

УДК 336.273:51-7+338.27

DOI: <https://doi.org/10.32782/2224-6282/181-11>**Хома І.Б.**доктор економічних наук., професор,  
Національний університет «Львівська політехніка»  
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-3737-1601>**Антощук І.А.**здобувач другого рівня вищої освіти,  
Національний університет «Львівська політехніка»  
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2103-2162>**Khoma Iryna, Antoshchuk Illia**  
Lviv Polytechnic National University

## ОВДП ЯК ІНСТРУМЕНТ ВПЛИВУ НА МОНЕТАРНЕ ТА ФІСКАЛЬНЕ РЕГУЛЮВАННЯ В УКРАЇНІ

Статтю присвячено дослідженню впливу облігацій внутрішньої державної позики на механізми монетарного та фіскального державного регулювання в Україні. Досліджено сучасний стан ринку ОВДП в Україні та визначено основні чинники, що впливають на формування попиту на ці цінні папери. Також проаналізовано динаміку середньозваженої дохідності гривневих ОВДП за останні п'ять років та виявлено головні чинники, що впливали на її динаміку. За допомогою коефіцієнта кореляції Пірсона було розраховано його значення і визначено взаємозв'язок між дохідністю гривневих ОВДП та розміром облікової ставки НБУ. Наступним кроком було визначено роль дохідності ОВДП у механізмі монетарного регулювання, і на основі цього був змодельований цикл, який починається зі зміни облікової ставки і закінчується при зміні темпу інфляції під впливом проміжних факторів. Було проведено прогнозування дохідності гривневих ОВДП за допомогою однофакторного рівняння регресії, беручи за основу прогнозовані Національним банком дані облікової ставки. Останнім елементом дослідження стало визначення взаємозв'язку між динамікою дохідності ОВДП та курсу гривні/долара США. На основі проведеного аналізу розраховано значення коефіцієнта кореляції Пірсона між цими показниками для різних значень часових лагів, і визначено, що найбільшого свого значення коефіцієнт досягає при часовому лазі в 10 місяців.

**Ключові слова:** облігації внутрішньої державної позики, облікова ставка НБУ, валютний курс, інфляція, монетарне регулювання, дохідність ОВДП, фіскальні інструменти.

## DGLB AS AN INSTRUMENT OF INFLUENCE ON MONETARY AND FISCAL REGULATION IN UKRAINE

The article is devoted to the study of the impact of domestic government loan bonds on the mechanisms of monetary and fiscal state regulation in Ukraine. The relevance of this study was to investigate how government bonds affect the instruments of fiscal and monetary policy, as well as to find out how promising the development of the government bond market in Ukraine is, especially in the current conditions of crisis and instability. The object of the study is the processes of influence of domestic government loan bonds on the mechanism of monetary regulation in Ukraine. The subject of the study is the theoretical and methodological provisions for determining the impact of domestic government loan bonds on monetary and fiscal policy in Ukraine. The current state of the DGLB market in Ukraine was investigated and the main factors affecting the formation of demand for these securities were determined. The dynamics of the weighted average yield of hryvnia government bonds over the past five years were also analyzed and the main factors affecting its dynamics were identified. Using Pearson correlation coefficient, the value was calculated and the correlation between the yield of government bonds and the value of the discount rate of the National Bank of Ukraine was determined, the value of the coefficient indicates the existence of a strong direct correlation between these indicators. The next step was to determine the role of the yield of DGLB in the mechanism of monetary regulation, and based on this a cycle was modelled which begins with a change in the discount rate, passes through a change in the demand for DGLB, and ends when the rate of inflation changes under the influence of previous factors. Thus, it was proven that with an unchanged supply of foreign currency, due to the increase in demand for hryvnia government bonds from non-residents, the rate of inflation slows down. Also, forecasting of the yield of government bonds was carried out using a one-factor regression equation, taking as a basis the data of the discount rate forecasted by the National Bank. The last element of the study was the determination of the correlation between the dynamics of DGLB yields and the hryvnia to US dollar exchange rate. Based on the analysis, the value of the Pearson correlation coefficient between these indicators was calculated for different values of time lags, and it was determined that the coefficient reaches its highest value with a time lag of 10 months.

**Keywords:** domestic government loan bonds, NBU discount rate, exchange rate, inflation, monetary regulation, yield of DGLB, fiscal instruments.

**JEL classification:** E31, E58, E69, H60

**Постановка проблеми.** Облігації внутрішньої державної позики (ОВДП) є державними цінними паперами, що емітуються Міністерством фінансів України та розміщуються на внутрішньому фондовому ринку України. Ці фінансові інструменти належать інвестору

і підтверджують його право на отримання коштів, а саме номінальної вартості облігацій та нарахованих за ними відсотків у встановлений термін. ОВДП є основним фінансовим інструментом на фондовому ринку України і складає його лівову частку. Їхню роль і

вплив на різноманітні економічні та фінансові процеси в державі складно переоцінити, адже вони напряму впливають та залежать від основних монетарних та фіскальних інструментів, що діють в Україні. Спробуємо виявити вплив облігацій внутрішньої державної позики на монетарну та фіскальну політику України, використовуючи значення дохідності гривневих ОВДП, а також такі фінансові категорії, як облікова ставка та валютний курс.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питання впливу облігацій внутрішньої державної позики на економічний розвиток нашої держави порушувалося багатьма науковцями та спричиняло низку дискусій на цю тему. Зокрема Діденко Л.В. та Чорна І.О. [1] розкривають роль ОВДП як надійного фінансового інструмента інвестування в економіку України. Оскільки державні облігації складають левову частку усього фондового ринку України, дослідження рівня їх поширення та розвитку також є одним із пріоритетних завдань фахівців, таким чином Прилуцький А.М. [2], Окунева О.В. та Погребна А.С. [3] дослідили, які перспективи має ринок ОВДП в Україні, а Антонюк Н.А. [4] та Ватаманюк-Зелінська У. [5] проаналізували динаміку ринку ОВДП та їх функціонування на вітчизняному ринку фінансових послуг. ОВДП є одним із основних внутрішніх інструментів, за допомогою яких держава залучає додаткові фінансові ресурси до бюджету для покриття його видатків, тому Кудряшов В.П. [6], Житар М.О., Белін В.С. та Олішук О.Г. [7] дослідили роль ОВДП у формуванні та управлінні державними запозиченнями. Аналізу та порівняльній характеристиці можливостей інвестування в ОВДП та у банківські депозити присвятили свою наукову працю Матвійчук Н., Теслюк С. та Боричевська І. [8]. Філімонова О.Б. та Тараненко Я.О. [9] провели аналіз змін у монетарній політиці держави внаслідок зміни дохідності ОВДП, а Пластун О.Л., Артеменко А.С та Бочкарьова Т.О. [10] дослідили роль такого інструмента фіскальної політики держави, як валютний курс, у забезпеченні функціонування ринку ОВДП в Україні. Незважаючи на те, що тематика розвитку ринку ОВДП в Україні, а також їх вплив на різні сектори економіки, вже достатньою мірою досліджена, однак поява нових зовнішніх факторів, одним із яких є криза, що спричинена повномасштабними військовими діями на території України, внесли свої корективи та зумовили появу нових напрямків досліджень ролі ОВДП у здійсненні державою фіскальних та монетарних функцій, особливо у період воєнного стану.

**Метою статті** є: виявлення взаємозв'язку між динамікою дохідності гривневих ОВДП та розміром облікової ставки НБУ; визначення взаємозв'язку між динамікою валютного курсу та дохідності гривневих ОВДП й обґрунтування впливу дохідності гривневих ОВДП на механізм монетарного регулювання НБУ.

**Виклад основного матеріалу.** Питання забезпечення фінансової стабільності та фінансування державного боргу останніми роками все частіше порушується науковцями та спричиняє дискусії на цю тему. Роль різних чинників, що впливають на стійкість економіки та фінансового сектору оцінюється по-різному. Одним із важливих інструментів як фіскальної, так і монетарної політики є облігації внутрішньої державної позики. Проблема забезпечення фінансової стій-

кості та стабільності у нашій державі особливо загострилася із початком повномасштабних військових дій на території України в кінці лютого 2022 року. Велика територія нашої держави опинилася під тимчасовою окупацією, що спричинило зупинку роботи багатьох, або ж фактично усіх секторів економіки у цих регіонах. Ще одним негативним чинником впливу на економічний спад стала масова міграція населення за кордон, а також відтік іноземного капіталу через високі ризики, які були наявні на початку повномасштабного вторгнення країни-агресора. Таким чином, всі ці фактори зумовили зокрема зменшення дохідної частини бюджету України.

Однією із функцій облігацій внутрішньої державної позики є покриття бюджетного дефіциту шляхом залучення коштів від інвесторів.

Після запровадження воєнного стану Міністерство фінансів України почало емітувати військові облігації, що є різновидом ОВДП. Головною метою випуску цього виду облігацій стало поповнення дохідної частини державного бюджету, у першу чергу, задля фінансування витрат на оборону.

Попит на державні цінні папери з боку інвесторів залежить не лише від фінансової стабільності в країні, а також більшою мірою від їхньої дохідності, адже при оптимальному співвідношенні дохідності і ризику інвестори будуть збільшувати вкладення у той чи інший фінансовий інструмент.

Проаналізуємо динаміку середньозваженої дохідності гривневих ОВДП упродовж 2018–2022 років, результати наведемо у табл. 1.

За результатами аналізу даних, наведених у табл. 1, можемо зробити висновок, що динаміка середньозваженої дохідності гривневих ОВДП не була постійною, та активно змінювалася упродовж досліджуваного періоду. Як бачимо, своїх найбільших значень цей показник досягав у кінці 2018 – на початку 2019 років, а також починаючи із середини 2022 року. Натомість найнижчі значення спостерігались всередині 2020 року.

На динаміку дохідності облігацій внутрішньої державної позики має вплив низка факторів, зокрема розмір облікової ставки Національного банку України, яка встановлюється рішеннями НБУ та величина якої переглядається та змінюється упродовж кожного року кілька разів, залежно від загальної економічної та фінансової ситуації у країні. За допомогою свого найважливішого інструменту Національний банк регулює пропозицію грошей на ринку, а також, в межах політики інфляційного таргетування, намагається не допускати виходу річного рівня інфляції за її допустимі межі 5% ( $\pm 1\%$ ). Тому, якщо інфляція перебуває вище свого цільового рівня, тоді НБУ змушений її стримувати і проводити політику «дорогих грошей» шляхом підняття рівня облікової ставки і навпаки. Дослідимо, якою ж мірою динаміка облікової ставки, як основного інструмента Національного банку, впливала на зміну динаміки дохідності гривневих ОВДП. Для цього розрахуємо коефіцієнт кореляції Пірсона між цими двома показниками за формулою 1. За основу візьмемо щомісячні значення показників від 2018 до вересня 2022 років. Тож, кількість місяців, взятих для проведення розрахунків, становить 57.

Таблиця 1

Динаміка щомісячної середньозваженої дохідності гривневих ОВДП упродовж 2018–2022 років, %

Період	2018	2019	2020	2021	2022
січень	16,11	18,96	9,97	11,29	12,06
лютий	16,34	19,20	9,79	11,52	11,62
березень	17,12	18,76	9,90	10,90	10,96
квітень	16,87	18,60	11,24	11,11	10,92
травень	16,94	17,94	11,15	11,22	10,75
червень	17,29	17,00	10,04	11,55	22,57
липень	17,48	16,67	8,10	11,66	23,06
серпень	17,99	16,04	8,67	11,32	22,84
вересень	18,48	15,12	8,99	12	24,69
жовтень	18,95	15,09	8,98	12,09	-
листопад	18,90	13,17	9,60	11,15	-
грудень	20,00	11,62	11,03	11,34	-
<b>Всього за рік</b>	<b>17,79</b>	<b>16,93</b>	<b>10,20</b>	<b>11,34</b>	17,09

Джерело: складено авторами за даними [11]

$$K_{кор.} = \frac{\sum_{i=1}^{57} (x_i - 13,06)(y_i - 14,29)}{\sqrt{\sum_{i=1}^{57} (x_i - 13,06)^2 \sum_{i=1}^{57} (y_i - 14,29)^2}} = 0,95, \quad (1)$$

де  $K_{кор}$  – коефіцієнт кореляції;

$x_i, y_i$  – значення параметрів (облікової ставки та дохідності ОВДП).

Таким чином, коефіцієнт кореляції Пірсона, розрахований на основі показників за останніх 57 місяців, становить 0,95. Таке високе значення свідчить про наявність дуже сильного прямого взаємозв'язку між динамікою облікової ставки НБУ та дохідності гривневих ОВДП. Для кращої візуалізації та порівняння динаміки цих показників побудуємо графік, результати якого зобразимо на рис. 1.

На основі аналізу даних, наведених на рис. 1, можемо зробити висновок, що динаміка обох показників дійсно рухалася в однаковому напрямку упродовж досліджуваного періоду. Загалом динаміку цих показників можна умовно поділити на три основні періоди. Перший – від початку 2018 року до середини 2020 року, коли після

високих значень облікової ставки та дохідності ОВДП, їхня динаміка почала поступово знижуватися, що було зумовлено зниженням облікової ставки Національним банком України на тлі стабілізації рівня інфляції у цей період. Наступним етапом можна виділити період від середини 2020 року до першої половини 2022 року, коли значення обох показників суттєво не змінювалися лише з незначними коливаннями та загальним зростаючим трендом. І третій період від середини 2022 року, коли рішенням Національного банку від 03.06.2022 року облікова ставка була збільшена від 10 до 25%. Метою такого стрімкого підвищення основної процентної ставки стали такі фактори: прагнення захистити гривневі доходи та заощадження вкладників, підвищення конкурентоспроможності активів, що перебувають у національній валюті, а також стримування високого рівня інфляції, що був наявний станом на середину поточного року. Таким чином, як бачимо із результатів аналізу даних, наведених на рис. 1, разом зі збільшенням облікової ставки, зросла і величина середньозваженої дохідності гривневих ОВДП.

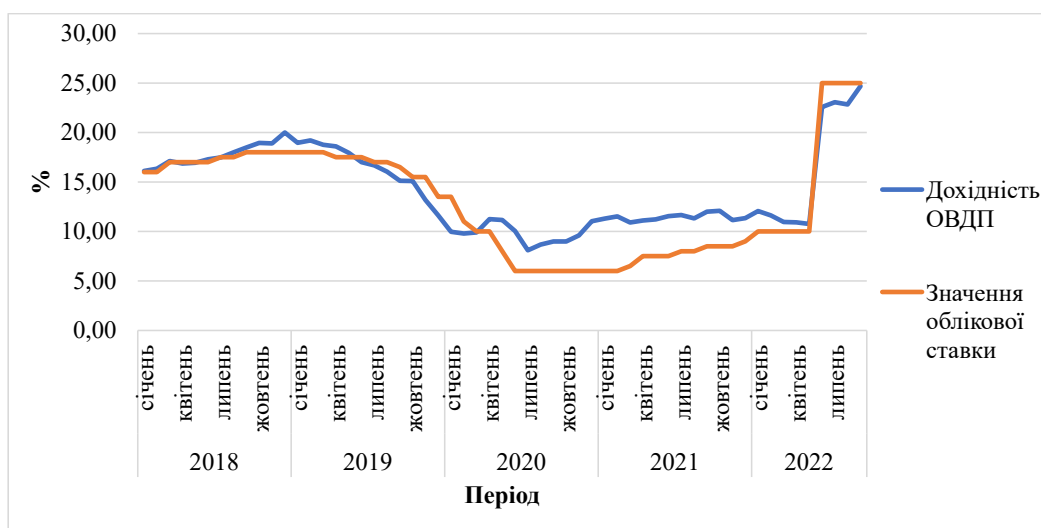


Рис. 1. Динаміка дохідності гривневих ОВДП та розміру облікової ставки НБУ від січня 2018 до вересня 2022 років

Джерело: складено авторами за даними [11]

Варто розуміти, що облігації внутрішньої державної позики є не лише інструментом рефінансування державного боргу та покриття видатків бюджету, але й також одним із монетарних важелів впливу на економічну та фінансову ситуацію у державі.

Спробуємо дослідити, яким чином працює механізм дії ОВДП та як він впливає на механізм монетарного регулювання у нашій державі. Для цього побудуємо схему, яку зобразимо на рис. 2.

Проаналізувавши дані з рис. 2 можемо зробити такі висновки. Як бачимо, механізм дії ОВДП проявляється у їхньому впливі на те, що зі збільшенням розміру облікової ставки зростає і дохідність ОВДП, що спричиняє збільшення попиту на них з боку резидентів та особливо нерезидентів. За результатами зростання інвестицій у ОВДП з боку нерезидентів збільшується пропозиція іноземної валюти в Україні. За таких умов, при стабільній пропозиції національної валюти, гривня зміцнює свої позиції на ринку і валютний курс укріплюється. Це у свою чергу впливає на темп інфляції, який сповільнюється за таких умов. Як уже зазначалось вище, при умові, коли величина індексу інфляції перебуває у цільовому діапазоні або ж не перевищує його, Національний банк України зменшує облікову ставку, тобто проводить політику «дешевих грошей». Таким чином, зниження рівня облікової ставки зумовлює зменшення дохідності державних облігацій, оскільки, як уже було доведено раніше, динаміка цих двох показників взаємопов'язана і має сильний прямий зв'язок. Таким чином, цей механізм йде по колу, і повторюється при проходженні двох циклів і поверненню до початкової точки – встановлення рівня облікової ставки Національним банком.

Для прийняття ефективних управлінських рішень необхідно розуміти, які виклики несуть майбутні події та чи інші зовнішні чинники. Прогнозування фінан-

сових показників дає змогу зрозуміти напрямок руху та допомагає визначити стратегічні альтернативи задля розроблення ефективного плану дій на найближчий період. Тому, на основі прогнозованих значень облікової ставки, наданих Національним банком, розрахуємо прогнозовані значення розміру дохідності гривневих ОВДП на найближчі 9 кварталів використовуючи однофакторне рівняння регресії (див. формула 2).

$$Y_i = x_i \times 0.7 + 5.15, \quad (2)$$

де  $Y_i$  – прогнозовані значення дохідності гривневих ОВДП;

$x_i$  – прогнозовані значення облікової ставки (згідно з даними НБУ).

За результатами побудови моделі однофакторної регресії, використаної для здійснення прогнозування, вдалося отримати наступні значення її параметрів. Коефіцієнт множинної кореляції  $R$  становить 0,95. Цей коефіцієнт показує щільність лінійного зв'язку між факторною за залежною змінною. Величина коефіцієнта детермінації  $R^2$  становить 0,90. Така величина даного показника свідчить про те, що у 90% випадків зміна облікової ставки буде призводити до зміни величини дохідності ОВДП, натомість у 10% випадків на зміну динаміки результуючого показника будуть впливати інші фактори. Таким чином, беручи за основу прогнозовані дані облікової ставки НБУ на наступні 9 кварталів та використовуючи рівняння однофакторної регресії, наведене у формулі 2, були отримані наступні прогнозні значення дохідності гривневих ОВДП у відсотках. Результати прогнозування наведемо у табл. 2 та на рис. 3.

За результатами аналізу даних, наведених на рис. 3 та у табл. 2, можемо зробити такі висновки. Насамперед зауважимо, що динаміка облікової ставки, яку спрогнозував Національний банк України, є незмінною протягом наступних шести кварталів. Такі значення цього

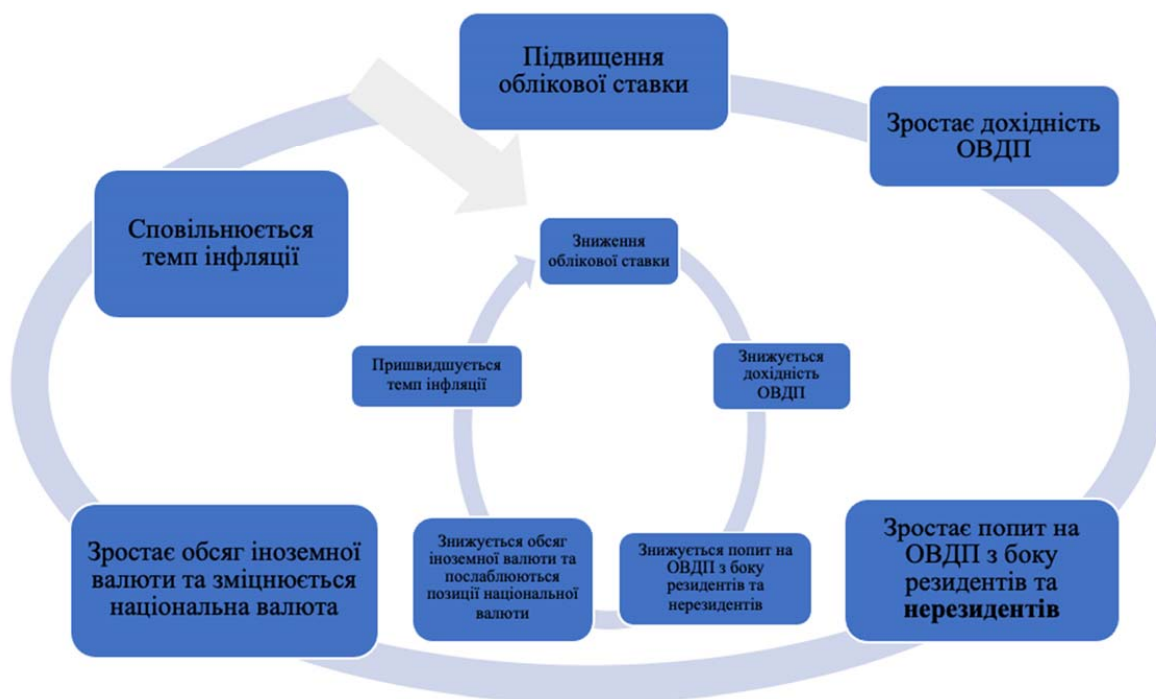


Рис. 2. Вплив дохідності гривневих ОВДП на механізм монетарного регулювання в Україні

Джерело: складено авторами

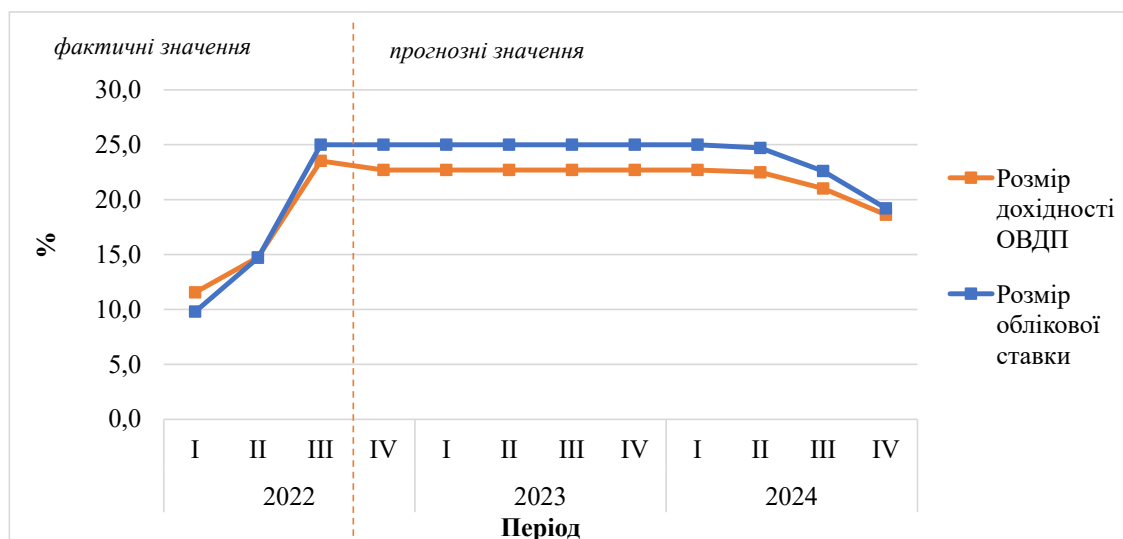


Рис. 3. Динаміка поквартальних прогнозованих значень облікової ставки та дохідності гривневих ОВДП упродовж 2022–2024 років

Джерело: складено авторами за даними [11]

показника свідчать про те, що Національний банк планує продовжувати політику «дорогих грошей» задля стримування темпу інфляції та елімінування негативного впливу економічної та фінансової кризи протягом наступних років. Таким чином, бачимо, що НБУ планує почати поступово знижувати розмір процентної ставки починаючи з другого кварталу 2024 року. Щодо динаміки прогнозованих значень дохідності гривневих ОВДП, то вона рухатиметься в тому ж напрямку, базуючись на результатах прогнозування.

Збільшення обсягу випуску та продажу ОВДП має прямий вплив на банківську діяльність в Україні, оскільки банки виступають інвесторами та посередниками у купівлі державних цінних паперів. Протягом останніх років банківські установи нарощували свої портфелі зокрема і за рахунок інвестування коштів в ОВДП, що позитивно вплинуло на динаміку активів банківських установ. Станом на 25.10.2022 року питома вага облігацій внутрішньої державної позики, що перебувають у портфелях банків, складає 38,57%, а вага Національного банку дорівнює 49,16% [12]. Зараз Національний банк виступає головним депозитарієм для цих цінних паперів, тобто він фактично проводить їхній централізований облік. Щодо залученості банків в операції з ОВДП також варто додати, що ті фінансові установи, які мають відповідну ліцензію для купівлі цінних паперів на первинному чи вторинному ринку, а також мають право здійснювати брокерську і дилерську діяльність, є основними посередниками для фізичних осіб для забезпечення купівлі та продажу ОВДП. Станом на сьогодні в умовах, коли в банківській сфері виникла необхідність поглинути надлишкову гривневу ліквідність банківських установ, а також покращити механізми монетарної трансмісії, одним із потенційних шляхів виходу із цієї ситуації зі сторони Національного банку міг би стати частковий продаж облігацій внутрішньої державної позики із свого портфеля. Такі дії могли би допомогти в подальшому зростанню дохідності ОВДП, а також це дало би змогу фізичним та юридичним особам збільшити суми інвес-

тування в державні облігації, що поживить вторинний ринок ОВДП. Таким чином, можна стверджувати, що операції з ОВДП мають прямий вплив на функціонування банківської системи України та на управління її потенційними ризиками, такими як, наприклад, ризик ліквідності та валютний ризик.

Щоб дослідити вплив саме на валютний ризик, наступним кроком аналізу визначимо, яким чином взаємопов'язані такі показники, як валютний курс гривні до долара США та дохідність гривневих ОВДП. Для аналізу динаміки валютного курсу побудуємо табл. 3.

Проаналізувавши дані з табл. 3, можемо зробити наступні висновки. Як бачимо, з початку 2018 року курс національної валюти мав дещо спадну тенденцію, яка продовжилася у 2019 році, і досягла свого мінімуму за аналізований період у грудні 2019 року. Зміцнення позицій курсу національної валюти у цей період можна пояснити насамперед через зниження цін на енергоносії, стабілізації зовнішньоторговельного балансу, а також одним із факторів стало збільшення кількості інвесторів в ОВДП. Важливе місце тут слід виокремити саме чиннику збільшення інвестування в облігації внутрішньої державної позики, особливо з боку іноземних інвесторів. Завдяки надходженню коштів в іноземній валюті вдалося акумулювати значну їх суму для покриття боргів, а також для нарощення суми золотовалютних резервів. На початку 2020 року курс знову почав збільшуватися, одним із факторів цього стала криза, викликана пандемією коронавірусу. Таким чином, протягом 2020–2021 років курс національної валюти коливався в межах від 26 до 28 гривень за 1 долар США. Із початком повномасштабного вторгнення Національний банк України зафіксував значення офіційного валютного курсу на рівні 29,25 грн./дол. США, і згодом підвищив його до рівня 36,57 грн./дол. США.

Таким чином, спробуємо дослідити взаємозв'язок між ставкою дохідності ОВДП та величиною валютного курсу. Насамперед визначимо фактори, які впли-

Таблиця 3

## Динаміка щомісячних значень офіційного валютного курсу гривні до долара США упродовж 2018–2022 років

Період	2018	2019	2020	2021	2022
січень	28,43	27,88	24,12	28,22	27,98
лютий	27,17	27,16	24,60	27,88	28,41
березень	26,34	26,86	26,41	27,80	29,25
квітень	26,15	26,81	27,22	27,93	29,25
травень	26,18	26,38	26,81	27,60	29,25
червень	26,20	26,50	26,71	27,24	29,25
липень	26,40	25,75	27,31	27,21	31,85
серпень	27,48	25,25	27,52	26,78	36,57
вересень	28,19	24,77	27,98	26,73	36,57
жовтень	28,13	24,81	28,32	26,37	-
листопад	27,93	24,37	28,31	26,45	-
грудень	27,79	23,61	28,17	27,21	-

Джерело: складено авторами за даними [13]

вали на підвищення попиту на ОВДП, особливо з боку нерезидентів. До них віднесли: низький рівень ризику для інвесторів, враховуючи той факт, що державні цінні папери мають один із найнижчих показників ризику через те, що емітентом виступає держава, також інвестор може втратити свої кошти лише в тому випадку, якщо країна оголосить про свою неплатоспроможність, тобто дефолт. Наступним фактором можна виділити високі значення дохідності ОВДП, якщо порівнювати їх наприклад із депозитними ставками, або відсотковими ставками за іншими видами фінансових інструментів, що робить ОВДП більш фінансово вигідними для інвесторів. Третій фактор, що обумовлює на високий попит на ОВДП – це відсутність оподаткування прибутку, отриманого у вигляді відсотків, податком на доходи фізичних осіб.

Тут варто також порівняти механізм оподаткування з прибутком, отриманим із депозитного вкладу в банку, який обкладається ПДФО та військовим збором. Іншим, не менш важливим чинником, стало приєднання України до міжнародного депозитарію цінних паперів Clearstream [14], що значною мірою спростило доступ нерезидентів до українського ринку цінних паперів. Таким чином, під впливом визначених вище факторів зростатиме попит на облігації внутрішньої державної позики, зокрема і для нерезидентів. Як результат, при підвищенні попиту збільшуватиметься приплив іноземної валюти в країну від нерезидентів, що у свою чергу позитивно впливатиме на зміцнення позиції гривні, однак при стабільній пропозиції національної валюти. Такий механізм доводить наявність взаємозв'язку між підвищенням дохідності ОВДП та зміцненням валютного курсу гривні. Однак варто розуміти, що цей механізм не має миттєвого результату, оскільки дія ефекту збільшення пропозиції іноземної валюти потребує певного проміжку часу, для того, щоб валютний ринок відреагував на ці зміни.

Дослідимо значення коефіцієнта кореляції Пірсона між дохідністю гривневих ОВДП на значеннями

валютного курсу, із врахуванням різних варіантів часових лагів. Результати розрахунків наведемо у табл. 4.

Розраховані значення коефіцієнта кореляції Пірсона між динамікою валютного курсу гривні до долара США та дохідністю ОВДП варіюються в залежності від зміни часового лагу. Звичайно варто розуміти, що вплив зміни дохідності ОВДП впливатиме на зміну валютного курсу не відразу, а також варто враховувати й те, що на зміну валютного курсу впливатиме ще ряд інших чинників. Тому, значення коефіцієнта кореляції із різними величинами часового лагу, наведені у табл. 4, свідчать про те, що найбільш сильний обернений зв'язок між цими показниками прослідковується лише через 10 місяців. Таким чином, на основі поданих розрахунків, можемо зробити висновок, що після підвищення рівня дохідності гривневих ОВДП наближено через 10 місяців зміцниться валютний курс гривні до долара у 50% випадків. Від'ємні значення коефіцієнта кореляції свідчать про обернений взаємозв'язок між аналізованими показниками, тобто при зростанні дохідності ОВДП співвідношення гривні до долара США зменшується.

Однак варто врахувати, що на зміну валютного курсу впливає ще низка факторів, зокрема пропозиція національної валюти у державі, рівень політичної та економічної стабільності, рівень золотовалютних резервів країни та інші.

**Висновки.** За результатами аналізу можна стверджувати: що як на динаміку дохідності ОВДП впливають певні фактори, так само і дохідність державних облігацій впливає на низку інших економічних показників. Таким чином, на нашу думку, доцільним напрямком стратегічного та поточного планування фінансовими інституціями є узгодження своєї політики, а саме:

- Національний банк повинен враховувати й фактор зміни рівня дохідності ОВДП при встановленні того чи іншого розміру облікової ставки;
- Міністерство фінансів також повинно визначати та встановлювати оптимальний розмір дохідності

Таблиця 4

## Динаміка значень коефіцієнта кореляції Пірсона між дохідністю ОВДП та валютним курсом гривні до долара США із врахування часових лагів

Період часового лагу:	0 міс.	3 міс.	6 міс.	8 міс.	10 міс.	12 міс.
Значення коефіцієнта кореляції Пірсона:	0,4	-0,12	-0,42	-0,46	-0,5	-0,47

Джерело: складено авторами за даними [11; 13]

державних облигацій, адже від цього, як було доведено, значною мірою залежить динаміка валютного курсу.

Також, за результатами аналізу визначено основні чинники, які повинні бути враховані при формуванні оптимального рівня дохідності ОВДП: необхідність залучення державою додаткових фінансових ресурсів для фінансування бюджетного дефіциту; розмір облікової ставки НБУ; розрахунок майбутніх оптимальних витрат на виплату державою відсотків по ОВДП; швидке реагування та регулювання ринку внаслідок зміни попиту на державні облигації. Спираючись на попередню динаміку річного показника індексу інфляції, а також тенденцію росту розміру облікової ставки протягом цього року, можемо стверджувати, що дохідність державних облигацій й надалі триматиметься на високому рівні, та упродовж наступних 9 кварталів матиме високі значення та почнуть дещо знижуватися починаючи із другої половини 2024 року. Таким

чином, якщо враховувати вплив дохідності ОВДП на механізм монетарного регулювання, за таких умов з початком нового циклу темпу інфляції, а отже розмір облікової ставки також знизяться. Однак, роблячи прогноз певних фінансових показників, не варто забувати про кризове становище в державі, викликане веденням повномасштабних військових дій на території України, а також спадом економіки, яке прогнозується в розмірі – 35–40% до кінця поточного року, адже все це напряму впливає на згадані вище фактори. Таким чином подальше дослідження цієї тематики є надзвичайно важливим питанням сьогодення задля визначення оптимального розміру як дохідності ОВДП, так і динаміки інших макроекономічних показників, які також впливають і на їхню дохідність, адже станом на сьогодні державні цінні папери складають лівову частку фондового ринку України, і саме вони мають стати міцним фундаментом для його подальшого формування та розвитку.

### Список використаних джерел:

1. Діденко Л.В., Чорна І.О. ОВДП як надійний фінансовий інструмент інвестування в економіку України. *Економічні Науки. Облік і Фінанси*. 2019. № 1(15 (57)). С. 61–68.
2. Прилуцький А.М. Перспективи ринку ОВДП в Україні. *Економіка, облік, фінанси та право в умовах глобалізації: тенденції та перспективи* : зб. тез доп. Міжнар. наук.-практ. конф 12 верес. 2019 р. Полтава: ЦФЕНД, 2019. С. 38–39.
3. Окунева О.В., Погребна А.С. Державні цінні папери на фондовому ринку України. *Молодий вчений*. 2018 № 10 (1). С. 364–367.
4. Антонюк Н.А. Аналіз динаміки ринку ОВДП в Україні. *Економічні проблеми сталого розвитку* : матеріали Міжнародної науково-практичної конференції студентів та молодих вчених імені професора Балацького О.Ф. Україна, Суми, 28–29 квітня 2020 р. Суми. 2020. С. 19–20.
5. Ватаманюк-Зелінська У. Функціонування в Україні ринку державних облигацій внутрішньої позики. *Економіка та суспільство*. 2021. № 30. С. 85–92.
6. Кудряшов В.П. Використання ОВДП в управлінні державними запозиченнями. *Фінанси України*. 2018. № 5. С. 22–40.
7. Житар М.О., Белін В.С., Олішчук О.Г. Активізація ринку облигацій внутрішньої державної позики як інструменти впливу на економіку України. *Економіка та держава*. 2020. № 12. С. 67–71.
8. Матвійчук Н., Теслюк С., Боричевська І. Банківські депозити та ОВДП як альтернативні об'єкти вкладення коштів. *Економіка та Суспільство*. 2021. № 25. С. 306–314.
9. Філімонова О.Б., Тараненко Я.О. Монетарні наслідки коливання дохідності ОВДП. *Ефективна економіка*. 2021. № 2. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=8677> (дата звернення: 29.10.2022).
10. Пластун О.Л., Артеменко А.С., Бочкарьова Т.О. Фактор валютного курсу в механізмі функціонування ринку ОВДП в Україні. *Вчені записки ТНУ ім. В.І. Вернадського. Серія Економіка і управління*. 2020. Том 31 (70). № 3. С. 87–94.
11. Офіційний сайт Національного банку України. Дані статистики фінансового сектору : веб-сайт. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial> (дата звернення: 29.10.2022).
12. Офіційний сайт Clearstream. «Clearstream to link Ukraine to its network on 27 May 2019» : веб-сайт. URL: <https://www.clearstream.com/clearstream-en/newsroom/190522-1551240> (дата звернення: 29.10.2022).
13. Офіційний сайт Національного банку України. ОВДП, які знаходяться в обігу за номінально-амортизаційною вартістю : веб-сайт. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/t-bills> (дата звернення: 29.10.2022).
14. Офіційний сайт Національного банку України. Фінансові ринки. Офіційний курс гривні щодо національних валют : веб-сайт. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerates?date=29.10.2022&period=monthly> (дата звернення: 29.10.2022).

### References:

1. Didenko L.V., Chorna I.O. (2019) OVDP yak nadiyni finansoviy instrument investuvannya v ekonomiku Ukrainy [DGLB as a reliable financial instrument for investing in the economy of Ukraine]. *Ekonomichni Nauky. Oblik i Finansy*. no. 1(15 (57)), pp. 61–68.
2. Prylutskyi, A.M. (2020) Perspektyvy rynku DGLB v Ukraini [Prospects of the DGLB market in Ukraine]. *Proceedings of the Ekonomika, oblik, finansy ta pravo v umovakh hlobalizatsii: tendentsii ta perspektyvy (Ukraine, Poltava, September 12, 2020)*, Poltava: TsFEND, pp. 38–39.
3. Okuneva, O.V., Pohrebna, A.S. (2018) Derzhavni tsinni papery na fondovomu rynku Ukrainy [State securities on the stock market of Ukraine]. *Molodyi vchenyi*, vol. 10, no. 1, pp. 364–367.
4. Antoniuk, N.A. (2020) Analiz dynamiky rynku OVDP v Ukraini [Analysis of the dynamics of the DGLB market in Ukraine]. *Proceedings of the Ekonomichni problemy staloho rozvytku: materialy Mizhnarodnoi naukovo-praktychnoi konferentsii studentiv ta molodykh vchenykh imeni profesora Balatskoho O.F. (Ukraine, Sumy, April 28–29, 2020)*, Sumy: SumDU, pp. 19–20.
5. Vatamaniuk-Zelinska, U. (2021) Funktsionuvannya v Ukraini rynku derzhavnykh oblihtsii vnutrishnoi pozyky [Functioning of the market of government bonds of domestic loans in Ukraine]. *Ekonomika ta suspilstvo*, no. 30, pp. 85–92.
6. Kudriashov, V.P. (2018) Vykorystannya OVDP v upravlinni derzhavnymy zapozychenniamy [The use of DGLB in the management of state borrowing]. *Finansy Ukrainy*. no. 5, pp. 22–40.
7. Zhytar, M.O., Bielina, V.S., Olishchuk, O.H. (2020) Aktyvizatsiia rynku oblihtsii vnutrishnoi derzhavnoi pozyky yak instrumenty vplyvu na ekonomiku Ukrainy [Activation of the domestic government loan bonds market as instruments of influence on the economy of Ukraine]. *Ekonomika ta derzhava*, no. 12, pp. 67–71.

8. Matviichuk, N., Tesliuk, S., Borychevska, I. (2021) Bankivski depozyty ta OVDP yak alternatyvni ob'iekty vkladennia koshtiv [Bank deposits and DGLB as alternative investment objects]. *Ekonomika ta Suspilstvo*. no. 25, pp. 306–314.
9. Filimonova O. B., Taranenko Ya. O. (2021) Monetarni naslidky kolyvannia dokhidnosti OVDP [Monetary consequences of fluctuating yields of DGLB]. *Efektivna ekonomika*, no. 2, Available at: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=8677> (accessed 29 October 2022).
10. Plastun O. L., Artemenko A. S., Bochkarova T. O. (2020) Faktor valiutnoho kursu v mekhanizmi funktsionuvannia rynku OVDP v Ukraini [The exchange rate factor in the functioning mechanism of the DGLB market in Ukraine]. *Vcheni zapysky TNU im. V. I. Vernadskoho. Seriya Ekonomika i upravlinnia*, vol. 31 (70), no. 3, pp. 87–94.
11. Ofitsiyni sait Natsionalnoho banku Ukrainy. Dani statystyky finansovoho sektoru [Official website of the National Bank of Ukraine. Statistics of the financial sector]. Available at: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial> (accessed 29 October 2022).
12. Ofitsiyni sait Natsionalnoho banku Ukrainy. OVDP, yaki znakhodiatsia v obihu za nominalno-amortyzatsiinoiu vartistiu [Official website of the National Bank of Ukraine. DGLB, which are in circulation at nominal and amortized cost]. Available at: <https://bank.gov.ua/ua/markets/t-bills> (accessed 29 October 2022).
13. Ofitsiyni sait Natsionalnoho banku Ukrainy. Finansovi rynky. Ofitsiyni kurs hryvni shchodo natsionalnykh valiut [Official website of the National Bank of Ukraine. Financial markets. The official exchange rate of the hryvnia in relation to national currencies]. Available at: <https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerates?date=29.10.2022&period=monthly> (accessed 29 October 2022).
14. Ofitsiyni sait Clearstream. «Clearstream to link Ukraine to its network on 27 May 2019» [Clearstream Official Site. "Clearstream to link Ukraine to its network on 27 May 2019"]. Available at: <https://www.clearstream.com/clearstream-en/newsroom/190522-1551240> (accessed 29 October 2022).