

Ірина КРАСНОВА¹,

доктор економічних наук, професор,
професор кафедри банківської справи та страхування,
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4507-6629>

Євген МЕЦГЕР¹,

здобувач третього (освітньо-наукового) рівня вищої освіти,
кафедри банківської справи та страхування,
Голова правління ПрАТ «УКРФІНЖИТЛО»,
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6463-2651>

¹ Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана

Прийняття: 06/04/2026

Рецензія: 13/04/2026

Публікація: 29/05/2026

JEL Класифікатор:
G21, G23, G28, G12, E58



This is an Open Access
article distributed
under the terms
of the [Creative Commons
CC-BY 4.0](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/)

© Краснова І.,
Мецгер Є.,
2026

ISSN 2786-5339 ([print](#))
ISSN 2786-5347 ([online](#))

DOI: <https://doi.org/10.53920/ES-2026-2-6>

ІНСТИТУЦІЙНІ МЕХАНІЗМИ РЕФІНАНСУВАННЯ ІПОТЕЧНИХ АКТИВІВ В УКРАЇНІ

Метою статті є обґрунтування підходів до адаптації інституційних механізмів рефінансування іпотечних активів до умов України з урахуванням міжнародного досвіду. У роботі використано методи аналізу та синтезу, порівняльного аналізу, інституційного та логіко-структурного схематичного узагальнення. Результати: здійснено критичний огляд європейського досвіду STS-сек'юритизації, програм APP ЄЦБ. Виокремлено три основні механізми рефінансування іпотечних активів, а саме: сек'юритизацію, програми придбання активів і діяльність спеціалізованих державних операторів. Визначено, що жоден із цих механізмів окремо не є достатнім для України. Обґрунтовано трирівневу модель адаптації механізмів рефінансування іпотечних активів до українських умов, побудовану за часовою логікою та завданнями реалізації. У короткостроковому періоді модель передбачає діяльність спеціалізованого оператора, яким може бути Укрфінжитло з розширеним мандатом. У середньостроковому періоді доцільним є використання обмежених програм підтримки ліквідності за участі НБУ з пороговою часткою 10–15%. У довгостроковому періоді стратегічною метою визначено формування повноцінного вторинного ринку іпотечних цінних паперів на основі стандартів, наближених до STS-підходу. Виокремлено основні ризики моделі спеціалізованого оператора, зокрема політизацію, непрозорість,

квaziфіскальне навантаження. Запропоновано кількісний поріг участі центрального банку в програмах придбання активів на рівні 10 – 15% від обсягу випуску, що розвиває наявні підходи, сформовані для розвинених ринків. Визначено критичні обмеження моделі інституційного оператора. Практична значущість одержаних результатів полягає в можливості їх використання під час розроблення стратегії розвитку ринку іпотечних цінних паперів та вдосконалення механізмів рефінансування.

Ключові слова: іпотечні активи, фінансові механізми, рефінансування, сек'юритизація, програми придбання активів (APP), державні кредитні програми, регулювання, ринок іпотечних цінних паперів, ризик, ліквідність.

Iryna KRASNOVA, Yevhen METSGER

INSTITUTIONAL MECHANISMS FOR REFINANCING MORTGAGE ASSETS IN UKRAINE

The purpose of the article is to substantiate approaches to adapting institutional mechanisms for refinancing mortgage assets to the conditions of Ukraine, taking into account international experience. Research methods: The study employs methods of analysis and synthesis, comparative analysis, institutional analysis, and logical-structural schematic generalisation. Results: A critical review of the European experience of STS securitisation, the ECB's APP programmes, and the activities of the Kazakhstan Housing Company (KHC) was carried out. Three main mechanisms were identified: securitisation, asset purchase programmes, and the activities of specialised state operators. It was determined that none of these mechanisms alone is sufficient for Ukraine. A three-level model for adapting mortgage asset refinancing mechanisms to Ukrainian conditions is substantiated. This model is structured according to time horizon and implementation objectives. In the short term, it предусматриває the establishment of a specialised operator (Ukrfinzhytlo) with an expanded mandate. In the medium term, it envisages the development of liquidity support programmes with the participation of the National Bank of Ukraine, with a threshold share of 10–15%. In the long term, it provides for the launch of a Ukrainian secondary market for mortgage-backed securities based on STS standards. Based on the analysis of Kazakhstan's experience, the risks of the specialised operator model were identified, including politicisation, lack of transparency, and quasi-fiscal burden, and the conditions for its adaptation to Ukraine were formulated. A quantitative threshold for central bank participation in asset purchase programmes in Ukraine, at 10–15% of the issue volume, is proposed as a development of existing approaches, where the corresponding range for developed markets is estimated at

20–30%. Critical constraints of the institutional-operator model have been identified. Practical significance: The results can inform the development of a mortgage-backed securities market strategy and the enhancement of refinancing mechanisms.

Keywords: *mortgage assets, financial instruments, refinancing, securitization, asset purchase programs (APP), government lending programs, regulation, the mortgage securities market, risk, liquidity.*

Постановка проблеми. Однією з ключових перешкод розвитку іпотечного кредитування в Україні є не стільки дефіцит банківської ліквідності чи капіталу, скільки відсутність цілісної системи рефінансування іпотечних активів. Попри стабільний надлишок ліквідності в банківському секторі, його високу прибутковість і значну орієнтацію на вкладення в ОВДП, іпотечне кредитування залишається майже повністю зосередженим у межах державної програми «єОселя», що свідчить про наявність не ресурсних, а інституційних обмежень у функціонуванні ринку.

Проблема полягає в тому, що наявна банківська ліквідність не трансформується автоматично у довгострокове житлове фінансування. За відсутності механізмів рефінансування, вторинного ринку іпотечних активів та інших інструментів довгострокового ресурсного забезпечення банки змушені утримувати іпотечні кредити на балансі до погашення, що знижує привабливість цього сегмента порівняно з короткостроковими й менш ризиковими напрямками розміщення ресурсів.

У контексті повоєнного відновлення економіки іпотечне кредитування має значення, що виходить за межі суто соціальної функції забезпечення населення житлом. Воно здатне бути важливим каналом стимулювання будівельного сектору, суміжних галузей, внутрішнього попиту та зайнятості, а також чинником повернення мігрантів і внутрішньо переміщених осіб, однак реалізація цього потенціалу можлива лише за наявності стійких інституційних механізмів залучення довгострокових ресурсів у житлове фінансування. Натомість чинна модель підтримки іпотеки в Україні зберігає переважно прямий і квазіфіскальний характер та не створює повноцінних передумов для самостійного ринкового відтворення системи житлового фінансування.

Актуальність проблеми підтверджується сучасним станом іпотечного ринку України. У 2025 р. у межах програми «єОселя» було видано близько 7769 кредитів на суму 14,8 млрд грн, тоді як загальний обсяг іпотечного портфеля банків залишався меншим за 0,5% ВВП. Така низька частка іпотечного портфеля свідчить про системну незрілість механізмів довгострокового рефінансування навіть за умови значного надлишку банківської ліквідності.

Для порівняння, у Польщі цей показник становить близько 15% ВВП, а в Чехії перевищує 20%. Це свідчить про структурну слабкість вітчизняного іпотечного сегмента навіть за наявності активної державної підтримки.

Додаткової наукової та практичної вагомості дослідженню надає орієнтація регуляторної політики Національного банку України, зокрема Стратегія розвитку іпотечного кредитування на формування ринкових механізмів доступної іпотеки. У зв'язку з цим, особливої актуальності набуває розроблення адаптованої до українських умов моделі рефінансування іпотечних активів, здатної поєднати державні, монетарні та ринкові інструменти й забезпечити поступовий перехід від переважно прямої бюджетної підтримки попиту до формування сталої системи довгострокового житлового фінансування.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблематика рефінансування іпотечних активів, розвитку вторинного іпотечного ринку та інституційного забезпечення житлового фінансування висвітлюється в науковій літературі за кількома взаємопов'язаними напрямками. Перший напрям охоплює дослідження сек'юритизації, іпотечних цінних паперів та облігацій з іпотечним забезпеченням як механізмів трансформації довгострокових кредитних активів у ліквідні фінансові інструменти. У зарубіжній літературі праці Р. К. Гріна і С. М. Вахтер [16] присвячені еволюції систем житлового фінансування в історичному та міжнародному контексті. Ф. Дж. Фабоцці та В. Котхарі [17] розкривають структуру сек'юритизації та роль іпотечних цінних паперів у фінансуванні. Суттєве значення мають і нормативні документи ЄС щодо простої, прозорої та стандартизованої сек'юритизації, вимог до прозорості та утримання ризику [1, 6, 7]. Серед праць, дотичних до українського контексту, доцільно відзначити дослідження Л. І. Луценко-Миськів [19] та S. Legenchuk і співавторів [18].

Другий напрям пов'язаний з аналізом нетрадиційної монетарної політики та програм придбання активів центральними банками. Ключовими тут є дослідження І. Рамуні-Руссо та І. Шнабель [3], присвячені реалізації РЕРР після завершення реінвестування, а також А. Афонсо та Ф. Г. Перейри [4], у яких розкривається вплив програм АРР на банківське кредитування, зайнятість та інвестиції. Додаткові оцінки ефективності таких програм наведено в аналітичних матеріалах PIMCO [5]. Окремий напрям формують дослідження житлового фінансування через спеціалізованих державних операторів. Найбільш релевантним у цьому аспекті є досвід Казахстанської житлової компанії (КНС) [8, 9, 10], а також оцінки прозорості її діяльності міжнародними організаціями [15].

Серед українських авторів окремі аспекти державної підтримки та фінансових механізмів в умовах війни досліджували С. Кушнір та В. Кікош [11], Н. Поліщук зі співавторами [12], О. Андреева [13], Є. Мецгер [14], В. Рисін і Ю. Монтика [20].

У науковій літературі переважають або праці, присвячені сек'юритизації як окремому ринковому механізму, або дослідження іпотечного кредитування як банківського продукту, або роботи із загальних питань монетарного стимулювання. Водночас недостатньо опрацьованим залишається питання їх поєднання в межах цілісної моделі рефінансування іпотечних активів, адаптованої до умов України. Саме тому наукового обґрунтування потребує модель, здатна поєднати державні, монетарні та ринкові механізми поетапного розвитку іпотечного ринку.

Мета статті полягає в обґрунтуванні підходів до адаптації інституційних механізмів рефінансування іпотечних активів до умов України з урахуванням міжнародного досвіду. Для її досягнення поставлено такі завдання: систематизувати основні механізми рефінансування іпотечних активів, оцінити можливості їх адаптації до українських реалій та запропонувати концептуальні засади комбінованої моделі рефінансування в Україні.

Виклад основного матеріалу дослідження. Розвиток іпотечного кредитування залежить не лише від попиту на житлові кредити чи вартості позикового ресурсу, а й від здатності фінансової системи забезпечувати відтворення довгострокового фінансування. У цьому процесі ключову роль відіграє рефінансування іпотечних активів, яке виконує три основні функції: вивільнення банківської ліквідності, розподіл кредитного ризику та формування вторинного ринку стандартизованих іпотечних інструментів.

За відсутності таких механізмів банки змушені утримувати іпотечні кредити на балансі до повного погашення, що посилює їх залежність від депозитної бази, нормативів капіталу та структури ризиків. Відтак рефінансування слід розглядати не як допоміжний технічний інструмент, а як інституційну основу розвитку іпотечного ринку.

Для України ця проблема має особливе значення. Станом на початок 2026 р. обсяг іпотечних кредитів у портфелі банків становив близько 12 – 15 млрд грн, тобто менше 0,5% ВВП (рис. 1). Для порівняння, у Польщі цей показник сягає близько 15% ВВП, а в Чехії перевищує 20%. Середньозважена ставка за новими іпотечними кредитами в Україні коливалася в межах 14 – 17% річних, що істотно перевищує середній рівень країн ЄС.

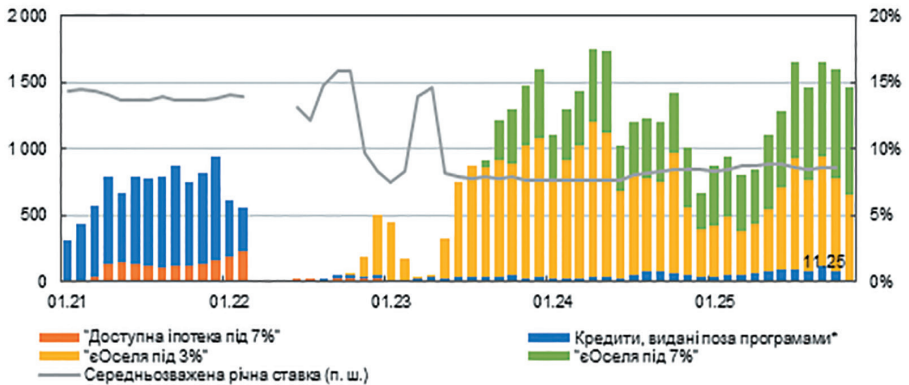


Рис. 1. Динаміка нового іпотечного кредитування банками України, млн грн

Джерело: побудовано авторами на основі даних НБУ [21]

та щомісячних опитувань банків щодо іпотечного кредитування

В умовах обмеженої строкової структури пасивів банків хронічним залишається строковий розрив між довгостроковими іпотечними вимогами та короткостроковими зобов'язаннями. Без системи рефінансування банки змушені тримати іпотечні кредити на балансі до погашення, що суттєво обмежує їхній кредитний потенціал. За оцінками авторів, вивільнення 1 млрд грн іпотечних активів через сек'юритизацію або викуп могло б забезпечити розширення нової видачі кредитів на 0,8 – 1,2 млрд грн залежно від структури капіталу.

Іпотечний ринок України функціонує в умовах воєнних ризиків, обмеженої участі інституційних інвесторів, недостатньої глибини фондового ринку та високої залежності від державних програм підтримки. Його основним драйвером залишається програма «eОселя», тоді як повноцінний вторинний ринок іпотечних інструментів фактично не сформований. За таких умов ідеться не лише про кількісне розширення кредитування, а про створення цілісної інституційної архітектури, здатної поєднати короткострокову державну підтримку з довгостроковими ринковими каналами рефінансування. Саме це зумовлює потребу в порівняльній оцінці сек'юритизації, програм придбання активів і моделі спеціалізованого оператора як можливих елементів адаптованої моделі для України (табл. 1).

Таблиця 1. Порівняльна характеристика інституційних механізмів рефінансування іпотечних активів

Механізм	Економічна сутність	Джерело ліквідності	Розподіл ризику	Переваги	Обмеження	Придатність для України
Сек'юритизація	Трансформація пулу іпотечних активів у цінні папери	Кошти інвесторів ринку капіталу	Перенесення / траншування ризику	Довгий ресурс, розвиток вторинного ринку	Потребує стандартизації активів, інвесторів, правової інфраструктури	Висока стратегічна, але обмежена поточна
APP / викуп активів	Підтримка попиту на активи та ліквідності через центральний банк	Баланс центрального банку	Частково переносить ринковий ризик у площину монетарної підтримки	Швидкий запуск ринку, зниження доходності	Ризик витіснення приватних інвесторів, викривлення цін	Середня, як тимчасовий перехідний механізм
Спеціалізований оператор	Централізоване акумулювання та перерозподіл ресурсів	Державний / квазідержавний ресурс, облігації	Ризики концентруються в інституційній моделі	Реалістичний запуск у незрілому ринку, стандартизація	Ризик квазіфінансового навантаження, політизації	Найвища поточна придатність (з урахуванням ризиків)

Джерело: власна розробка авторів

Порівняння сек'юритизації, програм придбання активів (APP) центральним банком та діяльності спеціалізованого оператора свідчить, що жоден із цих механізмів у чистому вигляді не здатний забезпечити повноцінний розвиток системи рефінансування іпотечних активів в Україні. У зв'язку з цим, доцільною є трирівнева модель адаптації, яка поєднує короткострокову інституційно-державну підтримку через спеціалізованого оператора, середньострокову монетарну підтримку ліквідності та довгострокове формування ринкового механізму на основі сек'юритизації. Саме така послідовність дозволяє перейти від фрагментарної бюджетної підтримки до зрілої системи житлового фінансування, у якій держава не підміняє ринок, а створює передумови для його розвитку.

Сек'юритизація є одним із найбільш потужних, але водночас і найскладніших механізмів рефінансування кредитних активів. Її економічний зміст полягає у трансформації пулу однорідних активів, зокрема іпотеч-

них кредитів у цінні папери дохідність і ризик яких залежать від грошових потоків за базовими активами. Це сприяє вивільненню ліквідності банків, перерозподілу кредитного ризику між інвесторами та формування вторинного ринку боргових інструментів.

Після глобальної фінансової кризи 2008 – 2009 рр. сек'юритизація перестала сприйматися як нейтральний ринковий інструмент. Криза виявила, що складні та непрозорі конструкції, насамперед моделі багаторазової ресек'юритизації, здатні акумулювати прихований системний ризик. Саме тому Регламент ЄС 2017/2402 [1] запровадив спеціальний режим простої, прозорої та стандартизованої сек'юритизації, відомий як STS-підхід, спрямований на відновлення довіри до ринку через посилення вимог до простоти структури, прозорості базових активів і стандартизації документації.

У цій логіці особливого значення набуває принцип утримання ризику. Він передбачає, що вимога щодо збереження оригіноматором або спонсором частини економічного інтересу в сек'юритизованому пулі на рівні не менше 5% підтримує стимули до якісного андеррайтингу [1, 15]. Якщо банк повністю усувається від ризику після передачі активів, зростає ймовірність послаблення кредитних стандартів. Натомість збереження частини ризику узгоджує інтереси оригіноматора та інвестора і знижує прояви морального ризику. У цьому аспекті сек'юритизація має концептуальний зв'язок із сучасними підходами до державних кредитних програм, де повне перекладання ризику на державу так само викривлює стимули банків до належного скринінгу та моніторингу.

У межах сек'юритизаційної моделі традиційно розрізняють традиційну та синтетичну. Традиційна модель передбачає відчуження активів на користь спеціально створеної юридичної особи з подальшим виведенням їх із балансу банку. Синтетична сек'юритизація не потребує продажу активів і ґрунтується на передачі кредитного ризику через гарантійні механізми або кредитні деривативи. Для країн із недостатньо розвинутою ринковою інфраструктурою саме синтетичні конструкції сек'юритизації можуть бути більш гнучким проміжним рішенням, оскільки не потребують повного становлення класичного вторинного ринку.

Водночас для України потенціал сек'юритизації у короткостроковому періоді залишається обмеженим. Її ефективне застосування потребує стандартизованих іпотечних пулів, достатнього масштабу первинного кредитування, стабільного правового режиму захисту прав інвесторів, прозорої звітності та кола інституційних інвесторів, готових вкладати кошти в такі інструменти. За відсутності цих передумов сек'юритизація не може розглядатися як стартовий механізм розвитку іпотечного ринку. Тому для

України сек'юритизацію доцільніше трактувати як довгостроковий інституційний орієнтир, пов'язаний із формуванням повноцінного вторинного ринку іпотечних цінних паперів.

Іншим важливим інструментом нетрадиційної монетарної політики у сфері рефінансування активів стали програми придбання активів центральними банками (APP), значення яких істотно зросло після глобальної фінансової кризи 2007 – 2008 рр. Їх роль полягає не лише у підтримці ліквідності фінансової системи, а й у стимулюванні попиту на окремі класи активів, пов'язаних із кредитуванням домогосподарств і бізнесу. У цьому контексті APP не підміняють ринкову модель, проте здатні забезпечити її початковий запуск або підтримку в періоди підвищеної невизначеності. ЄЦБ реалізував низку таких програм, зокрема APP і REPP, які впливають на економіку через пряме придбання активів, портфельне ребалансування та сигнальний ефект [2, 4]. Наприкінці 2024 р. ЄЦБ завершив реінвестування в межах REPP. Водночас у піковий період обсяг портфельних активів Євросистеми, сформованих у межах програм викупу, перевищував 1,7 трлн євро.

По-перше, пряме придбання активів підвищує попит на відповідні інструменти, що сприяє зростанню їх ринкової вартості та зниженню дохідності. Це, своєю чергою, стимулює банки до подальшого формування кредитних пулів, які можуть використовуватися для емісії нових цінних паперів або залучення фінансування. По-друге, такі монетарні інтервенції запускають механізм портфельного ребалансування, коли інвестори, отримавши ліквідність від продажу активів центральному банку, спрямовують її в інші сегменти фінансового ринку. По-третє, важливим є сигнальний ефект, оскільки сама реалізація програми формує очікування тривалішого періоду м'яких фінансових умов і знижує невизначеність щодо майбутньої траєкторії процентних ставок.

Для ринку іпотечних активів такі механізми можуть бути дієвим інструментом запуску вторинного сегмента, оскільки забезпечують первинну ліквідність відповідних інструментів і частково компенсують слабкість приватного інвестора. Водночас їх вплив є нелінійним. Існує пороговий рівень участі центрального банку в нових випусках, перевищення якого здатне призводити до витіснення приватних інвесторів і деформації механізму ринкового ціноутворення.

На основі аналізу програм ЄЦБ та дослідження PIMCO [5] порогова частка для розвинених ринків оцінюється в діапазоні 20 – 30 % від обсягу випуску. Для України, з огляду на високу банківську ліквідність і водночас слабку розвиненість вторинного ринку іпотечних цінних папе-

рів, доцільно попередньо обмежити робочий діапазон участі НБУ рівнем 10 – 15 % від обсягу випуску (табл. 2). Таке калібрування відображає спробу знайти компроміс між потребою сформувати початковий попит на нові інструменти та необхідністю уникнути надмірного витіснення приватних інвесторів. Подальше уточнення цього параметра потребує окремого моделювання на основі даних про ліквідність банківської системи та ринкові спреди за ОВДП.

Таблиця 2. Сценарії участі НБУ в програмі придбання іпотечних облігацій

Сценарій	Частка НБУ	Очікуваний ефект	Ризики
М'який (soft)	5 – 10%	Створення початкової ліквідності, залучення приватних інвесторів	Низький
Помірний (moderate)	10 – 15%	Стимулювання емісії, але початок витіснення дрібних інвесторів	Середній
Агресивний (aggressive)	понад 15%	Домінування НБУ на ринку, штучне стиснення спредів	Високий

Джерело: розрахунки авторів на основі [5] та власних припущень для України

Міжнародна практика засвідчує, що центральні банки застосовували різні масштаби участі в програмах придбання активів. Під час реалізації CSPP ЄЦБ скуповував до 30 – 40 % окремих випусків облігацій, що в окремі періоди спричиняло дефіцит ліквідності на вторинному ринку. У Японії Банк Японії утримує понад 50 % ринку державних облігацій, що істотно послабило ринкове ціноутворення. Натомість у Швеції Riksbank обмежив свою частку на рівні 5 – 10 % для корпоративних облігацій, що дало змогу підтримати ринок без повного витіснення інвесторів. Водночас для України, де приватні інституційні інвестори на ринку іпотечних цінних паперів фактично відсутні (сукупний капітал НПФ та страхових компаній, потенційно зацікавлених у таких інструментах, не перевищує 5 – 7 млрд грн), ризик витіснення є менш актуальним, ніж ризик нездатності створити первинний попит без домінування НБУ. Тому запропонований діапазон 10 – 15% слід трактувати не як жорстке обмеження, а як стартовий орієнтир, який може бути переглянутий в бік збільшення за умови відсутності приватного попиту після 2 – 3 років функціонування програми.

Для ринку іпотечних активів такі програми можуть мати значення, насамперед, на ранньому етапі формування вторинного сегмента. Обмеження й чітко регламентоване придбання іпотечних цінних паперів або інших інструментів, забезпечених кредитними активами, формує стартовий попит і частково компенсує слабкість приватного інвестора. Водночас така участь не повинна перетворюватися на постійне заміщення ринку, оскільки надмірна присутність центрального банку призводить до витіснення приватних інвесторів, викривлення ціноутворення та зростання залежності ринку від дій монетарного органу.

Саме тому для України принципового значення набуває поєднання ролі НБУ, як каталізатора, з чіткими інституційними обмеженнями. Така участь має бути лімітована за часткою в окремому випуску, строком дії програми та якістю активів, допущених до придбання. З урахуванням цього, програми придбання активів доцільно розглядати не як самостійну модель розвитку іпотечного ринку, а як середньостроковий інструмент переходу від прямої державної підтримки до ринкових механізмів фінансового забезпечення.

Поряд із ринковими та монетарними механізмами міжнародна практика демонструє ще один важливий підхід до рефінансування іпотечних активів, що ґрунтується на діяльності спеціалізованого державного або квазідержавного оператора. Його функціональне призначення полягає у централізації ресурсів, стандартизації фінансових процедур, управлінні окремими сегментами ризику та формуванні інституційного каналу між державними цілями житлової політики, банківською системою й ринком капіталу.

Показовим у цьому аспекті є досвід Казахстану, де Казахстанська житлова компанія (КНС) виконує функції централізованого оператора житлового фінансування. КНС створена як акціонерне товариство зі стовідсотковою державною участю у структурі національного холдингу «Байтерек» [8]. Ключовим інструментом її діяльності є викуп іпотечних облігацій, емітованих місцевими виконавчими органами [9]. У 2025 р. мандат КНС розширено на фінансування будівництва, викуп облігацій місцевих органів влади та розвиток інфраструктури. За підсумками 2025 р. КНС спрямувала понад 700 млрд тенге, поєднавши функції рефінансування, гарантування та квазіінвестиційного посередництва.

Сильна сторона цієї моделі, на наш погляд, полягає у можливості поєднати в межах одного інституційного центру підтримку попиту, пропозиції та супутньої інфраструктури. Для країн із незрілим вторинним ринком, зокрема України, це має особливе значення, оскільки частково компенсує

відсутність глибокого ринку капіталу через інституційний механізм акумуляції та перерозподілу фінансових ресурсів.

Водночас, варто зазначити, що казахстанська модель має і суттєві обмеження. Високий рівень державної участі підвищує ризик політизації розподільчих рішень, а прозорість відбору проєктів КНС, за оцінками міжнародних організацій, залишається обмеженою [15]. Крім того, така модель передбачає значне квазіфіскальне навантаження на державу, тоді як відсутність публічної статистики щодо прострочених облігацій або активованих гарантій ускладнює оцінку реального рівня ризику. Додатковим обмеженням є переважна орієнтація КНС на фінансування пропозиції, насамперед будівництва та інфраструктури, тоді як механізми підтримки по-питу залишаються менш розвиненими.

З огляду на це, досвід КНС доцільно розглядати як корисний орієнтир для України, але не як готовий шаблон. В українському контексті модель спеціалізованого оператора ускладнюється воєнною невизначеністю, за якої зруйноване житло не може слугувати належним забезпеченням, а оцінювання LTV для прифронтових територій часто є технічно проблематичним. Не менш важливою є й обмежена інституційна спроможність Укрфінжитла, яке поки не має повноцінного досвіду управління кредитними ризиками у масштабі, необхідному для моделі великих обсягів. Додатковим стримувальним чинником є відсутність повноцінного ринкового рейтингування, оскільки іпотечні облігації без інвестиційного рейтингу не можуть бути придбані НБУ або страховими компаніями відповідно до вимог до прийнятних активів.

Саме тому пряме копіювання КНС для України видається методично невиправданим. На етапі інституційної розбудови першочергового значення набувають створення державного фонду воєнної іпотечної гарантії, розроблення спрощених STS-подібних стандартів для воєнного періоду, обмеження частки викупу Укрфінжитлом з метою уникнення монополізації сегмента та запровадження вищих стандартів прозорості відбору проєктів з урахуванням євроінтеграційного вектору розвитку.

Отже, порівняння сек'юритизації, програм придбання активів і діяльності спеціалізованого оператора дає нам підстави стверджувати, що жоден із цих механізмів у чистому вигляді не здатний забезпечити повноцінний розвиток системи рефінансування іпотечних активів в Україні. Вважаємо, що їх практична результативність може проявитися лише за умови поетапного та функціонально розмежованого поєднання. Зважаючи на це, доцільною видається трирівнева модель адаптації (рис. 2).



Рис. 2. Трирівнева модель адаптації механізмів рефінансування іпотечних активів до умов України

Джерело: власна розробка авторів

Перший рівень охоплює інституційно-державну підтримку в короткостроковому періоді (1 – 3 роки). На цьому етапі найбільш реалістичним є механізм, що ґрунтується на діяльності спеціалізованого державного оператора. Такий підхід дозволяє сконцентрувати фінансові ресурси, стандартизувати іпотечні продукти, адмініструвати державну підтримку та сформувати базові пули активів, придатні для подальшого рефінансування. В українських умовах цю роль потенційно може виконувати Укрфінжитло за умови розширення його мандату. За аналогією з досвідом Казахстану (КНС) додатково може розглядатися викуп облігацій територіальних громад для фінансування житлового будівництва та інфраструктури – однак виключно за наявності належних механізмів прозорості та контролю ризиків. Ключовим застереженням є тимчасовий характер участі державного оператора: у міру розвитку ринкової інфраструктури його частка має скорочуватися, а вихід – тригеруватися кількісними орієнтирами (наприклад, досягненням цільового обсягу ліквідного ринку або стабілізацією спредів).

Другий рівень пов'язаний із монетарною підтримкою ліквідності в середньостроковому періоді (3 – 5 років). У цей період доцільно запроваджувати механізми рефінансування під заставу стандартизованих іпотечних активів, а також обмежені програми підтримки ліквідності за участі НБУ.

На основі порівняння з досвідом ЄЦБ та оцінки ринкової місткості України обґрунтованим видається обмеження участі НБУ на рівні 10 – 15% від обсягу випуску зі строком підтримки до 24 місяців. Ідеться не про механічне відтворення європейських програм APP, а про адаптацію їхньої логіки як тимчасового інструменту для формування початкового попиту на іпотечні цінні папери. У цій моделі держава та монетарний регулятор не підмінюють ринок, а допомагають подолати початковий дефіцит попиту та знизити вартість фондування. Водночас, враховуючи відсутність приватних інституційних інвесторів на ринку іпотечних цінних паперів в Україні (сукупний капітал НПФ та страхових компаній, потенційно зацікавлених у таких інструментах, не перевищує 5 – 7 млрд грн), запропонований діапазон 10 – 15% слід трактувати не як жорстке обмеження, а як стартовий орієнтир, який може бути переглянутий у бік збільшення, якщо приватний попит не сформується протягом 2 – 3 років функціонування програми.

Третій рівень передбачає ринкову сек'юритизацію в довгостроковому періоді (понад 5 років). Стратегічною метою тут має стати розвиток повноцінного вторинного ринку іпотечних цінних паперів за стандартами, максимально наближеними до європейського STS-підходу. Такий перехід потребує не лише якісного нормативного регулювання сек'юритизації, а й формування ширшого інституційного середовища, зокрема: уніфікації кредитних договорів і вимог до застави, створення сучасної інфраструктури звітності та розкриття інформації, посилення захисту прав інвесторів, а також залучення інституційних інвесторів – насамперед страхових компаній та недержавних пенсійних фондів.

Таким чином, адаптація цього підходу до українських умов має супроводжуватися посиленнями вимогами до корпоративного управління, прозорості та незалежного моніторингу та ґрунтуватися на трирівневій логіці інституційної поетапності. У короткостроковому періоді пріоритетом є пряме інституційно організоване державне рефінансування через спеціалізованого оператора та стандартизація активів. У середньостроковому періоді акцент зміщується на монетарні й квазімонетарні інструменти підтримки ліквідності. У довгостроковому періоді стратегічною метою стає формування зрілого ринкового механізму на основі сек'юритизації та активного вторинного обігу іпотечних цінних паперів. Саме така послідовність дозволяє поступово перейти від фрагментарної бюджетної підтримки до зрілої системи житлового фінансування, у якій держава зміщує акцент із прямого фінансування на створення інституційних умов і розподіл ризиків.

Отже, з урахуванням поточних структурних обмежень українського ринку найбільш обґрунтованим видається поетапне формування механізму рефі-

нансування іпотечних активів на основі трирівневої моделі. Її перший рівень пов'язаний зі створенням базових інституційних та організаційних передумов, другий — із підтримкою ліквідності та поступовим зниженням вартості фінансування, третій — із переходом до повноцінного ринкового рефінансування через сек'юритизацію та розвиток вторинного ринку іпотечних інструментів. Для практичної операціоналізації цієї логіки в табл. 3 подано робочі орієнтири для подальшого моделювання та професійної дискусії.

Запропоновані параметри сформовано не довільно: вони поєднують міжнародні орієнтири (досвід КНС, підходи ЄЦБ) із структурними обмеженнями українського ринку — воєнною невизначеністю, дефіцитом довгих ресурсів, низькою глибиною вторинного сегмента та обмеженою базою інституційних інвесторів. Нижчий діапазон участі НБУ (10 – 15% проти 20 – 30% у розвинених ринках) відображає не лише консервативність, а й усвідомлення ризику витіснення приватного інвестора. Диференційований підхід до LTV зумовлений ризиком знецінення застави у воєнних зонах. Вищий рівень участі Укрфінжитла на початковому етапі (до 30%) є вимушеним компенсатором слабкості вторинного ринку, а не бажаною довгостроковою моделлю. В міру розвитку ринкової інфраструктури його частка має зменшуватися.

Таблиця 3. Попередні параметри адаптації механізмів для України

Параметр	Коротко-строковий (1 – 3 р.)	Середньостроковий (3 – 5 р.)	Довгостроковий (>5 р.)
Частка викупу Укрфінжитлом, % ринку	≤30%	15 – 25%	<10% (тільки соціальне житло)
Частка участі НБУ в нових випусках, %	не передбачено	10 – 15%	0% (ринок)
Максимальний LTV (кредит/застава)	60 – 80% (для воєнних зон*)	80%	85–90% (за STS)
Вимога до кредитної історії (іпотечної або іншої), міс.	6 міс.	12 міс.	12 міс.
Потрібний обсяг ринку іпотечних паперів (млрд грн)	5 – 10	20 – 30	>50

Джерело: авторські розрахунки на основі НБУ (2025) [21], ЄЦБ (2024), КНС (2025)

*Для територій з підвищеним воєнним ризиком (перелік визначається Мінреінтеграції) застосування LTV 80% можливе виключно за наявності державної програми страхування заставного майна від воєнних ризиків. У разі відсутності такого страхування LTV обмежується 60%.

Водночас наведені значення не слід розглядати як остаточні. Їх коректніше трактувати як попередні параметри, що окреслюють робочий діапазон для подальшої аналітичної перевірки, а не як жорстко задані нормативи. Саме тому запропоноване калібрування має, насамперед, евристичне значення, оскільки переводить дискусію про адаптацію механізмів рефінансування з рівня загальних декларацій у площину конкретизованих інституційних рішень. Запропоновані порогові значення потребують подальшої емпіричної верифікації, зокрема щодо впливу різних рівнів участі НБУ на спреди іпотечних облігацій, еластичності пропозиції іпотечних кредитів залежно від масштабів рефінансування через Укрфінжитло та чутливості LTV до воєнного ризику й регіональної диференціації заставної вартості. Проте навіть у нинішньому вигляді ці параметри формують операціоналізовану основу для обговорення стратегії рефінансування між НБУ, Міністерством фінансів України та Укрфінжитлом.

Висновки та пропозиції. Проведене дослідження дає підстави сформулювати такі висновки. Рефінансування іпотечних активів є критичною інституційною передумовою розвитку іпотечного ринку, оскільки забезпечує вивільнення банківської ліквідності, розподіл кредитного ризику, стандартизацію активів і залучення довгострокового капіталу. За відсутності таких механізмів іпотечне кредитування залишається залежним від ресурсної бази окремих банків і прямої державної підтримки.

Жоден із проаналізованих механізмів – сек'юритизація, програми придбання активів центрального банку та спеціалізований державний оператор – не є достатнім для України в ізолюваному вигляді. Сек'юритизація потребує зрілого ринку капіталу та стандартизованих пулів, програми АРР несуть ризик витіснення приватних інвесторів, а модель спеціалізованого оператора створює квазіфіскальне навантаження та ризики політизації. Найбільш реалістичною для України є трирівнева поетапна модель, що передбачає у короткостроковому періоді діяльність спеціалізованого оператора з розширеним мандатом, у середньостроковому – обмежені програми підтримки ліквідності за участі НБУ, а в довгостроковому – розвиток вторинного ринку іпотечних цінних паперів за стандартами, наближеними до STS. Досвід Казахстану підтверджує потенціал моделі спеціалізованого оператора для країн із перехідною економікою, але водночас демонструє ризики, пов'язані з непрозорістю відбору проектів, політичним тиском і накопиченням квазіфіскальних зобов'язань. Тому адаптація цього підходу в Україні має супроводжуватися посиленнями вимогами до корпоративного управління, прозорості та незалежного моніторингу. Запропоновані порогові параметри мають попередній характер і потребують подальшої кількісної верифікації.

Подальші дослідження мають бути зосереджені на моделюванні ефектів різних рівнів участі центрального банку та на емпіричній перевірці фінансової ефективності викупу облігацій громад порівняно з прямою до-капіталізацією.

ЛІТЕРАТУРА

1. 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. *Official Journal of the European Union*. 2017. L 347. Pp. 35 – 80.
2. ECB. How does the ECB's asset purchase programme work? *ECB Explainers*. 2025. URL: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/> (дата звернення: 15.04.2026).
3. Rahmouni-Rousseau I., Schnabel I. Looking back at PEPF implementation since the end of reinvestments. *European Central Bank Blog*. 2025. URL: <https://www.ecb.europa.eu/> (дата звернення: 15.04.2026).
4. Afonso A., Pereira F. G. Unconventional monetary policy in the Euro area: impacts on loans, employment, and investment. *International Journal of Finance & Economics*. 2025. Vol. 30. No 1. Pp. 190 – 220. DOI: <https://doi.org/10.1002/ijfe.2913>.
5. PIMCO. Hard to Hit Two Targets at Once: The ECB ABS Asset Purchase Programme. *Advisor Perspectives*. 2014. URL: <https://www.advisorperspectives.com/> (дата звернення: 15.04.2026).
6. European Banking Authority. Consideration of STS in synthetic securitisations (Single Rule Book Q&A 2022_6499). 2023. URL: <https://www.eba.europa.eu/> (дата звернення: 15.04.2026).
7. EBA. The EBA finds Italian waiver for STS on-balance-sheet securitisation justified: Press Release, 27 June 2024. URL: <https://www.eba.europa.eu/> (дата звернення: 15.04.2026).
8. Kazakhstan Housing Company JSC. Mortgage housing and renovation: official website. URL: <https://www.khc.kz/> (дата звернення: 15.04.2026).
9. Kazakhstan Housing Company JSC. Financial statements and bond issuance reports. *KASE – Kazakhstan Stock Exchange*. 2025. URL: <https://kase.kz/> (дата звернення: 15.04.2026).
10. Official Information Source of the Prime Minister of Kazakhstan. KHC purchased bonds of akimats for 22.5 billion tenge. 2025. URL: <https://primeminister.kz/> (дата звернення: 15.04.2026).
11. Кушнір С. О., Кікош В. В. Аналіз іпотечного кредитування в Україні. *Економіка та суспільство*. 2021. Вип. 24. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2021-24-2>.
12. Поліщук Н., Голда Н., Юздепська А. Іпотечне кредитування як довготермінова форма інвестицій. *Галицький економічний вісник*. 2025. Т. 94. № 3. С. 102 – 110. DOI: https://doi.org/10.33108/galicianvisnyk_tntu2025.03.102.

13. Андреева О. В. Ипотечное кредитование как фактор социально-экономического развития страны. *Збірник наукових праць ДУІТ. Серія «Економіка і управління»*. 2024. Вип. 55. С. 6 – 12. DOI: <https://doi.org/10.32703/2664-2964-2024-55-6-12>.
14. Мецгер Є. Трансформація державних кредитних програм в Україні: від антикризових до програм розвитку. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2025. № 4(44). С. 320 – 330. DOI: [https://doi.org/10.25140/2411-5215-2025-4\(44\)-320-330](https://doi.org/10.25140/2411-5215-2025-4(44)-320-330).
15. Transparency International Kazakhstan. Assessment of public procurement transparency in housing construction projects. 2024. URL: <https://transparency.kz/> (дата звернення: 15.04.2026).
16. Green R. K., Wachter S. M. The American mortgage in historical and international context. *Journal of Economic Perspectives*. 2005. Vol. 19. No 4. Pp. 93 – 114. URL: <https://lusk.usc.edu/sites/default/files/The-American-Mortgage-in-Historical-and-International-Context-06.14.06.pdf>. DOI: <https://doi.org/10.1257/089533005775196660> (дата звернення: 15.04.2026).
17. Fabozzi F. J., Kothari V. *Introduction to Securitization*. Hoboken: John Wiley & Sons, 2020. 368 p.
18. Legenchuk S., Pashkevych M., Usatenko O., Driha O., Ivanenko V. Securitization as an innovative refinancing mechanism and an effective asset management tool in a sustainable development environment. *E3S Web of Conferences*. 2020. Vol. 166. Art. 13029. DOI: <https://doi.org/10.1051/e3sconf/202016613029>.
19. Луценко-Миськів Л. І. Зарубіжний досвід сек'юритизації активів на міжнародному ринку капіталів та можливість його імплементації в Україні. *Аналітично-порівняльне правознавство*. 2026. Т. 3. № 1. С. 401 – 407. DOI: <https://doi.org/10.24144/2788-6018.2026.01.3.59>.
20. Рисін В. В., Монтика Ю. С. Оцінка ефективності державних програм фінансової підтримки бізнесу в Україні. *Сталий розвиток економіки*. 2024. № 4(51). С. 249 – 258. DOI: <https://doi.org/10.32782/2308-1988/2024-51-36>.
21. Національний банк України. <https://bank.gov.ua/>.

REFERENCES

1. 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. (2017). *Official Journal of the European Union*, L 347, 35 – 80.
2. European Central Bank. (2025). *How does the ECB's asset purchase programme work?* ECB Explainers. Retrieved April 15, 2026, from <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/>.
3. Rahmouni-Rousseau, I., & Schnabel, I. (2025). *Looking back at PEPP implementation since the end of reinvestments*. European Central Bank Blog. Retrieved April 15, 2026, from <https://www.ecb.europa.eu/>.

4. Afonso, A., & Pereira, F. G. (2025). Unconventional monetary policy in the Euro area: impacts on loans, employment, and investment. *International Journal of Finance & Economics*, 30(1), 190 – 220. DOI: <https://doi.org/10.1002/ijfe.2913>.
5. PIMCO. (2014). *Hard to Hit Two Targets at Once: The ECB ABS Asset Purchase Programme*. Advisor Perspectives. Retrieved April 15, 2026, from <https://www.advisorperspectives.com/>.
6. European Banking Authority. (2023). *Consideration of STS in synthetic securitisations (Single Rule Book Q&A 2022_6499)*. Retrieved April 15, 2026, from <https://www.eba.europa.eu/>.
7. European Banking Authority. (2024, June 27). *The EBA finds Italian waiver for STS on-balance-sheet securitisation justified*. Press Release. Retrieved April 15, 2026, from <https://www.eba.europa.eu/>.
8. Kazakhstan Housing Company JSC. (n.d.). *Mortgage housing and renovation*. Official website. Retrieved April 15, 2026, from <https://www.khc.kz/>.
9. Kazakhstan Housing Company JSC. (2025). *Financial statements and bond issuance reports*. KASE – Kazakhstan Stock Exchange. Retrieved April 15, 2026, from <https://kase.kz/>.
10. Official Information Source of the Prime Minister of Kazakhstan. (2025). *KHC purchased bonds of akimats for 22.5 billion tenge*. Retrieved April 15, 2026, from <https://primeminister.kz/>.
11. Kushnir, S. O., & Kikosh, V. V. (2021). Analiz ipotechnoho kredytuvannia v Ukraini [Analysis of mortgage lending in Ukraine]. *Ekonomika ta suspilstvo [Economy and Society]*, 24. <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2021-24-2>.
12. Polishchuk, N., Holda, N., & Yuzdepska, A. (2025). Ipotechne kredytuvannia yak dovhoterminova forma investytsii [Mortgage lending as a long-term form of investment]. *Halytskyi ekonomichnyi visnyk [Galician Economic Bulletin]*, 94(3), 102 – 110. https://doi.org/10.33108/galicianvisnyk_tntu2025.03.102.
13. Andrieieva, O. V. (2024). Ipotechne kredytuvannia yak faktor sotsialno-ekonomichnoho rozvytku krainy [Mortgage lending as a factor of the country's socio-economic development]. *Zbirnyk naukovykh prats DUIT. Seriiia «Ekonomika i upravlinnia» [Collection of Scientific Works of DUIT. Series «Economics and Management»]*, 55, 6 – 12. <https://doi.org/10.32703/2664-2964-2024-55-6-12>.
14. Metsher, Ye. (2025). Transformatsiia derzhavnykh kredytnykh prohram v Ukraini: vid antykrizovykh do prohram rozvytku [Transformation of state credit programs in Ukraine: from anti-crisis to development programs]. *Problemy i perspektyvy ekonomiky ta upravlinnia [Problems and Prospects of Economics and Management]*, 4(44), 320 – 330. [https://doi.org/10.25140/2411-5215-2025-4\(44\)-320-330](https://doi.org/10.25140/2411-5215-2025-4(44)-320-330).
15. Transparency International Kazakhstan. (2024). *Assessment of public procurement transparency in housing construction projects*. Retrieved April 15, 2026, from <https://transparency.kz/>.

16. Green, R. K., & Wachter, S. M. (2005). The American mortgage in historical and international context. *Journal of Economic Perspectives*, 19(4), 93 – 114. Retrieved April 15, 2026, from <https://lusk.usc.edu/sites/default/files/The-American-Mortgage-in-Historical-and-International-Context-06.14.06.pdf>. DOI: <https://doi.org/10.1257/089533005775196660>.
17. Fabozzi, F. J., & Kothari, V. (2020). *Introduction to securitization*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
18. Legenchuk, S., Pashkevych, M., Usatenko, O., Driha, O., & Ivanenko, V. (2020). Securitization as an innovative refinancing mechanism and an effective asset management tool in a sustainable development environment. *E3S Web of Conferences*, 166, 13029. <https://doi.org/10.1051/e3sconf/202016613029>.
19. Lutsenko-Myskiv, L. I. (2026). Zarubizhnyi dosvid sek'iurytyzatsii aktyviv na mizhnarodnomu rynku kapitaliv ta mozhlyvist yoho implementatsii v Ukraini [Foreign experience of asset securitization in the international capital market and the possibility of its implementation in Ukraine]. *Analitichno-porivnialne pravoznavstvo [Comparative-Analytical Law]*, 3(1), 401 – 407. <https://doi.org/10.24144/2788-6018.2026.01.3.59>.
20. Rysin, V. V., & Montyka, Yu. S. (2024). Otsinka efektyvnosti derzhavnykh prohram finansovoi pidtrymky biznesu v Ukraini [Assessment of the effectiveness of state financial support programs for business in Ukraine]. *Stalyi rozvytok ekonomiky [Sustainable Economic Development]*, 4(51), 249 – 258. <https://doi.org/10.32782/2308-1988/2024-51-36>.
21. National bank of Ukraine. <https://bank.gov.ua/>.