

Юлія ВЕРГЕЛЮК

кандидат економічних наук, доцент, Державний податковий університет,
Ірпінь, Україна, strchk81@gmail.com
ORCID ID: 0000-0003-1773-6631

Михайло ГАНЦЯК

доктор філософії, Державний науково-дослідний інститут інформатизації та моделювання
економіки, Київ, Україна, m.hantsyak@ukr.net
ORCID ID: 0000-0002-6136-3193

РИНОК ІПОТЕЧНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ: СТРУКТУРНІ ОСОБЛИВОСТІ ТА ПЕРСПЕКТИВИ

Вступ. Сучасна економіка України перебуває під впливом геополітичної нестабільності, військових ризиків та дисбалансів фінансової системи, що підвищує потребу у нових механізмах залучення капіталу та стимулювання економічного відновлення. У цьому контексті особливо актуальним стає розвиток ринку іпотечних цінних паперів, який у світі є важливим інструментом трансформації іпотечних кредитів у ліквідні активи, стабілізації банківської системи та залучення інвестицій. В Україні цей ринок перебуває на початковому етапі розвитку, обмежуючи можливості фінансування житлової відбудови та довгострокових інвестицій. Формування ефективного ринку іпотечних цінних паперів може стати ключовим інструментом підтримки післявоєнного відновлення, підвищення стійкості банківського сектору та розвитку фондового ринку.

Мета – виявити структурні особливості та передумови формування ринку іпотечних цінних паперів в Україні, а також окреслити перспективи його розвитку з орієнтацією на світовий досвід.

Результати. Визначено сучасний стан і ключові передумови розвитку ринку іпотечних цінних паперів України. Проаналізовано його структуру, нормативно-правове забезпечення та взаємозв'язок із ринком іпотечного кредитування. Результати підтверджують, що основна активність зосереджена в межах державних програм, що обмежує приватну участь. Оцінено роль державних інституцій у рефінансуванні іпотечних активів. Досліджено зарубіжний досвід, зокрема данську модель “covered bonds”, запропоновану як ефективний орієнтир для України.

Висновки. Результати дослідження підтверджують, що розвиток ринку іпотечних цінних паперів в Україні має значний потенціал, однак його реалізація стримується низькою активністю у сфері іпотечного кредитування та залежністю від державних програм. На основі огляду зарубіжного досвіду формування ефективного ринку іпотечних цінних паперів обґрунтовано доцільність адаптації зарубіжної практики, що дало б

змогу розробити стимулюючі механізми та підвищити темпи формування ліквідного конкурентного та стійкого ринку іпотечних цінних паперів.

Ключові слова: іпотечні цінні папери, ринок іпотечних цінних паперів, іпотечне кредитування, іпотечні облигації, державні гарантії, рефінансування активів, сек'юритизація.

Табл.: 1, рис.: 3, бібл.: 15.

Yuliia VERHELIUK

Ph. D. (Economics), Assoc. Prof., State Tax University, Irpin, Ukraine, strchk81@gmail.com

ORCID ID: 0000-0003-1773-6631

Mykhailo HANTSIAK

Ph. D. (Philosophy), State Scientific Research Institute for Informatization and Economic Modeling, Kyiv, Ukraine, m.hantsyak@ukr.net

ORCID ID: 0000-0002-6136-3193

THE MORTGAGE-BACKED SECURITIES MARKET IN UKRAINE: STRUCTURAL CHARACTERISTICS AND PROSPECTS

Introduction. The mortgage-backed securities market worldwide has become an effective instrument for transforming mortgage loans into liquid assets, thereby stimulating the development of the banking system and attracting investment. In Ukraine, such a market has not yet been established due to a combination of objective and subjective factors outlined in this article. The mortgage-backed securities market gains particular significance in the post-war recovery period, as it can facilitate the refinancing of mortgage loans while strengthening their social function.

The purpose of the article is to identify the structural features and prerequisites for the formation of the mortgage-backed securities market in Ukraine, as well as to outline the prospects for its development based on international experience.

Results. The current state and key prerequisites for the development of Ukraine's mortgage-backed securities market have been identified. Its structure, regulatory framework, and interconnection with the mortgage lending market have been analyzed. The analysis confirmed a strong dependence of mortgage lending activity on state compensation programs, which hinders private refinancing initiatives. The mortgage lending market remains underdeveloped and insufficient to stimulate the refinancing of mortgage assets. Based on a review of global practices, potential incentive instruments suitable for implementation in the Ukrainian context have been identified.

Conclusions. The development of the mortgage-backed securities market in Ukraine has considerable potential; however, its realization is constrained by low activity in the mortgage lending sector and a strong dependence on government programs. To establish an efficient market, the adaptation of international best practices has been justified, as this would enable the development of incentive mechanisms and accelerate the formation of a liquid, competitive, and sustainable mortgage-backed securities market.

Keywords: mortgage-backed securities, mortgage securities market, mortgage lending, mortgage bonds, government guarantees, asset refinancing, securitization.

JEL Classification: G21, G23, G28, E44.

Постановка проблеми. Сучасна економіка України перебуває під впливом глибоких трансформацій, спричинених тривалою геополітичною нестабільністю, військовими ризиками та дисбалансами фінансової системи. В цих умовах зростає потреба у пошуку нових інструментів для забезпечення економічного відновлення, активізації інвестиційної діяльності та залучення внутрішніх і зовнішніх фінансових ресурсів. Одним із напрямів таких трансформацій є розвиток ринку цінних паперів, зокрема його складової – ринку іпотечних цінних паперів. На світовому фінансовому ринку іпотечні цінні папери посідають провідне місце серед довгострокових боргових інструментів, формуючи близько 40% загального обсягу відповідних активів. Вони забезпечують перетворення іпотечних кредитів на ліквідні фінансові інструменти, підвищують стабільність банківської системи та розширюють можливості інвестування. В Україні ринок іпотечних цінних паперів перебуває на початковому етапі становлення та має обмежений вплив на процеси залучення капіталу. Його низька ліквідність, обмежена участь інституційних інвесторів і високі ризики іпотечного кредитування свідчать про нерозвиненість цього сегмента ринку капіталів.

Особливої актуальності питання розвитку ринку іпотечних цінних паперів набуває у контексті післявоєнного відновлення України, зокрема реалізації програм житлової відбудови та забезпечення житлом внутрішньо переміщених осіб. Фінансування таких проєктів потребує диверсифікації джерел капіталу та зниження ризиків банківських установ. У цьому контексті випуск іпотечних цінних паперів може стати ефективним механізмом акумулювання інвестиційних ресурсів, стимулювання розвитку фондового ринку та формування передумов для сталого економічного зростання.

Отже, актуальність теми дослідження обумовлена необхідністю формування ефективного ринку іпотечних цінних паперів, здатного забезпечити мобілізацію внутрішніх ресурсів, підвищити стійкість банківського сектору та сприяти створенню інституційних умов для довгострокового інвестування.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблематика розвитку ринку іпотечних цінних паперів є предметом досліджень як вітчизняних, так і зарубіжних учених. Значний внесок у розуміння функціонування цього ринку зробили А. Фустер, Д. Луцца та Дж. Вікері [1], які у своєму аналітичному звіті Федерального резервного банку Нью-Йорка (Federal Reserve Bank of New York) дослідили вплив державного сектору на підтримку ліквідності іпотечних цінних паперів і роль монетарної політики у зниженні вартості іпотечного фінансування. Автори наголошують, що іпотечні цінні папери залишаються одним із ключових інструментів стабілізації фінансової системи під час кризових періодів.

Серед досліджень українських науковців увагу привертають праці О. Артем'євої [2], яка аналізує еволюцію іпотечного кредитування в умовах трансформацій економіки та визначає його значення для розвитку ринку капіталів. Вагомим є також внесок В. Крамара та А. Пілька [3], які розглядають роль монетарних інструментів, зокрема програм активного придбання активів (APP), у розширенні можливостей банківського фінансування.

Зарубіжний досвід розвитку ринків іпотечного фінансування детально висвітлено у праці Дж. Берга [4], який описує переваги данської моделі "covered bonds" – покритих облігацій, що поєднують високу надійність, ліквідність і ринкову дисципліну. Особливу увагу дослідники приділяють її ролі у забезпеченні фінансової стабільності без залучення державних гарантій.

Важливим нормативним орієнтиром є Регламент (ЄС) 2017/2402 [5], який формує правові засади для простої прозорості та стандартизованої сек'юритизації. Наукові джерела зазначають, що впровадження його положень підвищує довіру інвесторів і сприяє розвитку ринкових механізмів рефінансування. У цьому контексті В. Пассмор та Р. Спаркс [6] акцентують, що державна участь у процесах сек'юритизації може одночасно зменшувати ризики ліквідності та створювати передумови для потенційних системних дисбалансів у разі послаблення регуляторного контролю. Зважаючи на недостатню розвиненість ринку іпотечних цінних паперів, численні перепони та проблеми, з яким стикається цей ринок на шляху свого становлення, актуальність наукового вивчення цієї тематики зберігається.

Метою статті є виявлення структурних особливостей та передумов формування ринку іпотечних цінних паперів в Україні, а також окреслення перспектив його розвитку з орієнтацією на світовий досвід.

Виклад основного матеріалу дослідження. Основою для становлення та розвитку ринку іпотечних цінних паперів в Україні виступає поєднання двох взаємопов'язаних чинників. З одного боку, в умовах відновлення економіки спостерігається зростання потреби у залученні довгострокових інвестиційних ресурсів для підтримки ключових секторів національного господарства – насамперед житлового будівництва та сільського господарства. Саме ці галузі демонструють відносну стійкість до кризових явищ, швидку оборотність капіталу та високий мультиплікативний ефект для економіки. Розвиток іпотечного ринку в межах цих секторів формує передумови для створення якісної бази активів, що можуть бути використані як забезпечення під час емісії іпотечних цінних паперів.

З іншого боку, у середньостроковій перспективі очікується активізація попиту

на такі інструменти з боку інституційних інвесторів, зокрема недержавних пенсійних фондів та страхових компаній. Для накопичувальної пенсійної системи іпотечні облігації становлять привабливу категорію активів, оскільки поєднують відносно високий рівень надійності (порівняно з корпоративними цінними паперами) та кращу дохідність, ніж державні боргові зобов'язання. Це створює потенціал для формування збалансованої структури фінансових інструментів на ринку капіталів та підвищення його інвестиційної привабливості.

Основу іпотечного ринку становлять іпотечні цінні папери. Відповідно до чинного законодавства, під іпотечними цінними паперами слід розуміти цінні папери, випуск яких забезпечено іпотечним покриттям та які посвідчують право власників на отримання від емітента належних їм коштів. В Україні передбачено випуск та обіг іпотечних облігацій і заставних. Видами іпотечних облігацій є: звичайні іпотечні облігації, структуровані іпотечні облігації. Заставні бувають стандартними та нестандартними.

Ринок іпотечних цінних паперів є складовою ринку цінних паперів і водночас підсегментом ринку капіталів, призначеним для забезпечення фінансово-економічних відносин між його учасниками щодо обігу іпотечних активів, а також формування попиту і пропозиції на них. Діапазон функціонального призначення ринку іпотечних цінних паперів доволі широкий та охоплює як загальноринкові, так і спеціальні функції, серед яких: комерційна, цінова, перерозподільна, інвестиційна, стимулююча, інформаційна, регулююча, макроекономічна, соціальна, індикативна, ризикова.

Переконані, що такі процеси, як глобалізація, сек'юритизація та дезінтермедіація активізують обіг іпотечних фінансових інструментів, стимулюють ринок та розширюють його межі. Особливе значення сьогодні має сек'юритизація, яка дає змогу

інвесторам утримувати і торгувати іпотечними активами по всьому світу, тим самим трансформуючи ринок в більш ліквідний і капіталізований. Дослідження розвинених ринків іпотеки й іпотечних цінних паперів підтверджують ці тенденції, зокрема такими є ринки США [1, с. 1–3].

В Україні учасниками ринку іпотечних цінних паперів є емітенти, інвестори, професійні учасники, органи державного контролю, позичальники-іпотекодавці, банки-кредитори. Структура ринку іпотечних цінних паперів охоплює первинний і вторинний сегменти. На первинному ринку базовим активом виступає іпотечний кредит, забезпечений заставною, що підтверджує зобов'язання позичальника перед кредитором. Випуск заставної відбувається під час оформлення іпотечного договору, після чого кредитор може залишити її у своєму портфелі або продати інвестору. Вторинний ринок забезпечує обіг іпотечних паперів, створених на основі пулу заставних, та виконує функцію рефінансування іпотечних активів, що сприяє розширенню можливостей фінансування і розвитку ринку капіталів.

Система державного регулювання ринку іпотечних цінних паперів охоплює як уповноважені органи, так і нормативно-правові засади їхньої діяльності. Права та обов'язки учасників ринку визначені відповідними законодавчими актами, що формують правову основу його функціонування. Загалом механізм державного та нормативно-правового регулювання цього ринку є багаторівневим і складним.

Як складова ринку цінних паперів ринок іпотечних цінних паперів підпорядкований регулюванню Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР). Нормативно-правове середовище сформоване з таких ключових законів України: “Про іпотеку”, “Про ринки капіталу та організовані товарні ринки”, “Про іпотечні облигації”.

Ефективне функціонування ринку іпотечних цінних паперів неможливе без розвиненого ринку іпотечного кредитування. Іпотечні позики, що формують активи фінансових установ, слугують базою для створення відповідних цінних паперів. За відсутності достатньої активності на ринку іпотечних кредитів емісія таких паперів практично унеможливорюється.

Іпотечні кредити продовжують посідати невелику частку у кредитних портфелях українських банків. Для порівняльного аналізу їхньої ролі у роздрібному кредитуванні часто використовують показник відношення обсягу іпотечних позик до ВВП. У 2024 р. в Україні він становив лише 3%. У країнах Європи його значення є вищим, хоча й демонструє суттєві коливання: у Німеччині – 11%, Чехії та Польщі – 6%, що майже вдвічі нижче, ніж у Німеччині (рис. 1).

Більш чітке розуміння обсягів іпотечних кредитів дає динаміка їх абсолютних розмірів на тлі загального розміру банківського кредитування (рис. 2).

У структурі кредитного портфеля банків частка іпотечних позик залишається невеликою, коливаючись у досліджуваній період від 2,3% до 3,7%. Аналіз кредитних продуктів для домогосподарств свідчить, що іпотечні кредити займають відносно невелику частку – близько 11–14%. Натомість споживче кредитування та позики на придбання транспортних засобів демонструють більшу активність серед населення.

Водночас слід зазначити, що, крім державної програми “єОселя”, з жовтня 2022 р. запроваджено програму “Доступна іпотека”, яка дає змогу отримати іпотечний кредит терміном на 20 років із першим внеском 20% та ставкою 3,7%. Програма розрахована на окремі категорії громадян, зокрема медичних працівників, військово-службовців та педагогів [3, с. 164].

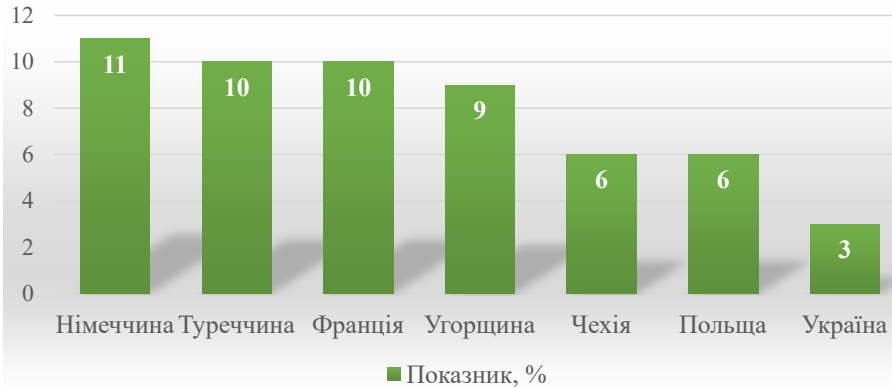


Рис. 1. Показник відношення іпотечних кредитів до ВВП станом на кінець 2024 р., %

*Побудовано на основі [7].

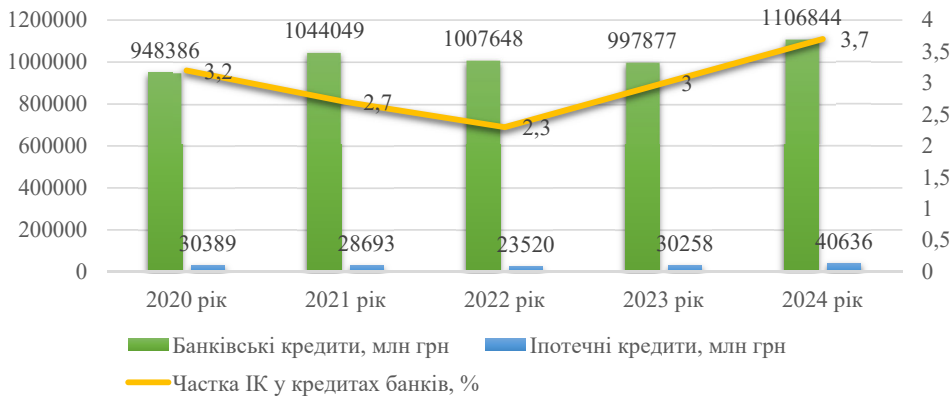


Рис. 2. Динаміка виданих банківських іпотечних кредитів на тлі загального кредитування у 2020–2024 рр.

*Побудовано на основі [8].

Іпотечний кредитний портфель банків України характеризується переважанням довгострокових кредитів. Середньострокові в аналізованому періоді становили від 8 до 16%. Незначною є частка короткострокових іпотечних кредитів – близько 1%. У розрізі валют переважаними виявилися кредити в гривні – від 45 до 86%. Кредити в доларах США зменшувалися з 50% у 2020 р. до 13% у 2024 р. Така структура обумовлена низкою факторів: зростаючий попит через внутрішню міграцію, який визначив високу вартість житлового фонду;

високі кредитні ризики; низька та варіативна кредитоспроможність позичальників; дія державних програм, розрахованих на 20 років.

Рівень концентрації кредиторів на ринку іпотечного кредитування України є високим. Якщо в 2022 р. лише 4 фінансові установи видавали іпотечні кредити, то в 2024 р. їхня кількість зросла до 12 установ [9]. Кількість банків, що відновили видачу іпотечних кредитів після 2022 р., залишається обмеженою. Крім того, після початку повномасштабного вторгнення активність

на ринку іпотечного кредитування переважно підтримували за рахунок державних програм, спрямованих на надання кредитних гарантій позичальникам [10].

Розглядаючи ставки за іпотечними кредитами в 2020–2024 рр., звернемо увагу на такі цінові тенденції: середньозважена ефективна ставка за іпотечними кредитами ілюструє низхідну динаміку, водночас ставки на первинному ринку суттєво вищі, ніж на вторинному. Значне здешевлення іпотечних кредитів в Україні пов'язане з впливом державних компенсаційних програм. Ставка на первинному ринку коливалася від 16,9% до 8,5%, на вторинному ринку діапазон охоплював 14% – 7,6%. Для порівняння, у більшості європейських країн середні іпотечні ставки коливаються в межах від 1% до 6%. Зокрема, у Фінляндії вони становлять близько 1%, у Німеччині – 1,85%, у Чехії – 2,9%, у Великій Британії – 3%, у Польщі – 3,8%, а в Латвії – близько 5,1%. Для США характерні довгострокові іпотечні кредити строком на 30–40 років із відсотковими ставками 3–4% річних [2].

Ринок іпотечного кредитування виступає фундаментом для формування ринку іпотечних цінних паперів. Незважаючи на наявність потенціалу та ресурсної бази, пропозиція іпотечних кредитів залишається вузькою й зосередженою в кількох банках, що дає підстави характеризувати цей ринок як недостатньо розвинений. Розвиток ринку іпотечних цінних паперів можна вважати одним із пріоритетів. Про це йдеться в переліку заходів Стратегії з розвитку іпотечного кредитування Національного банку України [11]. Серед завдань – розроблення законодавчих пропозицій про сек'юритизацію іпотечних активів.

В умовах підвищених ризиків ринку іпотечного кредитування в Україні механізм їх рефінансування – чи не єдиний спосіб вирішення проблем зі збереженням активності

ринку, одночасно стимулюючи обіг іпотечних цінних паперів. Досвід Данії у формуванні стабільного іпотечного ринку може бути цінним орієнтиром для України. Данська модель покриває понад дві третини кредитного ринку країни й характеризується високим рівнем надійності та ліквідності іпотечних облігацій, які навіть перевищують за обсягами державні боргові інструменти. Основу системи становлять спеціалізовані іпотечні банки, що не залучають депозити, а фінансують кредити шляхом емісії покритих облігацій (covered bonds), повністю узгоджених за строками та потоками платежів із виданими позиками. Такий баланс між активами і зобов'язаннями мінімізує ліквідні та ринкові ризики, залишаючи лише кредитний ризик, обмежений суворими нормами співвідношення “кредит/застава”. Завдяки цьому більшість данських іпотечних облігацій мають рейтинг AAA, у ЄС їх визнають ліквідними активами найвищого рівня [4, с. 23].

Важливо, що в Данії відсутні державні гарантії, а ризики залишаються на балансі первинного кредитора, що стимулює обережність і високу якість кредитного портфеля. У період глобальної фінансової кризи ця система виявила стійкість і не зазнала суттєвих втрат, на відміну від іпотечного ринку США. Данська модель яскраво демонструє можливості приватної капіталізації ринку іпотеки. В Україні ж відкритими залишаються питання стимулювання банків до видачі іпотечних кредитів та залучення приватних інвесторів для їх рефінансування. У табл. 1 наведено моделі іпотечного фінансування, де ключове місце належить іпотечним цінним паперам.

До 2023 р. українська модель рефінансування іпотечних активів передбачала участь приватних суб'єктів, де ключове місце займало Агентство з рефінансування житлових кредитів (АРЖК). Проте цю установу було ліквідовано, а стимулювання та

Моделі іпотечного фінансування з використанням різними суб'єктами іпотечних цінних паперів

Іпотечні банки	Облігації з покриттям	Сек'юритизація
Спеціальний адміністратор	Іпотечний агент (кондуїт)	Довірена особа (спонсор)
Не приймає депозити від фізичних осіб; контролює забезпечення облігацій, управління активами покриття, їхню реалізацію або передачу, а також здійснює юридичні заходи у разі неплатоспроможності оригінатора	Здійснює лише випуск облігацій, забезпечених кредитними портфелями; не має додаткових активів; відповідає за якість і обсяг забезпечення та постійний моніторинг із перевіркою аудитора й адміністратора	Веде реєстр і облік активів базового пулу, зберігає репозиторій, надає платіжному сервісеру вказівки щодо розрахунків із інвесторами та здійснює інші операції за законом і умовами емісії

*Складено на основі [12].

■ Випущені боргові цінні папери



Рис. 3. Випуск боргових цінних паперів ДІУ у 2020–2023 рр., тис. грн

*Побудовано на основі [14].

підтримка розвитку фінансування іпотеки перейшло до “Укрфінжитло”, учасниками якої є державні банки, що значно обмежує можливості залучати приватний капітал. За АРЖК можливим було консолідувати іпотечні пули для покриття випусків іпотечних облігацій як іпотечного кондуїту. Схожа схема має місце в багатьох розвинених зарубіжних країнах.

Злагоджено працювала система залучення державних гарантій від Державної іпотечної установи (ДІУ). АРЖК як фінансова установа особливого типу мала низку регуляторних преференцій щодо нормативів капіталу та оподаткування. Портфель іпотечних кредитів постійно отримував ре-

фінансування іпотечними облігаціями, які погашали повною мірою та своєчасно [13]. ДІУ до 2021 р. випускала структуровані іпотечні облігації, які підтримували ліквідність ринку іпотечних цінних паперів.

Втім ДІУ у вересні 2021 р. реорганізовано шляхом приєднання до ПАТ “Українська фінансова житлова компанія”. Причини проблем з платоспроможністю ДІУ пов’язані з погіршенням якості її кредитного портфеля. Це сталося через те, що компанія другого рівня рефінансування перейняла ризики банківської системи, самостійно обслуговуючи іпотечні кредити, не отримуючи кошти на формування портфеля та не маючи доступу до рахунків партнерських банків.

В обігу на ринку іпотечних цінних паперів України досі перебувають облігації ДІУ, динаміку випуску яких відображено на рис. 3. Середньозважена ставка по портфелю рефінансування кредитів ДІУ – 13,3%.

Державні гарантії підвищують надійність цих цінних паперів, а забезпечення у вигляді нерухомості чи фінансових активів додає їм стійкості. Обсяги державних гарантій за окремими серіями облігацій становлять: “D3” – 793 400 тис. грн, “E3” – 1 200 000 тис. грн, “F3” – 1 300 000 тис. грн, а загальна сума гарантій ДІУ на початок 2024 року – 3 293 400 тис. грн [14].

Новим інституційним суб'єктом іпотечно-го ринку України стало ПАТ “Укрфінжитло”. Держава посилює фінансову спроможність компанії для реалізації програм підтримки купівлі житла шляхом докапіталізації через випуск ОВДП. 24 грудня 2024 р. випущено облігацій на загальну суму 20 млрд грн, зокрема: довгострокові облігації на 10 млрд грн терміном 10 років із дохідністю 12,6% річних; середньострокові облігації на 5 млрд грн терміном 5 років із дохідністю 15,84%; та чотирирічні облігації на 5 млрд грн із дохідністю 16,35% річних [15].

Використання програм активного придбання активів (Asset Purchase Program, APP) центральними банками може стимулювати розвиток ринку іпотечних цінних паперів, забезпечуючи додатковий попит на такі інструменти та підвищуючи їх ліквідність. Через придбання іпотечних облігацій центральний банк зменшує ризикову премію для інвесторів, що сприяє зниженню вартості фінансування для емітентів іпотечних кредитів. Крім того, APP може стимулювати структурні зміни на ринку, залучаючи інституційних інвесторів та розширюючи спектр доступних довгострокових фінансових інструментів, що в цілому підвищує стійкість і ефективність ринку іпотечних цінних паперів. Про це йдеться і

в дослідженнях українських науковців. На ринку іпотечних цінних паперів програми активного придбання (APP) орієнтовані на іпотечні активи. Так, в Угорщині центральний банк використовує APP для придбання іпотечних цінних паперів, що забезпечує банківській системі доступ до довгострокового фінансування [3, с. 161].

Невичерпаною з позиції стимулювання розвитку ринку іпотечних цінних паперів в Україні залишається сек'юритизація іпотечних активів. В Європейському Союзі Регламент 2017/2402 [5] встановлює загальні принципи сек'юритизації та спеціальні вимоги для простих, прозорих і стандартизованих сек'юритизацій (STS). В Україні ринок поки що не досяг повної реалізації цих стандартів: відсутня належна законодавча база, інституційні механізми та практика випуску таких інструментів. Дотримання положень Регламенту 2017/2402 могло б створити умови для підвищення прозорості та безпеки сек'юритизаційних операцій, залучення довгострокового фінансування у банківську систему та диверсифікації інвестиційних інструментів.

Проте сек'юритизація не є пусковим механізмом активізації ринку іпотечних цінних паперів, а лише допоміжним інструментом перерозподілу ризиків. Водночас на базі вивчення розвинених ринків іпотечних цінних паперів обґрунтовано, що сек'юритизація іпотечних активів має подвійний ефект. З одного боку, вона сприяє диверсифікації ризиків та підвищенню доступності кредитів, однак одночасно створює ризики перерозподілу відповідальності між банками, державними агентами та інвесторами. Як показують дослідження Федеральної резервної системи США, у певних умовах сек'юритизація може навіть посилювати фінансову нестабільність, особливо за слабого попиту на іпотеку, тому її впровадження має супроводжуватися

чіткими макропруденційними стандартами капіталу та ліквідності [6, с. 36–37].

Висновки. Розвиток ринку іпотечних цінних паперів в Україні має значний потенціал, однак на сучасному етапі він залишається нереалізованим. Основною причиною цього виступає низька активність у сфері іпотечного кредитування, що зумовлена як об'єктивними економічними, так і суб'єктивними організаційними чинниками. Крім того, більшість іпотечних кредитів в Україні фінансуються за рахунок державних програм, що свідчить про високий рівень залежності ринку від бюджетної підтримки. Динаміка виданих кредитів підтверджує: поза межами програм державного стимулювання майже не укладають нових іпотечних угод.

Для формування повноцінного ринку іпотечних цінних паперів необхідна належна кредитна база, якою є іпотечні кредити, що генеруються банківською системою. Такий підхід відповідає структурній логіці моделей іпотечного фінансування, поширених у міжнародній практиці. До 2021 р. в Україні функціонувала Державна іпотечна установа (ДІУ), яка здійснювала випуски іпотечних облігацій, частина з яких і сьогодні перебуває в обігу. Водночас обсяги цих цінних паперів залишаються незначними, а питання своєчасності виплати відсотків за ними і досі актуальні.

Після реорганізації ДІУ її функції було передано ПАТ “Укрфінжитло”, що сьогодні виконує роль основного оператора програм іпотечного кредитування та має потенціал для розвитку механізмів сек'юритизації. Раніше на ринку також діяло АРЖК, яке планувало реалізовувати проекти приватної сек'юритизації іпотечних активів, однак у 2023 р. воно було ліквідоване.

Перспективи розвитку ринку іпотечних цінних паперів в Україні безпосередньо залежать від ефективності механізмів рефі-

нансування іпотечних кредитів, які здатні підтримати активність банківського сектору та забезпечити стабільний обіг іпотечних інструментів. Цінним орієнтиром для вітчизняної практики може слугувати досвід Данії, де побудовано ефективну систему іпотечного фінансування на основі покритих облігацій, що поєднують високу ліквідність, надійність і ринкову дисципліну без державних гарантій. Така модель демонструє потенціал приватної капіталізації іпотечного ринку, мінімізуючи ризики за рахунок збалансованості активів і зобов'язань.

Для України важливо адаптувати подібні принципи, зокрема через вдосконалення правового поля у сфері іпотечних облігацій і створення стимулів для участі банків та інституційних інвесторів. Запровадження інструментів активного придбання активів з боку центрального банку може стати додатковим імпульсом для розвитку ринку. Такі програми сприяють зростанню ліквідності іпотечних цінних паперів, зниженню вартості фінансування для емітентів та розширенню бази інвесторів, як це реалізовано в Угорщині. У перспективі це дасть змогу створити передумови для формування стабільного, глибокого та конкурентного ринку іпотечних цінних паперів в Україні.

Перспективи подальших наукових досліджень у цій сфері пов'язані з поглибленим вивченням механізмів сек'юритизації активів у фінансовій системі України, адаптацією регуляторних підходів до вимог законодавства ЄС та оцінкою їхнього впливу на стійкість і ліквідність національного ринку капіталу.

Список використаних джерел

1. Fuster A., Lucca D., Vickery J. *Mortgage-backed securities* (Staff Report No. 1001). Federal Reserve Bank of New York. 2022. URL : https://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr1001.html.

2. Артем'єва О. Сучасні тенденції розвитку ринку іпотечного кредитування в умовах трансформаційних процесів економіки України. *Економіка та суспільство*. 2021. № 25. <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2021-25-32>.
3. Крамар В. Р., Пілько А. Д. Досвід запровадження програм викупу активів в країнах з ринками, що розвиваються: можливості для України. *Східна Європа: економіка, бізнес та управління*. 2022. № 2. С. 159–167. <https://doi.org/10.32782/easterneurope.35-22>.
4. Berg, J. The Danish mortgage model as a model for more safe assets in the EU. *OeNB Occasional Paper*. 2025. № 16. P. 23–27. [URL : https://www.oenb.at/dam/jcr:2bafde09-43d4-4040-9d36-2216a818e50d/occasional-paper-16.pdf](https://www.oenb.at/dam/jcr:2bafde09-43d4-4040-9d36-2216a818e50d/occasional-paper-16.pdf).
5. Regulation (EU) 2017/2402 of the European Parliament and of the Council of 12 December 2017 laying down a general framework for securitisation and creating a specific framework for simple, transparent and standardised securitisation, and amending Directives 2009/65/EC, 2009/138/EC and 2011/61/EU and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 648/2012. [URL : https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/2402/oj/eng?utm_source=chatgpt.com](https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/2402/oj/eng?utm_source=chatgpt.com).
6. Passmore W., Sparks R. Government-sponsored mortgage securitization and financial crises. *Finance and Economics Discussion Series*. 2024. <https://doi.org/10.17016/FEDS.2024.002>.
7. Статистичний додаток до звіту про фінансову стабільність, грудень 2024. НБУ. [URL : https://bank.gov.ua/ua/news/all/zvit-pro-finsovu-stabilnist-gruden-2024-roku](https://bank.gov.ua/ua/news/all/zvit-pro-finsovu-stabilnist-gruden-2024-roku).
8. Грошово-кредитна статистика. НБУ. [URL : https://bank.gov.ua/files/3.3-Loans.xlsx](https://bank.gov.ua/files/3.3-Loans.xlsx).
9. Опитування банків щодо обсягів іпотечного кредитування. Національний банк України. [URL : https://bank.gov.ua/ua/stability/mortgage](https://bank.gov.ua/ua/stability/mortgage).
10. Вергелюк Ю., Ганцяк М. Державні гарантії в контексті забезпечення боргової безпеки. *Європейський науковий журнал економічних та фінансових інновацій*. 2024. № 2. С. 95–102. <https://doi.org/10.32750/2024-0210>.
11. Стратегія з розвитку іпотечного кредитування. НБУ. 2025. [URL : https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_Mortgage_2025.pdf?v=14](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_Mortgage_2025.pdf?v=14).
12. Агентство з рефінансування іпотечних кредитів – невід'ємна суб'єктна складова сучасної дворівневої моделі ринку іпотечного фінансування. АРЖК. [URL : http://www.re-finance.com.ua/wp-content/uploads/2022/12/Презентація_АРЖК.pdf](http://www.re-finance.com.ua/wp-content/uploads/2022/12/Презентація_АРЖК.pdf).
13. Чому Кабмін відправляє іпотечні облігації на смітник історії. *Фінансовий клуб*. 2023. [URL : https://finclub.net/priama-mova/chomu-kabmin-vidpravliaie-ipotechni-oblihotsii-na-smitnyk-istorii.html](https://finclub.net/priama-mova/chomu-kabmin-vidpravliaie-ipotechni-oblihotsii-na-smitnyk-istorii.html).
14. Річна звітність ДІУ. [URL : https://ipoteka.gov.ua/financial-statements/](https://ipoteka.gov.ua/financial-statements/).
15. Деякі питання випуску облігацій внутрішньої державної позики з подальшим придбанням акцій додаткової емісії приватного акціонерного товариства “Українська фінансова житлова компанія” у 2024 році : Постанова КМУ від 24.12.2024 №1486. [URL : https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1486-2024-%D0%BF#Text](https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1486-2024-%D0%BF#Text).

References

1. Fuster, A., Lucca, D., Vickery, J. (2022). Mortgage-backed securities (Staff Report No. 1001). Federal Reserve Bank of New York. Available at: https://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr1001.html.
2. Artemieva, O. (2021). Suchasni tendentsii rozvytku rynku ipotechnoho kredyтування v umovakh transformatsiinykh protsesiv ekonomiky Ukrainy [Modern trends in the development of the mortgage lending market in the conditions of transformational processes of the Ukrainian economy]. *Ekonomika ta suspilstvo – Economy and Society*, 25. <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2021-25-32>.
3. Kramar, V. R., Pilko, A. D. (2022). Dosvid zaprovadzhennia proqram vykupu aktiviv v krainakh z rynkamy, shcho rozvyvaiutsia: mozhlyvosti dlia Ukrainy [Experience of implementing asset purchase programs in developing markets: opportu-

nities for Ukraine]. *Skhidna Yevropa: ekonomika, biznes ta upravlinnia –Eastern Europe: Economy, Business and Management*, 2, 159–167. <https://doi.org/10.32782/easterneurope.35-22>

4. Berg, J. (2025). The Danish mortgage model as a model for more safe assets in the EU. *OeNB Occasional Paper*, 16, 23–27. Available at: <https://www.oenb.at/dam/jcr:2bafde09-43d4-4040-9d36-2216a818e50d/occasional-paper-16.pdf>.

5. European Parliament and Council of the European Union. (2017). Regulation (EU) 2017/2402 laying down a general framework for securitisation and creating a specific framework for simple, transparent and standardised securitisation, and amending Directives 2009/65/EC, 2009/138/EC and 2011/61/EU and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 648/2012. Available at: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/2402/oj/eng>.

6. Passmore, W., Sparks, R. (2024). Government-sponsored mortgage securitization and financial crises. *Finance and Economics Discussion Series*. <https://doi.org/10.17016/FEDS.2024.002>.

7. NBU. Statystychnyi dodatok do zvitu pro finansovu stabilnist, hruden 2024 [NBU. Statistical Annex to the Financial Stability Report] (2024, December). Available at: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/zvit-pro-finansovu-stabilnist-gruden-2024-roku>.

8. NBU. Hroshovo-kredytна statystyka [NBU. Monetary and credit statistics.]. Available at: <https://bank.gov.ua/files/3.3-Loans.xlsx>.

9. NBU. Opytuvannia bankiv shchodo obsiahiv ipotechnoho kredytuvannia [Bank survey on mortgage lending volumes. NBU]. Available at: <https://bank.gov.ua/ua/stability/mortgage>.

10. Verheliuk, Yu., Hantsiak, M. (2024). Derzhavni harantii v konteksti zabezpechennia borhovoi bezpeky [State guarantees in the context of ensuring debt security]. *Yevropeiskyi naukovyi zhurnal ekonomichnykh ta finansovykh innovatsii – European Scientific Journal of Economic*

and Financial Innovations, 2, 95–102. <https://doi.org/10.32750/2024-0210>.

11. NBU. Stratehiia z rozvytku ipotechnoho kredytuvannia. [NBU. Strategy for the development of mortgage lending]. Available at: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_Mortgage_2025.pdf?v=14.

12. Ahentstvo po refinansuvanniu ipotechnykh kredytiv – nevidiemna subiektna skladova suchasnoi dvorivnevoi modeli rynku ipotechnoho finansuvannia [The Mortgage Refinancing Agency – an integral component of the modern two-tier model of the mortgage finance market]. ARZhK. Available at: http://www.re-finance.com.ua/wp-content/uploads/2022/12/Презентація_АРЖК.pdf.

13. Chomu Kabmin vidpravliaie ipotechni obligatsii na smitnyk istorii [Why the Cabinet of Ministers sends mortgage bonds to the dustbin of history]. (2023). *Finansovyi klub – Financial Club*. Available at: <https://finclub.net/priama-mova/chomu-kabmin-vidpravliaie-ipotechni-oblihat-sii-na-smitnyk-istorii.html>.

14. Richna zvintist. Derzhavna ipotechna ustanova [Annual financial statements. State Mortgage Institution]. Available at: <https://ipoteka.gov.ua/financial-statements/>.

15. Deiaki pytannia vypusku oblihat-sii vntrishnoi derzhavnoi pozyky z podalshym prydbanniam aktsii dodatkovoi emisii pryvatnoho aktsionernoho tovarystva “Ukrainska finansova zhytlova kompaniia” u 2024 rotsi. Postanova Kabinetu Ministriv Ukrainy № 1486 vid 24 hrudnia 2024 [Certain issues of issuing domestic government bonds with subsequent acquisition of shares of additional issue of the Private Joint Stock Company “Ukrainian Financial Housing Company” in 2024. Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine]. (2024, December, 24). Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1486-2024-%D0%BF#Text>.