю національних фінансових систем щодо ризиків змінюваного зовнішнього середовища в умовах глобалізації на світовому ринку капіталів, та загрози для фінансової безпеки країни. Як слушно зазначали після азійської кризи 1998р. відомі економісти Баррі Ейхенгрін і Рікардо Хаусманн, валютні борги – це "первородний гріх" економік, що розвиваються: країни накопичують борги в чужій іноземній валюті за низькими процентними ставками, а потім розсьорбують проблеми, коли власна валюта падає, а вартість кредитів зростає. [15]

Економіку України можна охарактеризувати як економіку країни, що перебуває на етапі свого розвитку. Цей етап характеризується труднощами щодо капітальних інвестицій у пріоритетні галузі економіки, недостатністю фінансових ресурсів у вітчизняних підприємств, низьким рівнем національних заощаджень та національного інвестування.

Тому сьогодні постає дуже важливе питання, що полягає у визначенні перспектив розвитку єврооблігаційного ринку, а також вставленні його оптимального використання, що забезпечуватиме стабільне економічне зростання та одночасно мінімізуватиме ризики для економічної безпеки України.

**Аналіз актуальних досліджень.** Різні аспекти функціонування ринку суверенних єврооблігацій та участі на ньому країн з ринками, що розвиваються, досліджували у своїх наукових публікаціях багато вітчизняних та іноземних науковців. Вагомий внесок у розробку цієї проблеми зробили такі дослідники, як І.Балюк, О.Белковець, М.Берзон, Т.Богдан, Т.Буй, Р. Блітц, З. Варналій, І.Жук, М.Івашкевич, О.Криворучко, І.Курочкіна, О.Куш, І.Лютий, С.Марченко, А.Мітчел, В.Міщенко, М. Репко, О. Третьяков, Т. Хейл, О.Шуба, В. Юрчишин та багато інших авторів. В роботах зазначених науковців ґрунтовно аналізуються особливості функціонування, тенденції та перспективи розвитку міжнародного ринку боргових цінних паперів та такого його сегменту, як ринок єврооблігаційних запозичень.

Проте, незважаючи на значну кількість праць, присвячених цій проблемі, не всі її питання знайшли остаточне вирішення і потребують подальших наукових пошуків. Зокрема, це стосується аналізу особливостей розвитку ринків суверенних єврооблігацій країн, що розвиваються, та країн з ринками, що формуються, у посткризових умовах. Малодослідженими залишаються чинники, що стримують залучення коштів з міжнародних ринків капіталу, проблеми впливу фінансової кризи на платоспроможність вітчизняних емітентів єврооблігацій, а також потенційні можливості використання єврооблігацій з метою залучення фінансових ресурсів з міжнародних ринків капіталу, які полягають у випуску нових видів єврооблігацій.

Складність даної проблеми, багатогранність її проблематики вимагають подальшого наукового розгляду, конкретизації та дослідження в умовах сучасного економічного розвитку.

**Метою статті** є дослідження сучасного стану, особливостей розвитку та структури ринку суверенних єврооблігацій країн ЕМЕ (emerging market economies) у посткризовий період; аналіз основних цілей суверенних позичальників, що виходять на ринок єврооблігацій висхідних країн; розглянути специфіку використання єврооблігацій країн з ринками, що розвиваються, в якості інструменту зовнішніх державних запозичень на міжнародних ринках боргового капіталу.

**Виклад основного матеріалу.** Актуальність залучення фінансових ресурсів на зовнішніх ринках боргового капіталу обумовлена зростаючою потребою доступу країн, особливо з ринками, що формуються, та їх суб'єктів до більш дешевих та доступних джерел фінансування та відсутністю можливостей повністю задовольнити попит на позичковий капітал за рахунок внутрішніх ресурсів.

Країни з ринками, що формуються, характеризуються високим ступенем залежності від іноземних інвестицій, припливу капіталу з-за кордону та значним потенціалом економічного зростання, що передбачає переозброєння національної економіки та фінансування довгострокових інфраструктурних проектів.

Ринок єврооблігацій, завдяки своїм численним перевагам, розглядається як надзвичайно потужне та пріоритетне джерело мобілізації фінансових ресурсів для країн з ринками, що формуються, та країн, що знаходяться на етапі ринкових трансформацій і конче потребують значних інвестиційних ресурсів для прискорення економічного зростання.

Єврооблігації (eurobonds) – це середньо- та довгострокові боргові цінні папери, які підтверджують зобов'язання їх емітента відшкодувати їхню номінальну вартість у встановлений термін та відсотки за визначеною процентною ставкою, згідно з умовами емісії. Вони випускаються урядами країн, муніципальними та корпоративними позичальниками (компаніями та банками) на міжнародному фондовому ринку та розміщуються за допомогою синдикату андерайтерів за межами країни-емітента облігацій, так і країни, у валюті якої вони деноміновані. Варто також зазначити, що згідно з Директивою ЄС (EU Prospectus Directive 89/128), єврооблігація - це цінний папір, що випускається на міжнародному ринку, який знаходиться поза зоною впливу монетарних регуляторів тієї країни, у валюті якої він номінований.

Емісія єврооблігацій не пов'язана з жодними умовними зобов'язаннями з виконання певних реформ порівняно з фінансуванням за допомогою міжнародних фінансових організацій, дозволяє не вдаватися до використання ЗВР та залучати позичковий капітал під більш низький процент порівняно з банківськими кредитами та гарантує незалежність монетарної політики певної країни.

Уряди країн, що виходять на ринок єврооблігацій, переслідують багато цілей, головними з яких, на наш погляд, є наступні: фінансування поточного бюджетного дефіциту, забезпечення касового виконання державного бюджету, регулювання грошової маси в обігу, згладжування нерівномірного надходження податкових платежів, збільшення золотовалютних резервів країни та забезпечення банківської системи ліквідними резервними активами, фінансування цільових інвестиційних програм, скорочення обмежень на рух капіталів між країнами, а також погашення раніше випущених зовнішніх та внутрішніх державних боргових зобов'язань, рефінансування та реструктуризація державного боргу та ефективне управління ним з метою забезпечення макрофінансової стабілізації та боргової безпеки.

Випуск нових єврооблігацій для рефінансування та реструктуризації старих боргових зобов'язань є доволі поширеною практикою на світових фінансових ринках. Вона, як правило, є частиною схеми з управління зовнішньою заборгованістю емітента, який досить часто вдається до зовнішніх запозичень. В міру активізації участі держав на світовому ринку єврооблігацій до подібної практики звертається все більша кількість емітентів з країн з ринками, що розвиваються та формуються. Пояснюється це тим, що темпи нарощування зовнішніх запозичень у більшості випадків переважають темпи економічного зростання національних економік, насамперед, темпи зростання реального ВВП.

Інтеграція країн з перехідною економікою з ринком єврооблігацій значно розширює їх можливості щодо вибору місця, способу, масштабу й умов залучення боргового капіталу, що є вкрай актуальним з огляду на обмежені можливості цих країн з акумулювання та розподілу ресурсів на внутрішніх фінансових ринках.

В останні роки уряди країн із ринками, що розвиваються, збільшують обсяги запозичень на міжнародному ринку цінних паперів, виходячи на міжнародний ринок єврооблігацій в якості позичальників, завдяки тому, що розміщення єврооблігацій є основним способом залучення на довгостроковій основі позичково капіталу, що дозволяє оптимально поєднувати вартості та терміни запозичення фінансових ресурсів.

В сучасних умовах ринки єврооблігацій країн, що розвиваються (**emerging markets**), виступають новим драйвером розвитку світового фінансового ринку. Вони є привабливим майданчиком для міжнародного інвестування. Перш за все, це пояснюється високою волатильністю (діапазоном зміни цін), низькою капіталізацією (низькою недооціненою вартістю всіх активів, що обертаються на даному ринку), значною часткою інсайдерської торгівлі. Інвестиції на ринках, що розвиваються, за рахунок цих ознак, характеризуються високою прибутковістю, високими ризиками для інституційних та індивідуальних інвесторів.

Вперше в економічній літературі поняття «ринки, що розвиваються» (**emerging markets**), було введено в обіг на початку 1980-х рр. одним з

експертів Міжнародної Фінансової Корпорації (IFC) Антуаном Ван Агтмаелем, який розумів під цим терміном фінансові ринки менш розвинених країн. Згідно з термінологією, розробленою IFC, до категорії ринки, що розвиваються, належать країни, де ВВП на душу населення становить менше 20 000 доларів США. [12, с. 376 ].

Слід також відзначити, що на сьогодні в економічній літературі єдиного визначення ринків, що розвиваються, не існує. Якщо підсумувати існуючі аналітичні критерії, за якими інвестиційні банки та міжнародні фінансові організації відносять країни до ринків, що розвиваються, тим самим виділяючи їх як особливий сегмент учасників міжнародного фінансового ринку, тоді термін «emerging markets» можна визначити наступним чином: ринки, що розвиваються, – це окрема група країн (країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою) з нерозвиненими (незрілими) фінансовими ринками, які здійснюють зусилля з реструктуризації своїх національних економік та відкриття їх для іноземних інвесторів, що робить їх більш конкурентоспроможними на глобальних ринках. [12, с. 376].

Дані групи країн мають нижчий (порівняно із західними європейськими країнами) ВВП на душу населення, демонструють відносну політичну й економічну нестабільність, мають конвертовану валюту і відкритий ринок. Ємність і потенціал ринків, що розвиваються, досить значні: в них проживає 86% населення, знаходиться 22% світового виробництва і тільки 3% капіталовкладень [7, с. 276 ].

За методологією Світового банку, країни з ринковою економікою, що розвиваються (ЕМЕ (emerging market economies), - це країни з річним доходом менше \$4035 в перерахунку на одного громадянина, які знаходяться в процесі переходу від традиційної аграрної економіки, що базується на експорті сировини до сучасної високопродуктивної економіки. Такі країни, як правило, мають намір забезпечити індустріалізацію та перейти до вільного ринку або до змішаної економіки із превалюванням ринкового регулювання. Специфіка цих країн полягає в тому, що вони схильні до негативного впливу кризових явищ і відчувають сильну залежність від іноземного капіталу.

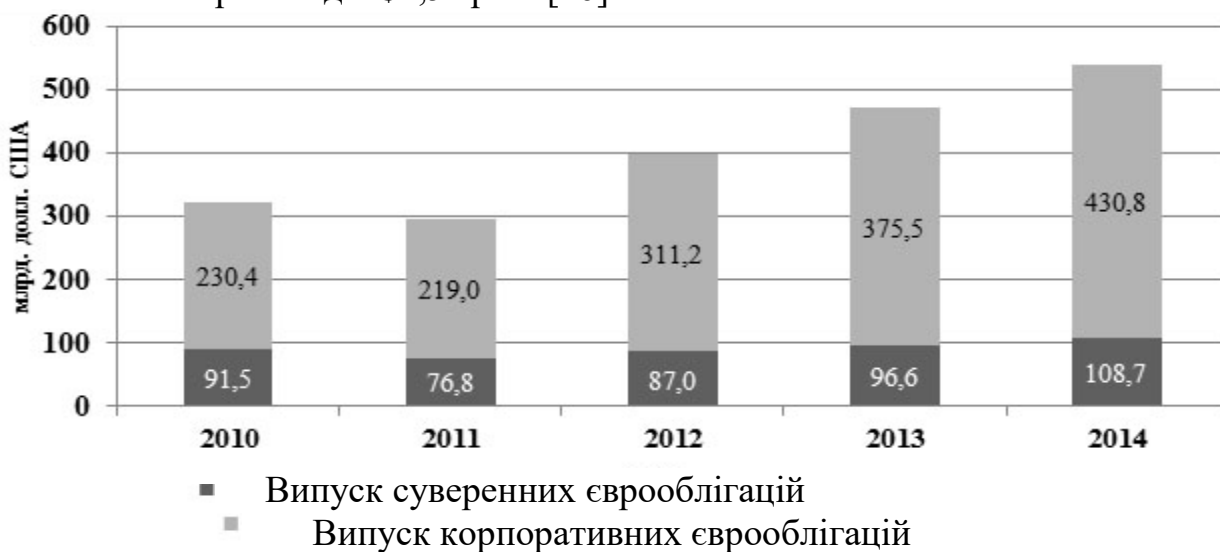
Аналізуючи участь країн з ринками, що розвиваються, на міжнародному ринку єврооблігацій, необхідно звернути увагу на паралельне існування двох різноспрямованих тенденцій.

Можливо виділити дві групи позичальників серед даних країн та їх суб'єктів. Так, частина країн з ринками, що розвиваються, демонструє позитивні результати політики фінансової стабілізації, що проявляються у зростанні ВВП, зниженні рівня інфляції, збільшенні золотовалютних резервів, зростанні реальних доходів населення. Це призводить до підвищення інвестиційної привабливості зазначених країн та зменшує вартість запозичень, тобто до зменшення відсотків по єврооблігаціям. До цієї групи країн входять Польща, Чехія, Росія та деякі інші країни. З іншого боку, низка країн протягом тривалого часу зазнає фінансових труднощів та може розміщувати свої єврооблігації лише серед інвесторів, що

розраховують на високі відсотки за підвищений ризик. До складу даної групи країн належать Пакистан, Еквадор, Венесуела, Монголія, Україна та інші. ) [17].

Аналіз динаміки нових випусків єврооблігацій емітентів з країн, що розвиваються за період після світової фінансової кризи 2008-2009 рр. свідчить про те, що після 2011 р. спостерігається стійке зростання запозичень на ринку єврооблігацій суверенними та корпоративними позичальниками (рис. 1) [8, с. 122].

Ринок єврооблігацій країн emerging markets зараз знаходиться на піку свого розвитку. За багатьма показниками він перевищив максимуми з 2007 р. Загальний обсяг випущених доларових єврооблігацій за останні 10 років збільшився втричі - до \$1,5 трлн. [16].



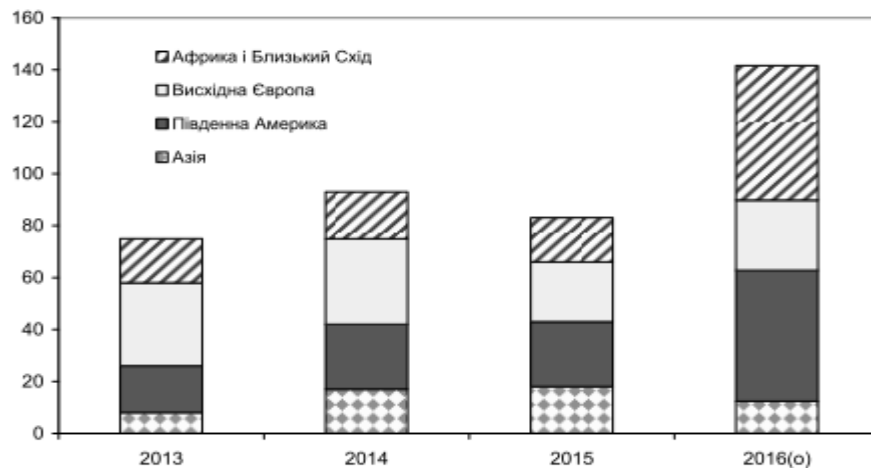
Джерело: [ 16].

**Рис. 1. Обсяг нових випусків єврооблігацій країн, що розвиваються**

У посткризовий період, починаючи з 2010р., ринок суверенних облігацій висхідних країн мав досить стійку структуру як за обсягами розміщених облігацій, так і за розподілом за термінами погашення і географічному представленні.

Так, середньорічні світові обсяги розміщення облігацій висхідних країн складали приблизно \$79 млрд. і переважно були емітовані (висхідними) країнами Європи. Однак, у 2016-2017рр. структура випуску нових бондів зазнала суттєвих змін [20; 6, с.57]

Насамперед, **суттєво** зросли обсяги розміщення. Якщо у 2015 р. загальний обсяг складав \$81 млрд.(трохи вище вказаного середньорічного рівня), то за оцінками міжнародних фахівців, відповідний обсяг у 2016 р. перевищить \$141,5 млрд. (рис. 2) [20; 6, с.57-58].



Джерело: [20; 6,].

Рис. 2. Загальний випуск суверенних облігацій, \$ млрд.

Характеризуючи особливості розвитку ринку суверенних єврооблігацій висхідних країн, Василь Юрчишин, директор економічних програм Центру Разумкова, зазначає, що практично весь приріст випусків суверенних єврооблігацій країн ЕМЕ (2016р. порівняно з попередніми роками) відбувся за рахунок країн Перської затоки, а також Південної Америки (насамперед, Аргентини). Так, Саудівська Аравія емітувала суверенних облігацій обсягом \$17,5 млрд., Катар – \$9,0 млрд., Арабські Емірати – \$5,5 млрд., Аргентина – \$22,0 млрд., Мексика – \$9,9 млрд. З європейських висхідних країн найбільший випуск здійснила Польща – \$5,9 млрд. [20; 6, с.58].

З безпрецедентною в історії швидкістю зростали обсяги розміщень суверенних валютних єврооблігацій на ринках ЕМ і в 2017 р. Тільки в першому кварталі минулого року країни ЕМЕ розмістили єврооблігацій на рекордну суму – більше \$170 млрд. (\$69,6 млрд. суверенні, \$ 105 млрд. – корпоративні емітенти ), а за 3 квартали 2017 р. тільки суверенні позичальники залучили на міжнародному ринку \$183 млрд. (порівняно з попереднім півріччям обсяг зріс на \$44 млрд.) Перше місце утримує Аргентина, яка за цей час розмістила 10 випусків єврооблігацій на суму \$36 млрд. Друге місце посіла Саудівська Аравія, яка наприкінці вересня 2017 р. розмістила 3 транші на \$12.5 млрд з термінами обігу 5.5, 10.5 та 30 років, а з початку 2017 р. обсяг розміщень Саудівської Аравії становив \$22 млрд. Третє місце посіла Туреччина, яка у вересні 2017 р. здійснила дорозміщення суверенних єврооблігацій на \$1.75 млрд. Четверту сходинку посів Кувейт.

У 2016р. вперше за останні 15 років на міжнародний борговий ринок повернулася Аргентина зі своїми суверенними єврооблігаціями, які суттєво розширили надходження позичкових коштів до Південної Америки.

Такий довгий період відсутності зумовлений тим, що у 2001р. Аргентині не вдалося досягти прийнятної угоди з міжнародними інвесторами у частині реструктуризації виплат за зовнішніми боргами (а відтак, опинитися у стані дефолту). Оголошений урядом Аргентини дефолт за зовнішнім боргом на

суму \$132 млрд. був найбільшим суверенним дефолтом у світовій історії (всього за роки незалежності Аргентина 8 разів оголошувала дефолт). Можливість поширення дефолту на інші країни призвела до падіння ліквідності та збільшення вартості міжнародних зобов'язань з ринками, що розвиваються, на ринку єврооблігацій, а сама країна фактично була позбавлена можливості користатися міжнародними ринками капіталів.

Врешті-решт Аргентина зуміла знайти потрібні аргументи, щоб знову залучити приватних інвесторів, які, на відміну від МВФ, не повірять обіцянкам влади провести за пару місяців провести такі складні реформи, як земельна та пенсійна.

Останнім часом Аргентина позичає багато (за підрахунками фахівців фондового ринку, за останні 2 роки аргентинський уряд випустив суверенних єврооблігацій на загальну суму \$58 млрд.), проте віра інвесторів у її платоспроможності лише збільшується.

Варто також звернути увагу і на те, що Аргентина у 2017р. успішно розмістила серед приватних інвесторів 100-річні єврооблігації з купонною ставкою 7,125% річних, а з врахуванням ціни розміщення сумарна дохідність інвестора становила 7,9%. Попит на такі довгі папери з боку покупців майже в 3 рази перевищив обсяг випуску у \$2,75 млрд. і становив \$9,75 млрд. До речі, Аргентина стала другим латиноамериканським сувереном після Мексики, що здійснила випуск 100-річних облігацій ще у 2010 р. Це є свідченням того, що "час спекулятивних хедж-фондів, що грають на коротких інвестиціях, уходить у минуле, - зазначає відмий фінансовий аналітик О.Куц. [13].

Тепер Аргентина, яка ще у 2016р. не входила навіть до двадцятки найбільших емітентів єврооблігацій, стала п'ятим ринком після Бразилії, Мексики, Китаю та Росії. [16].

Особливістю нових учасників та розміщень є те, що у попередні роки країни Перської затоки практично не були присутні на міжнародних ринках облігацій, оскільки сприятлива кон'юнктура на нафтових ринках дозволяла легко збалансовувати бюджети і платіжні баланси. Потреби ж 2016р. зумовлені різким падінням вартості нафти на міжнародних ринках, а відтак значними «недонадходженнями» до бюджетів відповідних країн.

На світовому існує доволі стійкий попит на боргові папери країн emerging markets, доходність за якими суттєво вище, ніж у розвинених країнах. Про це свідчить стабільно великі обсяги первинних угод. На цій хвилі «полювання великих грошей за екзотичними історіями» було проведено успішні випуски боргових цінних паперів таких ризикових країн, як Білорусь, Ірак та Таджикистан. І Україна також встрибнула у це вікно можливостей із подвійною борговою операцією. Інтерес до ринків, що розвиваються поширюється навіть на ті країни, які не мають репутації надійного позичальника (Венесуела, Монголія, Пакістан, Еквадор, Ірак, Шрі-Ланка, Гана та ін.). Так, наприклад, Шрі-Ланка зуміла в 2017р. розмістити



суверенні єврооблігації на \$1.5 млрд.

Інвестори продовжують вважати єврободи країн ЕМ привабливим інвестиційним активом. Останні події підтверджують це. Так, Білорусь (рейтинг Moody's на одну позицію краще України, рейтинг Fitch аналогічний українському) у 2016р. розмістила 10-річні папери на \$600 млн. за ставкою 7,625% річних. В середині 2017р. Білорусь випустила 2 транші суверенних євро. облігацій на загальну суму у \$ 1,4 млрд, в т.ч. \$800 млн. з погашенням у лютому 2023р. та з погашенням та \$600 млн. з погашенням у червні 2027 р. Їх доходність становила 7,125% та 7,625% річних відповідно. У лютому 2018р. Білорусь завершила розміщення 12-річних суверенних єврооблігацій під 6,2%.

На початку вересня 2017р. Таджикистан здійснив дебютний випуск євробондів ( перших у своїй історії єврооблігацій) - 10-річних паперів на \$500 млн з дохідністю 7,125%. При цьому попит на ці облігації перевищив \$4 млрд, що дозволило знизити купон до 7,125%».

У вересні 2017р. Україна вперше повернулася на міжнародні ринки боргового капіталу після реструктуризації боргу за суверенними та квазісуверенними єврооблігаціями на суму \$15млрд., розмістивши 15-річні амортизаційні боргові цінні папери на суму \$3 млрд. під 7.375% річних, попит на які складав \$9.5 млрд., що дозволило знизити купонну ставку за цим випуском на 0.5 п.п. Основними покупцями цих суверенних єврооблігацій України виступили інвестори із США (46%) та Великобританії (36,6%).

Коментуючи цю угоду, британське видання New Statesman пише: «Розміщення нового випуску єврооблігацій України ознаменує найзначніший крок країни до відновлення свого економічного суверенітету з моменту збройної агресії Росії 2014 року. Мало хто очікував, що Україна так швидко повернеться на ринок суверенних боргів. Інвестори зі задоволенням сприйняли перспективу розміщення нового випуску облігацій. Більше того, це свідчить про те, що спроби Росії перекрити Україні шлях на Захід шляхом її послаблення до становища відсталого країни, що перебуває на межі економічного краху, виявилися марними»

За версією видання Global Capital, розміщення Україною єврооблігацій на \$3 млрд є найкращою транзакцією 2017 року в країнах Центральної Європи, Близького Сходу і Африки у категорії «Суверенна угода року» операція з розміщення \$3 млрд під 7,375% із залученням BNP Paribas, Goldman Sachs і JP Morgan визнана найкращою угодою.

Частину коштів від останнього розміщення (\$1.6 млрд.) було використано для викупу єврооблігацій, що мали погашатися у 2019 (на \$1.2 млрд. ) та 2020 рр. (на \$0.4 млрд.).

Така операція з управління державним боргом дала змогу дещо зменшити боргове навантаження в середньостроковій перспективі. Однак графік виплат за зовнішніми зобов'язаннями в наступні кілька років залишається досить напруженим. Упродовж 2018 – 2021 років щорічні виплати з погашення та обслуговування державного та квазідержавного

боргу в іноземній валюті становитимуть перевищуватимуть \$7 млрд. [11].

Варто також звернути увагу і на те, що зовнішній борг України за єврооблігаціями має переважно короткостроковий характер, графік його погашень характеризується нерівномірним розподілом у часі, має великі локальні навантаження і є великою проблемою для України, створюючи авральні ситуації в контексті валютної ліквідності та платоспроможності країни.

У 2018р., як повідомляє агентство Bloomberg, про свій намір випустити суверенні єврооблігації на суму \$300 млн. заявив і Узбекистан.

Іншою складовою особливості розглядуваного боргового ринку став безпрецедентно високий обсяг випуску нових облігацій, що суттєво змінило ситуацію з фінансуванням потреб висхідних країн. Так, якщо у попередні роки загальні обсяги нових облігацій лише незначним чином перевищували (а у 2015р. виявилися навіть дещо меншими) витрати країн на виплати за зовнішніми боргами, то у 2016р. чисте фінансування (загальний обсяг випуску мінус виплати основної суми та процентів) сягнуло майже половину загального обсягу (табл.1.), що опосередковано також підтверджує готовність світових ринків облігацій до розширення і найближчими роками. [20; 6, с.59].

**Таблиця 1.**

**Загальні і чисті обсяги випуску облігацій висхідних країн, \$  
млрд.**

	2013	2014	2015	2016 (о)
Загальний випуск	74.9	90.2	81.0	141.5
Виплати:	66.2	79.9	85.0	73.1
Основна сума	26.1	37.8	43.9	27.2
Обслуговування	40.1	42.1	41.1	45.9
Чисте фінансування	8.7	10.3	-4.0	68.4

Джерело : [20; 6, с.59].

Ще однією особливістю 2016 р. стала суттєва зміна у термінах (їх скорочення) погашення нових облігацій. Так, у попередні роки левова частка облігацій мала термін погашення понад 10 років (у 2015 р. такі облігації склали 87% загального випуску). У 2016 р. частка таких облігацій зменшилася майже на 20 процентних пунктів (п.п.) (у т.ч. частка з терміном понад 15 років скоротилась на 12 п.п.) при одночасному суттєвому зростанні облігацій з термінами погашення 5-7 років. [20; 6, с.57].

І хоча за останні 3 роки рейтингові агентства в основному знижували кредитні рейтинги, емітенти з країн, що розвиваються, подовжили середній термін запозичень до 9,8 року, а середня премія за кредитний ризик (тобто різниця між дохідністю ризикованої облігації та безризикової доларової ставки на аналогічний строк) порівняно з початком 2016 р. скоротилась вдвічі, с 5% до 2,5% річних. [16].

Зміни у структурі нових випусків облігацій, які сталися у 2016 р.,

вказують на потенціал помітного розширення відповідного глобального ринку найближчими роками. Підтвердженням цього є значні потреби у фінансуванні погашення і обслуговування облігацій попередніх років. Поряд з цим, нинішня боргова структура за виплатами вказує, що обсяги погашення суверенних облігацій та їх обслуговування для висхідних країн (порівняно з поточним 2016 р.) помітно зростають – до рівня, що перевищує \$100 млрд. (головним чином за рахунок погашення) (рис.3).



**Рис. 3. Загальні виплати за суверенними , єврооблігаціями, \$ млрд. [6,с.60]**

Аналітики відзначають наявність на ринку значного обсягу вільних коштів інвесторів, які шукають прийнятні об'єкти для вкладень. У світі зараз апетит на борги країн, що розвиваються. Знайти привабливу доходність, коли базові процентні ставки великих економік знаходяться на значеннях близьких до нуля, досить не просто. А на цю найвищу доходність зав'язані активи великої кількості венчурних. пенсійних та інших інвестиційних фондів від Аляски до Австралії.

Так, чистий приплив коштів у фонди облігацій країн, що розвиваються, не припиняється вже протягом 2016-2017 рр. свідчить, що навіть на тлі фронтального підвищення ставок за облігаціями розвинених країн у таких емітентів, як Аргентина, Бразилія та Україна, є майбутнє.( рис.3).

Як бачимо, чистий приплив у фонди ринків. що розвиваються, станом на травень 2017 р., становив близько \$100 млрд (починаючи з січня 2016). Хоча в 2016 були періоди, коли відбувався і суттєвий, до \$20 млрд, відплив з ринків, що розвиваються. [13].

Отже, ринкові умови зараз дуже позитивні для емітентів, що розташовуються нижче на шкалі кредитних рейтингів."Інвестори вимушені шукати нові пасовища - такою є інвестиційна тема цього року".

«Шанси на залучення свіжого фінансування досить високі, оскільки знову спостерігається зростання цін і падіння доходностей на ринку євробондів. Апетит інвесторів до ризику зростає, тому на даний момент усі нові випуски розлітаються як гарячі пиріжки. Інтерес до ринків, що розвиваються, високий, оскільки інвестори шукають високу прибутковість і

готові йти на ризик, а на тлі гальмування глобальної інфляції фінансові інструменти розвинених країн знову стають малоприбутковими», – розповідає менеджер рахунків для заможних клієнтів Saxo Bank Фелікс Інденбаум.



Джерело: [ 13].

**Рис.4. Збільшення коштів інвестиційних фондів ринків, що розвиваються (кумулятивний підсумок), \$ млрд.**

Однак С.Сірохей, глава відділу по ринках боргового капіталу Центральної та Східної Європи, Близького Сходу і Африки в банку Citigroup Inc., який організував більшість розміщень облігацій регіону в 2017 р. попереджає, що це навряд чи триватиме довго.

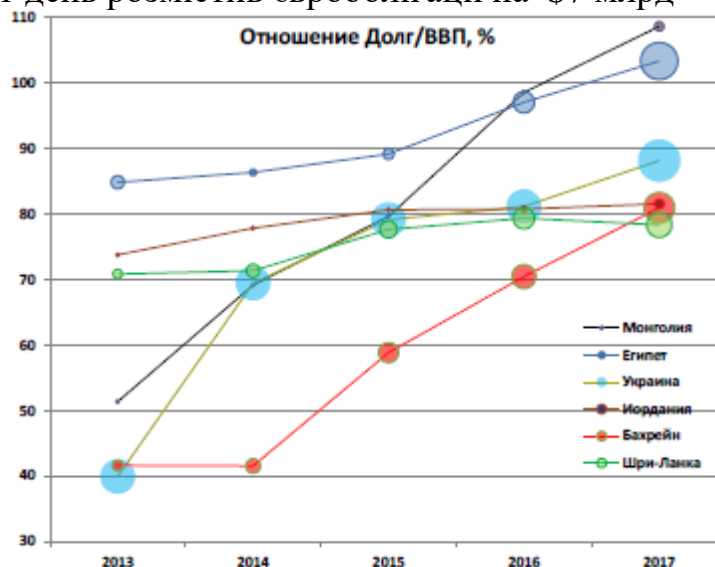
Невідомо, чи будуть зберігатись сприятливі умови для розміщення єврооблігацій, адже ситуація на ринках зовнішніх запозичень може змінитись через згортання стимулюючої політики в США та ЄС, вважають в ІІФ.

За словами С.Сірохея, активним валютним позикам країн, що розвиваються, на ринку єврооблігацій сприяє активний попит з боку інвесторів, що прагнуть отримати в середньому 4,7% прибутковості, яку пропонують облігації ЕМ, в порівнянні з 2,4% у 10-річних державних бондів США. [15].

Аналізуючи особливості розвитку ринку єврооблігацій країн ЕМЕ, варто звернути увагу на ту обставину, що за останні роки різко зросло боргове навантаження багатьох країн, що озвиваються, а економічне зростання було

відносно низьким (рис. 5) [5].

Раніше, коли показник відношення держборгу до ВВП перетинав червону лінію 60-70%, інвестори переставали вкладатися в довгострокові облігації. Вартість обслуговування боргу зростала, середній строк запозичення скорочувався, і, якщо країна не запускала масштабні реформи, боргова криза наставала порівняно швидко. Тепер усе не так: Єгипет з держборгом на рівні 90% ВВП та 10-процентним бюджетним дефіцитом у січні 2017 р. за 1 день розмістив єврооблігації на \$7 млрд



Джерело: Bloomberg, Standard&Poor's, розрахунки УК Арікапітал  
**Рис.5. Відношення Борг/ВВП в окремих країнах, що розвиваються (розмір кола характеризує обсяг випущених єврооблігацій).**

Для більшості решти країн високий рівень держборгу не став перешкодою для нових запозичень. Так, шість нестійких країн з відношенням борг/ВВП на рівні 80% успішно залучили нові позики у 2017 р.: Бахрейн, Єгипет, Йорданія, Монголія, Україна та Шрі-Ланка. Сукупний обсяг випущених ними єврооблігацій за рік зріс на 35% і сягнув \$58 млрд. Для порівняння, обсяг єврооблігацій Росії, що знаходяться в обігу, \$38 млрд при ВВП, що втричі переважає сумарний ВВП цих. До того ж, у Єгипту, Монголії та Бахреїну, за прогнозом агентства Standard&Poor's, бюджетний дефіцит становитиме 10% у 2018 р., що зробить ці країни найбільш уразливими до зменшення попиту інвесторів. Єгипет та Бахрейн у випадку стресової ситуації можуть звернутися за допомогою до заможних країн Перської затоки, наприклад, Саудівської Аравії. Ситуація навколо українського боргу може позначитися на стані ринку єврооблігацій нових незалежних держав [ 5].

У квітні 2017р. агентство Bloomberg опублікувало статтю Бена Бартенштейна, в якій пояснювався підвищений інтерес деяких інвесторів до облігацій країн з авторитарним правлінням чи серйозними внутрішніми проблемами (у т.ч. Венесуели, Росії, України та низки держав Азії та Африки). На думку автора, доходність цих паперів часто вище, а ризики в

реальності не такі вже високі, оскільки у таких режимів більше можливостей для концентрації ресурсів, у тому числі для погашення зовнішнього боргу. [1].

**Висновки.** Таким чином, ринки, що розвиваються, нещодавно були інтегровані у світовий фінансовий ринок. По суті, інтерес до ринків різко зріс з початку 90-х років. Він був обумовлений як зовнішніми, так і внутрішніми чинниками. До зовнішніх чинників належить падіння облікових ставок у розвинених країнах, до внутрішніх – проведення реформ з лібералізації фінансового законодавства в країнах, що розвиваються. Розвиток ринку єврооблігацій, безсумнівно, буде продовжуватися і в майбутньому, оскільки система міжнародного боргового фінансування не стоїть на місці і потребує постійного вдосконалення і більш тонкого регулювання. Суверенні єврооблігаційні запозичення України є перспективним інструментом за умови, що вони будуть каталізатором процесу економічного зростання. Розвиток ринку державних запозичень має супроводжуватися структурними економічними реформами, зменшенням податкового тягаря та збільшенням інвестицій, нарощенням вітчизняного фінансового капіталу.

### Список використаних джерел

- 1.Алехин Константин. Белорусские еврооблигации обновили мировой рынок / К.Алехин// Экономическая газета. - 27.06.2017 [Електронний ресурс ]. – Режим доступа: <https://neg.by/novosti/otkrytj/beloruskie-evroobligacii-obnovili--mirovoj-rynok>.
- 2.Балюк Игорь. Рынок еврооблигаций: между прошлым и будущим/ И.Балюк. - Национальный Банковский Журнал (NBJ). – 2016. - №8. [Електронний ресурс]. – Режим доступа: <http://nbj.ru/pubs/banki-i-mir/2016/08/19/rynok-evroobligatsii-mezhdu-proshlym-i-buduschim/index.html>
- 3.Берзон Н. Рынок еврооблигаций – ключевые моменты/ Н. Берзон // Рынок ценных бумаг. - 2000. - № 9. - С. 73-79.
- 4.Величков Ян. Эмитенты стран ЕМ стараются разместить облигации до начала «эры Трампа» /Ян Величков//[Електронний ресурс]. – Режим доступа: <http://iforex.su/37206-Emitenty-stran-EM-starayutsya-razmestit-obligacii-do-nachala-ery-Trampa.html>.
- 5.Взгляд на глобальный долговой рынок в 2018 году/ [Електронний ресурс]. – Режим доступа: <https://www.aricapital.ru/files/review2017dec.pdf>
- 6.Виклики і ризики розгортання кризових процесів в Україні та напрями економічної політики їх запобігання/. Наук. ред. В.Юрчишин. – К.: Заповіт,2017. – 156 с.
- 7.Дьоміна Т.М. Єврооблігації – неінфляційний метод фінансування бюджетного дефіциту// Экономика Крыма. – 2011. - № 4. – С. 272-277.
- 8.Жук И.Н, Белковец А.М. Место развивающихся стран и стран с

- формируючимися ринками на ринке єврооблігацій/І.Н.Жук, А.М.Белковец//Вестник Витебского государственного технологического университета. Выпуск 29 - Витебск: 2015. - С. 121 – 133.
- 9.Звіт про фінансову стабільність. Національний банк України. - Випуск 4. – грудень 2017. -К.:НБУ. - 75 с.
  10. Ивашкевич Михаил. Международный рынок еврооблигаций: современное состояние и перспективы развития/ М.Иашкевич// Банкаускі веснік. – 2014. листопад. – С.31-38.
  11. Інфляційний звіт Національного Банку України. – К.: Жовтень 2017. – 64 с.
  - 12.Курочкіна І.Г. Emerging markets в системі світового фінансового ринку/І.Г.Курочкінап//Сучасні проблеми та механізми фінансового управління. Тези доповідей Міжнародної науково-практичної конференції 12 – 13 грудня 2013 року м. Харків. – Харків: Харківський інститут банківської справи. – 2013. – С.375-377.
  - 13.Куц Алексей. Академия дефолта. Почему украинцам надо поучиться у Аргентины, как брать в долг/А.Куц//Деловая столица. – 1 августа 2017 года [ Электронний ресурс ]. - Режим доступа: // <http://www.dsnews.ua/economics/academiya-defolta-pochemu-ukraintsam-nado-pouchitsya-u-Argetiny-19072017220000>
  - 14.МВФ обеспокоен рисками долгового кризиса в беднейших странах/БизнесЦензор. – 22.03.2018// [https://biz.censor.net.ua/news/3057245/mvf\\_obespokoen\\_riskami\\_dolgovogo\\_krizisa\\_v\\_bedneyishih\\_stranah](https://biz.censor.net.ua/news/3057245/mvf_obespokoen_riskami_dolgovogo_krizisa_v_bedneyishih_stranah)
  15. Развивающиеся страны окунулись в "первородный грех" валютных долгов/ [ Электронний ресурс ]. – Режим доступа: <http://www.finanz.ru/novosti/obligatsii/razvivayushchiesya-strany-okunulis-v-pervorodny-grekh-valyutnykh-dolgov-1001797747>
  16. Третьяков Алексей. Объем и температура. Emerging markets вновь раздуты облигациями и перегреты/ А. Третьяков// Forbes.ru/ - 18.09.2017// [ Электронний ресурс ]. – Режим доступа: <http://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/349667-obem-i-temperatura-emerging-markets-vnov-razduty-obligatsiyami-i>
  - 17.Шуба О.А. Особливості єврооблігаційних запозичень країн з ринкам, що розвиваються/ О.А.Шуба // Інвестиції: практика та досвід. - 2013. - № 22 - С.35-38.
  - 18.Якушев Олег. Еврооблигации развивающихся стран снова привлекательны/ О.Якушев// [ Электронний ресурс ]. – Режим доступа: 30-06-2017 <http://smi59.ru/main/2955-evroobligacii-razvivayuschih-sya-stran-snova-privlekatelny.html>
  - 19.Hale Thomas, Blitz Roger. How long can the emerging market bond rally run? / The Financial Times - 30/09/2016.

20.Mitchell A.,Etc. EM sovereign issuance: is 2016 a one-off?. – JP Morgan Global Emerging Markets Research, November 2016.

**Annotation.** *The article examines trends in the global Eurobond market functioning, its dynamics, participation peculiarities in the market of developing countries and emerging markets. The article identifies the factors of the borrowing scale increase and objectives of sovereign borrowers on the Eurobond market. The main features of the participation of countries with emerging markets in the global Eurobond market are considered in the article. It is concluded that the main objectives of sovereign borrowers are: increasing of investment appeal and international image and enforcement of investors' confidence; financing of current and unforeseen budget expenditures; refinancing and debt restructuring; satisfying domestic demand for currency resources. The article analyses market dynamics of sovereign Eurobonds issued by CIS countries, along with features of the debut Eurobond issue of the Republic of Ukraine.*

**Keywords:** Eurobonds, sovereignty Eurobonds, sovereign borrowers, government Eurobonds, capital markets, emerging markets, developing countries, CIS countries.

УДК 339.13:330.341

**Ю.О. Олійник,**

к.п.н., доцент кафедри економіки,  
Харківський національний педагогічний університет  
імені Г.С. Сковороди

## **ДЕРЖАВНА ПОЛІТИКА РОЗВИТКУ ІННОВАЦІЙНОГО ПОТЕНЦІАЛУ УКРАЇНСЬКОЇ ЕКОНОМІКИ**

**Анотація.** *В сучасних умовах для України пріоритетним шляхом розвитку є ефективна державна інноваційна політика, яка здатна сприяти сталому розвитку економіки. Тому важливим є дослідження особливостей процесу формування та реалізації національного інноваційного потенціалу, визначення перешкод, які заважають втілювати інноваційну ініціативу у практичну площину. Аналізується рівень впровадження ефективної інноваційної політики підприємствами, доводиться необхідність трансферу технологій, виявлено основні фактори, що стримують її реалізацію. В результаті проведеного дослідження визначено, що в країні набувають розвитку інноваційні структури та галузь інформаційних технологій і програмного забезпечення. Запропоновано напрями вдосконалення інноваційної політики, зокрема розробку державної промислової та інвестиційної політики, спрямованої на активізацію нововведень, підвищення попиту на інноваційні продукти та підтримки їх конкурентоспроможності на ринку, створення сприятливого*