

РИНОК ОБЛІГАЦІЙ ВНУТРІШНЬОЇ ДЕРЖАВНОЇ ПОЗИКИ: ДИНАМІКА І ТЕНДЕНЦІЇ

У статті досліджено ринок облігацій внутрішньої державної позики в Україні за 2016–2018 рр. Внутрішні державні облігації є основною складовою державного та гарантованого державою боргу України та становлять на кінець 2018 р. понад третину зобов'язань держави, що обумовлює необхідність детального та всебічного вивчення цього сегменту економіки. Метою цього дослідження є вивчення внутрішнього ринку державних облігацій, зокрема первинного та вторинного. Застосовано такі методи дослідження, як індукція, дедукція, синтез, систематизація та статистичний аналіз. Дослідження визначило стан вторинного ринку облігацій в Україні та наголошує на низькому розвитку ринку на цьому етапі, враховуючи такі фактори, як відносно низький обсяг угод та нерелевантність інформації по цьому ринку для проведення кількісного аналізу даних. Проаналізовано аукціони з розміщення облігацій внутрішньої державної позики Міністерством фінансів України на первинному ринку. Структуровано отримані дані за такими основними характеристиками, як типи облігацій, період розміщення та валюта запозичень. Розраховано середньозважені показники дохідності та терміну обігу за відповідною класифікацією. Зроблено припущення про причини динамік і тенденцій на первинному ринку облігацій. У результаті проведеного статистичного аналізу зроблено висновки про причини росту дохідності на суверенні облігації у 2018 р. Визначено напрями подальших досліджень щодо розширення періодів аналізу даних, зокрема майбутніх, з метою підтвердження зроблених припущень та виявлення нових закономірностей. Результати дослідження можуть бути застосовані для формування та удосконалення бюджетної політики задля забезпечення боргової безпеки держави.

Ключові слова: державний борг, борг, ризик дефолту, боргова безпека, внутрішній борг, облігації, ОВДП.

JEL classification: C63, H63, H68

Вступ та постановка проблеми. Облігації внутрішніх державних позик України (ОВДП) – державні цінні папери, що розміщуються виключно на внутрішньому фондовому ринку і підтверджують зобов'язання України щодо відшкодування пред'явникам цих облігацій їх номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій. Номінальна вартість облігацій внутрішніх державних позик України може бути визначена в іноземній валюті [1]. Міністерство фінансів України, згідно з українським законодавством, за терміном обігу визначає облігації: короткострокові – до одного року, середньострокові – від одного до п'яти років та довгострокові – понад п'ять років [2].

Станом на 31.12.2018, обсяг ОВДП, випущених в обіг, досягає (в номіналі) 758,8 млрд грн (або 27,4 млрд дол. США), що становить 34,99 % загальної суми державного та гарантованого державою боргу. У структурі ОВДП за

залишковим терміном обігу є переважно довгострокові облігації – 69,7 %, з часткою середньо- та короткострокових – 23,5 % та 6,8 % відповідно.

Отже, ОВДП на цьому етапі є ваговою частиною сукупного державного боргу й основою внутрішнього державного боргу, а тому потребує детального аналізу основних трендів та причин їх виникнення в контексті забезпечення боргової безпеки держави.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. На сьогодні є багато теоретичних та емпіричних досліджень проблем управління боргами, боргових цінних паперів та боргових ринків. Більшість зарубіжних праць виконано за підтримки великих фінансових організацій та рейтингових агентств, як-от Міжнародний валютний фонд, Європейська Рада, Світовий банк, Moody's, Fitch та Standard & Poor's [6; 7]. Дослідженню цих питань присвячено праці багатьох зарубіжних та вітчизняних учених (зокрема це

К. Рогофф, К. Рейнхарт, Д. Стігліц, Е. Альтман, Б. Ейхенгрін, А. Моді, Б. Амброус, В. Ачарья, Й. Денг, Н. Рубіні [8–10]).

Невирішені частини проблеми. Детально досліджено лише первинний ринок суверенних облігацій з поверховим оглядом вторинного ринку, на що було декілька причин. По-перше, відносно низькі обсяги угод на вторинному ринку. По-друге, висока частка сумнівних угод із негативними та надвисокими рівнями доходності.

Мета та завдання статті. Метою дослідження є поглиблений емпіричний аналіз для визначення основних трендів та причинно-наслідкових зв'язків на ринку облігацій внутрішньої державної позики в Україні.

Відповідно до мети поставлено завдання. По-перше, сформувати базу даних операцій на ринку облігацій в Україні. По-друге, розрахувати середньозважені показники доходності, залишкового терміну обігу, обсягів запозичень за різні часові періоди. По-третє, визначити основні тренди та оцінити причинно-наслідкові зв'язки на ринку облігацій. По-четверте, зробити висновки щодо динаміки суверенних запозичень на внутрішньому ринку України.

Основні результати дослідження. Основним попереднім завданням, яке ми поставили, було проведення аналізу, передовсім, вторинного ринку облігацій. Ми припускали, що, враховуючи більш високу частоту угод на вторинному ринку та більший обсяг таких угод, вторинний ринок швидше реагуватиме на макроекономічні, політичні, інфляційні та валютні ризики й дасть змогу отримати чіткі результати й зробити відповідні висновки. Проте наші очікування не виправдалися з двох причин. По-перше, дані за 2016–2018 рр. свідчать про те, що вторинний ринок облігацій перебуває на етапі формування. Обсяги угод на вторинному ринку лише в 1,22 раза у 2018 р. перевищували обсяги на первинному ринку, у 2017 р. – у 1,5 раза (насамперед за рахунок відносно низьких обсягів запозичень на первинному ринку), а в 2016 р. – менше на 8 %. По-друге, у нас виникли сумніви щодо достовірності чи легальності угод на вторинному ринку. Наприклад, у 2018 р. загальний обсяг угод на вторинному ринку становив 205,4 млрд грн, з яких 32,9 млрд грн з негативною доходністю, що становить 16 % від усіх угод, і це без урахування випадків із надвисокими рівнями доходності та такими, що є позитивними, але близькими до нуля. Припускаємо, що причинами такого феномену можуть бути шахрайські схеми та відмивання коштів (легалізація доходів) [4].

З огляду на зазначене було прийнято рішення сконцентрувати дослідження на первинному ринку облігацій. Агрегована статистична інформація, яку надають Міністерство фінансів України та Національний банк України, на нашу думку, є «викривленою», оскільки під час розрахунку доходності, термінів обігу та інших ключових показників об'єднує дані по індексованих облігаціях; облігаціях, що випускались для капіталізації державних установ; облігаціях зі специфічними умовами, що випускались за домовленостями з контрагентами. Тому доцільно побудувати власну агреговану статистику, використовуючи метод «знизу – вгору». Ця методологія дає змогу чітко визначити час і причини змін на ринку, акумулювати дані відповідно до поставлених завдань (терміни обігу, період розміщення, тип облігацій тощо) і в подальшому оперативно оновлювати базу даних на щотижневій основі [3].

Для дослідження первинного ринку ОВДП та побудови відповідної бази даних було проаналізовано всі аукціони з розміщенням державних облігацій за період 2016–2018 рр. Основною метою було визначити загальні обсяги та динаміку різноманітних показників: номінальну вартість облігацій, обсяг залучених коштів, номінальний та встановлений рівні доходності, термін обігу та відповідні дати погашення, розмір купонних платежів (для звичайних, недисконтних ОВДП) та валюти запозичень. Також було відокремлено облігації з індексованою вартістю для визначення реальних показників доходності за відповідний період.

Було проаналізовано 425 успішних розміщень облігацій внутрішньої державної позики на аукціонах НБУ протягом 2016–2018 рр., зокрема: у 2016 р. – 96 розміщень, у 2017 р. – 90, а в 2018 р. – 239. За валютою запозичення: гривневих ОВДП 82 розміщення у 2016 р., у 2017 р. – 72 і в 2018 р. – 167; номінованих у доларах США – 13, 15 і 60 відповідно, номінованих у євро – 1, 3 і 12 відповідно. Збільшення кількості успішних розміщень дає можливість зробити два попередніх висновки. По-перше, збільшення кількості успішних розміщень свідчить про підвищення попиту на облігації на внутрішньому ринку. По-друге, Міністерство фінансів створює більшу кількість інструментів, що відрізняються за термінами обігу, доходністю та типом облігацій (дисконтвані облігації, облігації з глибоким дисконтом чи індексовані), що дає змогу диверсифікувати ризики як для продавця, так і для покупця [5].

Враховуючи, що державні облігації, розміщені протягом звітних років, номіновані в трьох

різних валютах, ми провели перерахунок та зведення всіх показників у єдину валюту (в гривню). Для цього кожен операцію з продажу облігацій, номінованих в іноземній валюті, було перераховано в національну валюту за офіційним курсом НБУ на дату погашення. Отже, номінальна вартість у гривнях могла змінитися протягом наступних періодів і до дати погашення може стати вищою або нижчою залежно від подальшої динаміки обмінного курсу.

Валютна структура ОВДП, випущених у 2018 р. (рис. 1) у загальних рисах реплікує структуру Державного боргу на кінець 2018 р. та підтверджує динаміку попередніх років. Номінальна вартість ОВДП у розрізі валют становила: 3,3 млрд дол. США (90,4 млрд грн), 0,5 млрд євро (15,8 млрд грн) та 65,2 млрд грн. У попередні періоди (2016–2017 рр.) простежувалась значно нижча частка облігацій у євро та гривнях та вища в доларах США. Частка в євро збільшилась з 3 до 5 %, у гривнях – з 32 до 38 %, а в доларах США зменшилась з 65 до 57 %. Водночас розмір залучених коштів частково відрізняється від номінальної вартості. Причиною цього є формування ринкової ціни в результаті таких факторів, як: різниця між номінальною дохідністю та встановленою (глибокий дисконт), кількість днів до чи після останнього купонного платежу (у разі дорозміщення) чи якщо облігація є дисконтованою (або безкупонною). Зокрема, остання причина в контексті існування дисконтованих облігацій є важливою, оскільки ці цінні папери дають можливість за рахунок відсутності відсоткових платежів відтермінувати платежі на пізніший період і зменшити короткострокові ризики. Для аналізу впливу цього феномену в розміщеннях ми розраховували співвідношення залучених коштів до бюджету (фактичної вартості на аукціоні) до номінальної вартості. За результатами 2018 р., цей показник для облігацій, номінованих у євро, становив 100,83 %, для облігацій, номінованих у доларах, – 98,93 %, а для гривневих – 95,4 %. Для єврооблігацій цей показник свідчить про відносну стабільність відсоткових ставок та незначущість цих відмінностей. З іншого боку, гривневі та доларові ОВДП показують зростання відсоткових платежів і збільшення розриву між номінальною та встановленою дохідністю для облігацій, що розповсюджуються шляхом додаткового розміщення. Оскільки зростання відсоткової ставки призводить до падіння вартості облігацій, цей фактор додатково вплинув на зменшення розміру залучених коштів до бюджету. За результатами цих розрахунків ми можемо припускати, що

дисконтовані облігації використовуються переважно не для відтермінування відсоткових платежів, а для компенсації вищої за номінальну вартість дорозміщених облігацій під час купонного циклу для забезпечення відповідності розміру боргу і обсягу залучених коштів.

Враховуючи незначну частку запозичень ОВДП у євро та незначущість зазначеного вище показника для євробондів, далі детально будемо висвітлювати лише доларові та гривневі ОВДП.

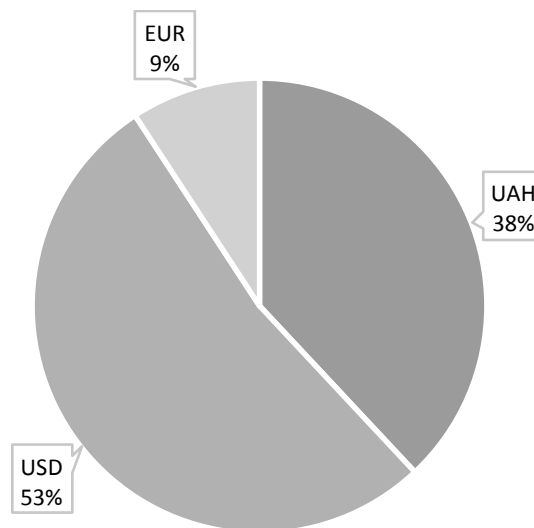


Рис. 1. Валютна структура номінальної вартості ОВДП за 2018 р.
Джерело: розрахунки автора на основі [5]

Проаналізована динаміка щоквартальних даних розміщень ОВДП у номінальній вартості дає змогу зробити декілька важливих висновків. По-перше, загальний розмір запозичень поступово зростає, що свідчить про переорієнтацію держави на внутрішній ринок запозичень. По-друге, значно зростає частка запозичень за рахунок ОВДП, номінованих у доларах США. Як ми зазначали раніше, валютні запозичення за рахунок ОВДП створюють менше валютних ризиків, ніж зовнішні. По-третє, на прикладі 2018 року простежується сезонність запозичень (рис. 2). Значна частка запозичень припадає на I та IV квартал року, що аналогічно зміні квартальних показників валового внутрішнього продукту.

Показники дохідності та їхня динаміка є ключовим показником визначення ризиків певних видів облігацій. Фактично встановлена дохідність є премією за ризик, яку інвестор бажає отримати. З третього-четвертого кварталів 2017 р. розмір відсоткових платежів почав зростати. Проте для доларових ОВДП ситуація залишалась незмінною до четвертого кварталу 2018 р., а четвертий квартал 2017 р. з показником 4,4 % був винятком. Основна причина

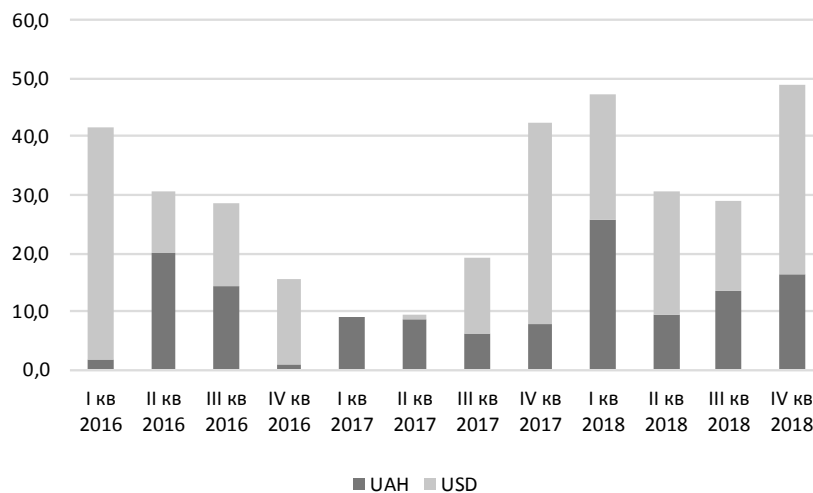


Рис. 2. Динаміка щоквартальних розміщень ОВДП протягом 2016–2018 рр. у розрізі валют
Джерело: розрахунки автора на основі [5]

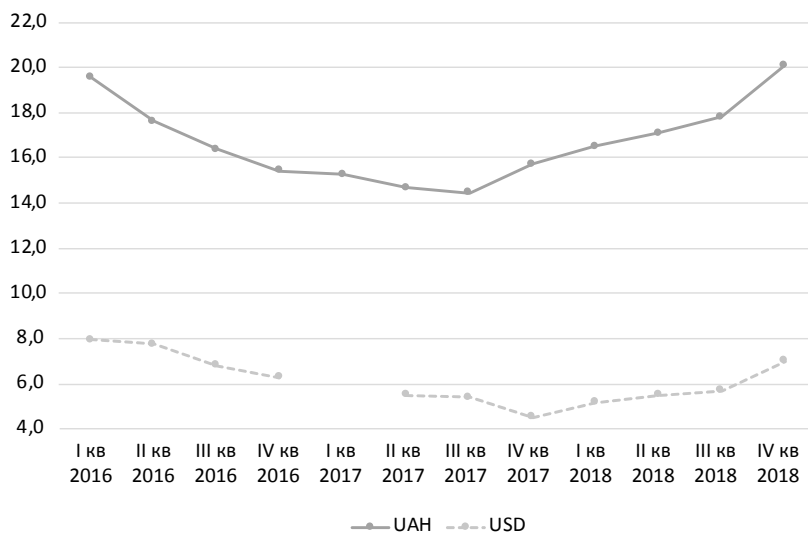


Рис. 3. Встановлена поквартальна середньозважена дохідність ОВДП у гривнях та доларах США, %
Джерело: розрахунки автора на основі [5]

цього – первинне розміщення 7 серій ОВДП 28 листопада 2017 р. з номінальною та встановленою дохідністю 3,85 % із середньозваженим терміном обігу у 512 днів (1,5 року) на загальну суму 573 млн дол. США. На нашу думку, цей випуск зроблено спеціально під конкретного покупця, оскільки передумов для запозичень під нижчий рівень дохідності не було. А враховуючи, що ці випуски становлять 52 % доларових ОВДП у четвертому кварталі 2017 р., це було, на нашу думку, основною причиною «спотворення» статистики, а саме зниження розрахованої середньозваженої дохідності доларових ОВДП в останньому кварталі 2017 р. без конкретних економічних передумов (рис. 3). З гривневими ОВДП ситуація інша. Протягом п'яти останніх кварталів досліджуваного періоду простежується зростання середньозваженої дохідності. У III кварталі 2017 р. встановлена

дохідність була на рівні 14,5 %, після чого щоквартально зростала 0,8–1,2 %, досягнувши через рік позначки 17,8 %, а в IV кварталі 2018 р. зросла ще на 2,3 % до показника 20,1 %. Аналогічний ріст в останньому кварталі 2018 р. відбувся й з доларовими ОВДП, де відсоткова ставка зросла до 7 % з показника 5,7 %. Зазначимо, що цей ріст відбувся дуже різко протягом одного тижня: ще 25 вересня 2018 р. й два попередніх місяці встановлена дохідність за доларовими ОВДП становила 5,95 %, а на аукціоні 2 жовтня 2018 р. – уже 7 % річних.

Одночасно зі зростанням запозичень та рівнів дохідності у звітному періоді середньозважений термін обігу як гривневих, так і доларових ОВДП зменшувався. Якщо термін обігу доларових облігацій залишається на межі середньо- та короткостроковості, то гривневі облігації у 2018 р. стали переважно короткостроковими. Середньозважений

термін обігу доларових ОВДП зменшився з 543 днів (1,5 року) у 2017 р. до 342 днів у 2018 р. (-37 %), а гривневих ОВДП з 720 до 212 днів (-70 %).

Ми припускаємо, що падіння терміну обігу пов'язано безпосередньо зі зростанням дохідності ОВДП. Особливо це стосується облігацій у національній валюті. У всьому світі облігації є високоліквідним інструментом, який компанії використовують для диверсифікації своїх активів та тимчасового використання надлишкових обігових коштів, які, в разі потреби, можливо швидко продати на вторинному ринку. На високоліквідному вторинному ринку облігацій термін обігу не є визначальним за стабільного рівня дохідності. За умов значного зростання дохідності облігацій ціна таких цінних паперів зменшується на ринку, а отже інвестори втрачають кошти, якщо виникає потреба

продажу облігацій на вторинному ринку з нижчою за ринкову номінальною відсотковою ставкою. За таких умов інвестори вимушені купувати ОВДП у терміни, протягом яких вони не потребуватимуть обігових готівкових коштів. Така ситуація була й на ринку гривневих облігацій в Україні у 2018 р. Зростання встановленого рівня дохідності більше ніж на 5 % за рік призвело до зменшення терміну обігу та популяризації короткострокових ОВДП з терміном обігу 3, 6 або 9 місяців.

Іншою причиною росту дохідності гривневих ОВДП, на нашу думку, є неузгодженість монетарної та фіскальної політики в Україні. На рис. 5 показано динаміку середньозважених щомісячних показників дохідності гривневих ОВДП у порівнянні з показником інфляції (індекс споживчих цін, помісячно в річному вимірі). Якщо у 2017 р.

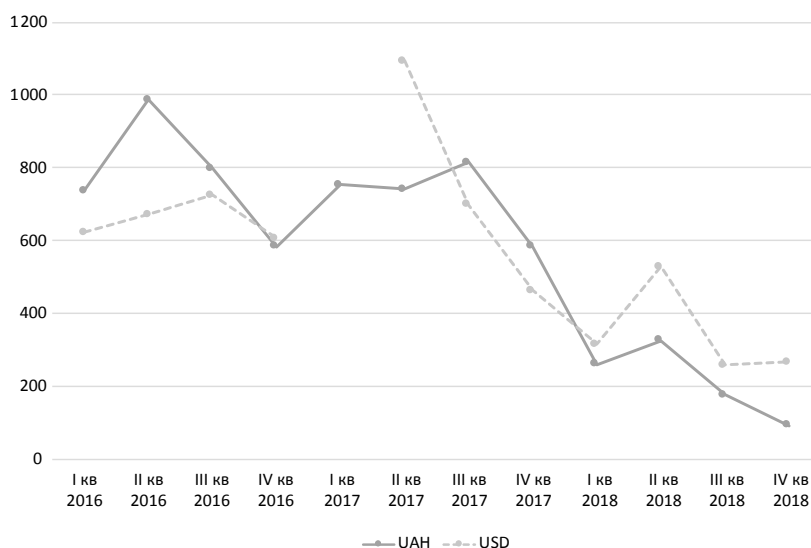


Рис. 4. Динаміка середньозваженого терміну обігу ОВДП
Джерело: розрахунки автора на основі [5]

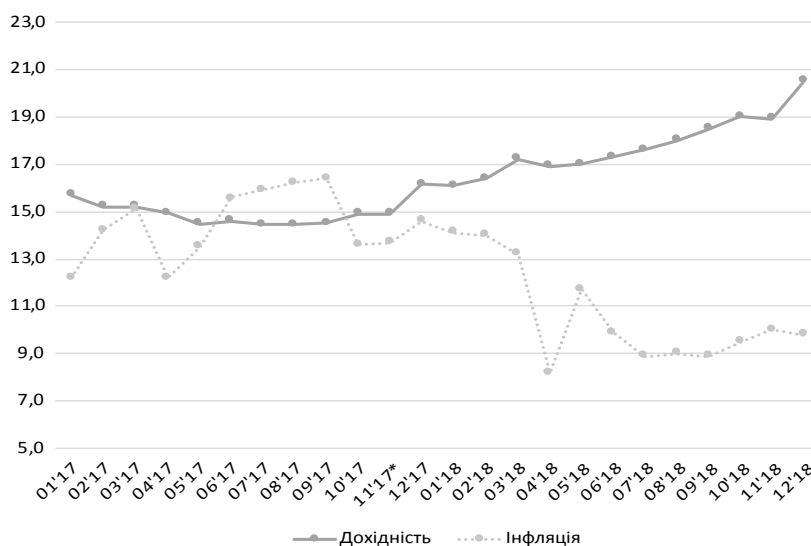


Рис. 5. Динаміка дохідності гривневих ОВДП та інфляції
Джерело: розрахунки автора на основі [5]

і в попередні періоди дохідність облігації дорівнювала рівню інфляції або відрізнялась на 1–2 %, то у 2018 р. динаміка цих абсолютних показників була протилежною. На кінець 2018 р. рівень інфляції становив 9–10 % за дохідності облігацій у 19–20 %, створюючи розрив у понад 10 %.

Враховуючи те, що інфляція є одним з основних джерел росту доходів державного бюджету, а дохідність значно перевищує інфляцію, така ситуація може призвести до значного зростання боргового навантаження на державний бюджет. Причинами виникнення такого явища є застосування одного з методів монетарної політики, а саме облікової ставки НБУ. Встановлена на кінець 2018 р. облікова ставка в розмірі 18 % з метою зменшення рівня інфляції привела до ситуації, за якої рівень дохідності потрібно було підвищувати для забезпечення попиту на ОВДП за рахунок більш вигідних умов, ніж в інших інвестиційних рішеннях.

Висновки та пропозиції щодо подальших досліджень. Проведене дослідження дало нам змогу структурувати та узагальнити інформацію щодо ринку облігацій внутрішньої державної позики. Попередній аналіз показав, що вторинний ринок перебуває на стадії формування, та виявив проблеми, що не дають можливості для проведення якісних і точних оцінок ризиків та трендів на цьому ринку, зокрема використовуючи типові статистичні інструменти аналізу боргових цінних паперів на зразок стандартного відхилення (як міри ризику). Основними проблемами цього ринку є відносно низький обсяг у порівнянні з первинним та кількість сумнівних угод як результат значної розбіжності в ціні на боргові інструменти та відповідної дохідності, що для деяких проведених угод досягала як негативних, так і надвисоких значень (понад 100 %).

Систематизація результатів розміщення ОВДП на первинному ринку дала можливість провести аналіз динаміки основних показників боргового ринку та зробити відповідні висновки. Було визначено, що за умов збільшення обсягів внутрішнього державного боргу та збереження стабільного рівня сукупного державного і гарантованого державою боргу відбувається поступова переорієнтація на

внутрішній ринок запозичень на заміну зовнішньому. Особливо це стосується облігацій, номінованих в іноземних валютах. Протягом трьох звітних років відбувається збільшення кількості розміщення облігацій у євро та доларах США, проте відносний обсяг запозичень зростає лише для євро, за зменшення частки в доларах США. Розмір залучених коштів до бюджету та номінальна вартість боргів є практично рівними, особливо для валютних запозичень, що, можливо, свідчить про неефективне використання дисконтованих облігацій. Проте ми свідомо вилучили з аналізу облігації з індексованою вартістю, номінальна дохідність яких у більшості випадків становила 6 %, що менше в понад 3 рази за дохідність ОВДП у національній валюті на кінець 2018 р. Цей фактор міг суттєво вплинути на результати попереднього висновку. Ми зауважили значне зростання запозичень на внутрішньому ринку у 2018 р. за рахунок збільшення кількості розміщень, зменшення середньозваженого терміну обігу та збільшення дохідності. Основною причиною значного росту дохідності, на нашу думку, є підвищення облікової ставки НБУ протягом останніх років з метою таргетування інфляції. За умови збереження цього рівня облікової ставки та значної різниці дохідності облігації та інфляції в Україні можливе суттєве збільшення боргового навантаження на бюджет і відповідні ризики ліквідності та дефолту в наступні періоди.

Побудована статистична модель дає змогу в майбутньому доповнювати інформацію з результатів аукціонів для наступних та/або попередніх періодів, що дасть змогу зробити більш точні та релевантні висновки про ситуацію на ринку облігацій внутрішніх державних позик в Україні. Подальше дослідження також може бути доповнено структурою власників суверенних облігацій, особливо в контексті запозичень нерезидентами, враховуючи заплановану лібералізацію валютних операцій та спрощення процедур купівлі ОВДП для цієї категорії у 2019 р. Результати дослідження можуть бути використані для прогнозування боргових ризиків в Україні, формування боргової політики держави та середньо- і довгострокового бюджетного планування.

Список літератури

1. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 31. – 1126 с.
2. Про випуски облігацій внутрішніх державних послуг : Постанова КМУ від 31 січня 2001 р. № 80 // Офіційний вісник України. – 2001. – № 5. – 58 с.
3. Узагальнена інформація стосовно виконаних угод з купівлі/продажу ОВДП на вторинному ринку [Електронний ресурс] : Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://beta.bank.gov.ua/files/vtor_rin.xlsx. – Назва з екрана.
4. Дохідність ОВДП на первинному ринку [Електронний ресурс] : Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=63639>. – Назва з екрана.
5. Результати проведення розміщень облігацій внутрішньої державної позики [Електронний ресурс] : Офіційний сайт Міністерства фінансів України. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/borg/rezultaty-auktioniv>. – Назва з екрана.
6. Ukraine. Request for Stand-By Arrangement and Cancellation of Arrangement Under The Extend Fund Facility: United States, 2019 (IMF Country Report No.19/3) [Electronic resource] / International

- Monetary Fund. – 2019. – Mode of access: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/01/08/Ukraine-Request-for-Stand-By-Arrangement-and-Cancellation-of-Arrangement-Under-the-Extended-46499>. – Title from the screen.
7. Developing the Domestic Government Debt Market: From Diagnostics to Reform Implementation: Washington, DC [Electronic resource] / World Bank. – 2007. – Mode of access: <http://pubdocs.worldbank.org/en/647311510086429050/PDM-Publication-DomesticDebtMarketDevelopment-DevelopingTheDomesticGovernmentDebtMarket.pdf>. – Title from the screen.
 8. Reinhart C. Growth in a Time of Debt [Electronic resource] / C. Reinhart, K. Rogoff. – Mode of access: <https://www.nber.org/papers/w15639.pdf>. – Title from the screen. doi: 10.3386/w15639
 9. Altman E. I. Revisiting the High-Yield Bond Market / E. I. Altman // *Financial Management*. – 1992. – Vol. 21 (2). – P. 78. doi: 10.2307/3665667
 10. Eichengreen B. What Explains Changing Spreads on Emerging-Market Debt: Fundamentals or Market Sentiment? [Electronic resource] / Barry Eichengreen, Ashoka Mody. – NBER Working Paper No. 6408. – 1998. – Mode of access: <https://www.nber.org/papers/w6408.pdf>. – Title from the screen.

References

1. The Law of Ukraine “On securities and stock market”. (2006). Verkhovna Rada official web portal. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15?lang=en>.
2. The resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine “On issues of domestic state bonds”. (2001). Verkhovna Rada official web portal. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/80-2001-%D0%BF>.
3. The National Bank of Ukraine. (2019a). Summarized information on executed purchase/sale deals on domestic bonds in the secondary market. Retrieved from https://beta.bank.gov.ua/files/vtor_rin.xlsx.
4. The National Bank of Ukraine. (2019b). Domestic bonds yield on primary market. Retrieved from <https://bank.gov.ua/doccatolog/document?id=63639>.
5. Ministry of Finance of Ukraine. Results of domestic bonds placement. Retrieved from <https://www.minfin.gov.ua/news/borg/rezultaty-auksioniv>.
6. International Monetary Fund. (2019). Ukraine. Request for Stand-By Arrangement and Cancellation of Arrangement Under The Extend Fund Facility: United States, 2019 (IMF Country Report No.19/3). Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/01/08/Ukraine-Request-for-Stand-By-Arrangement-and-Cancellation-of-Arrangement-Under-the-Extended-46499>.
7. World Bank. (2007). Developing the Domestic Government Debt Market: From Diagnostics to Reform Implementation: Washington, DC: World Bank. Retrieved from <http://pubdocs.worldbank.org/en/647311510086429050/PDM-Publication-DomesticDebtMarketDevelopment-DevelopingTheDomesticGovernmentDebtMarket.pdf>.
8. Reinhart, C., & Rogoff, K. (2010). Growth in a Time of Debt. doi: 10.3386/w15639
9. Altman, E. I. (1992). Revisiting the High-Yield Bond Market. *Financial Management*, 21 (2), 78. doi: 10.2307/3665667
10. Eichengreen, B., & Mody, A. (1998). What Explains Changing Spreads on Emerging-Market Debt: Fundamentals or Market Sentiment? doi: 10.3386/w6408

V. Pynzenyk

DOMESTIC SOVEREIGN BOND MARKET: DYNAMICS AND TRENDS

This article studies the domestic bond market of Ukraine in 2016–2018. Domestic sovereign bonds make a major part of the public and publicly guaranteed debt of Ukraine and represent more than one third of the sovereign liabilities by the end of 2018. It makes it necessary to create a detailed and comprehensive study of this segment of economy. The purpose of this paper is to investigate the sovereign domestic bond market in Ukraine, including both primary and secondary market. Research methods such as induction, deduction, bottom-up approach, synthesis, systematization, and statistical analysis are applied. The state of secondary bond market in Ukraine is determined. A poor devolvement level of secondary bond market can be explained by several factors. First, it is a relatively low volume of deals on the market, in comparison to primary market. Second, non-reliable information on secondary bond market operations, as some of them have negative or extremely high yield, presumably as a result of fraud and corruption schemes. Also, bond auctions issued by the Ministry of Finance of Ukraine on primary market have been analyzed. The data on primary bond market were structured by type of bonds, duration, and currency of loan. The weighted average of yield and term to maturity were calculated, according to the corresponding classification. Some assumptions about the causes of dynamics and trends in the primary bond market are made. As a result of the statistical analysis, conclusions about the reasons for the yield increase on domestic bonds in 2018 are made. Further research can be focused on expanding of the data analysis periods, including both preliminary and subsequent periods, to obtain extra confirmation of the assumptions that were made and to discover new patterns. Results of this paper can be applied for the development and improvement of fiscal policy to ensure the debt state security.

Keywords: sovereign debt, debt, default risk, default, debt security, domestic bond market, internal debt, bonds, domestic bonds.

Матеріал надійшов 25.04.2019