

# **ІНСТРУМЕНТАРІЙ ПУБЛІЧНОГО ДЕРЖАВНОГО БОРГУ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ В УКРАЇНІ: ЗДОБУТКИ, ПРОРАХУНКИ, ЗАВДАННЯ**

*С.Шишков*

Саме у кризові періоди стає зрозумілим, чи достатніми були зусилля регуляторів фінансових ринків щодо забезпечення стабільності фінансових інститутів у екстремальних умовах. В Україні найбільш значущим інструментом, від якого безпосередньо залежить функціонування фінансової системи, є внутрішні державні облигації – фактично єдиний дійсно інвестиційно привабливий фінансовий інструмент, який має активний ринок. Отже стан первинного та вторинного ринку внутрішніх державних облигацій України, їх ліквідність та об'єктивність ціноутворення істотно впливають на можливості держави щодо фінансування дефіциту бюджету, ефективність монетарної політики центрального банку, структуру активів та надійність фінансових інститутів, а також попит зовнішніх та внутрішніх інвесторів.

Достатньо швидка стабілізація ринку внутрішніх державних облигацій та відновлення довіри інвесторів, незважаючи на повномасштабну війну та значні економічні складнощі, є унікальним прикладом регулювання. Тим не менше, наслідки впровадження воєнного стану та перспективи активізації залучення інвестицій для післявоєнного відновлення економіки формують нові виклики для держави щодо підтримання інвестиційної привабливості та подальшого розвитку ринку інструментів публічного боргу, зокрема щодо стимулювання впровадження нових технологій та подовження інтеграції з міжнародними ринками капіталу.

Результати зваженої монетарної та валютної політики Національного банку України (НБУ) напередодні війни дали змогу запобігти неконтрольованій інфляції, згорнути антикризові монетарні заходи, запроваджені у відповідь на коронакризу, продовжити рух до валютної лібералізації, створити передумови для активізації економіки та досягти макрофінансової стабілізації. Серед іншого це сприяло інтенсивному розширенню попиту на внутрішні державні облигації з боку банків, небанківських фінансових установ, населення та бізнесу. Зовнішні інвестори виявилися дещо менш оптимістичними: після кількарізового зростання обсягу зовнішніх вкладень у внутрішні державні облигації у 2019 році (внаслідок встановлення кореспондентських відносин НБУ з міжнародним депозитарієм Clearstream) частка нерезидентів у структурі власників внутрішнього державного боргу України у 2020-2021 роках почала поступово скорочуватися. Разом з тим, ліквідність інструментів локального державного боргу продовжувала зростати, а доходність залишалася помірною, на відміну від екстремального падіння вартості євробондів України на початку 2022 р. на зовнішніх ринках.

Вже у перший день війни регулятором фондового ринку України (Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, НКЦПФР) було впроваджено тотальний мораторій на обіг будь-яких фінансових інструментів, включаючи державні облигації, та низку інших обмежень операцій для регульованих фінансових установ (інвестиційних фірм, депозитарних установ, інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів тощо). Єдиний виняток становили операції, необхідні для здійснення Національним банком України монетарної та грошово-кредитної політики та Міністерством фінансів України операцій з обслуговування державного боргу. Згодом було дозволено обіг окремих серій державних облигацій, випущених вже під час війни (військових облигацій). Тим не менше, регуляторні обмеження обігу переважної кількості держоблігацій на регульованих та позабіржовому ринках існували до початку серпня, тобто майже півроку. Безумовно, це не сприяло довірі з боку інвесторів.

Привабливість ринку публічного державного боргу зберігалася завдяки комплексу заходів НБУ зі стабілізації фінансового сектору, популяризації військових облигацій серед патріотично налаштованих індивідуальних інвесторів, технологічним заходам щодо спрощення доступу до придбання держоблігацій, а також фактичній безальтернативності цього напрямку інвестицій в умовах поновлення валютних обмежень та відсутності адекватних альтернатив.

Незважаючи на те, що через рік війни вже можна констатувати поступове відновлення обсягів торгів внутрішніми державними облигаціями на регульованому ринку та поза біржами, зростання кількості трансакцій, розширення кола інвесторів та старту розрахунків за держоблігаціями у валюті номіналу, все ще залишається актуальною низка проблем.

По-перше, питання щодо доцільності та наслідків впровадження піврічного мораторію на обіг цінних паперів.

По-друге, питання щодо ймовірності зняття інших обмежень (зокрема, щодо самостійного обрання інвесторами валюти розрахунків та розширення можливостей продажу держоблігацій, номінованих у валюті, для окремих категорій інвесторів).

По-третє, строки відновлення уніфікації цінових умов пропозиції для всіх категорій інвесторів.

По-четверте, перспективи відновлення темпів валютної лібералізації для прискорення інтеграції з фінансовими ринками ЄС.

Послідовність та інструментарій центрального банку щодо підтримки ліквідності банків з використанням державних облігацій дозволив стабілізувати ситуацію в банківській системі, попри впровадження воєнного стану, наслідки бойових дій та обмеження НКЦПФР щодо обігу цінних паперів.

Ціноутворення локальних держоблігацій України у кризових умовах є значно більш контрольованим і прогнозованим, ніж щодо єврооблігацій, обіг та основні власники яких сконцентровані переважно на зовнішніх ринках. При цьому завдяки щоденній публікації НБУ справедливої вартості для кожної випуску внутрішніх державних облігацій на ринку публічного боргу було збережено надійні цінові орієнтири, незважаючи на припинення торгів більшістю випусків держоблігацій на фондових біржах через тривалі регуляторні обмеження.

Мораторій на обіг переважної більшості державних цінних паперів призвів до тривалого припинення інвестиційної діяльності небанківських фінансових установ, істотного скорочення ліквідності регульованого ринку, складнощів диверсифікації портфелів фінансових інститутів, проблем для населення і бізнесу, які в умовах вимушеної міграції, втрати майна та доходів, на певний період були позбавлені можливості продати належні держоблігації, які не мали статусу військових, для покращення фінансового стану.

Державні органи під час війни здійснили низку заходів щодо популяризації інвестицій населення у військові облігації та згодом у інші випуски державних облігацій. Йдеться про ініціативи Міністерства фінансів (емітента), НБУ (агента з розміщення, депозитарія, регулятора банків, що активізували впровадження мобільних додатків для продажу держоблігацій населенню з інвестиційних портфелів), Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (регулятора інвестиційних фірм, які активно конкурують з банками щодо обслуговування операцій індивідуальних інвесторів). Спільні дії держави та інвестиційної спільноти щодо забезпечення максимально зручного та технологічного доступу масового інвестора до операцій з держоблігаціями, зокрема через Єдиний портал державних послуг (Дія), забезпечили кількарізове збільшення кола інвесторів на ринку держоблігацій, кількості угод та, відповідно підвищення об'єктивності ціноутворення.

**Висновки.** Попри локальні складнощі, Міністерство фінансів України (емітент) і Національний банк України (агент з розміщення, найбільший на сьогодні власник держоблігацій і регулятор інших значущих інвесторів) досягають компромісів і провадять послідовну політику, спрямовану на збалансування інтересів держави й інвесторів навіть у кризових умовах. Досвід побудови і розвитку публічного ринку державних запозичень свідчить, що диверсифікація валюти випуску та розрахунків, податкові пільги, підтримка ліквідності, діджиталізація, забезпечення зваженої доходності і тарифів інфраструктури об'єктивно сприяють формуванню ринку і стійкому попиту інвесторів. В умовах очікування масштабних інвестицій на відновлення інфраструктури під час і після війни набуває особливого значення оперативність тиражування позитивного досвіду обігу державних облігацій на ринок приватних цінних паперів з метою заохочення українських компаній до публічного залучення капіталу й розширення інвестиційних можливостей для населення.