

**Андрій Буряченко**

*доктор економічних наук, професор,  
Київський національний економічний університет  
імені Вадима Гетьмана, м. Київ, Україна  
buriachenko.andrii@kneu.edu.ua  
ORCID ID: 0000-0002-7354-7491*

**Тетяна Бороденко**

*кандидат економічних наук, доцент,  
Київський національний економічний університет  
імені Вадима Гетьмана, м. Київ, Україна  
borodenko.tetiana@kneu.edu.ua  
ORCID ID: 0000-0003-3202-5491*

## **ВПЛИВ БАНКІВ НА РИНОК ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УМОВАХ ПОВНОМАСШТАБНОГО ВТОРГНЕННЯ: ВИКЛИКИ ТА СТРАТЕГІЇ АДАПТАЦІЇ**

**Вступ.** Ринок державних цінних паперів відіграє ключову роль у фінансовій системі будь-якої країни, забезпечуючи уряд необхідними ресурсами для фінансування своїх видатків та управління державним боргом. У цьому контексті, банківські установи виступають важливими гравцями, оскільки вони не лише активно беруть участь у купівлі та продажу державних цінних паперів, але й виступають посередниками між урядом та іншими інвесторами.

Банки забезпечують ліквідність ринку, сприяють ефективному ціноутворенню та підвищують загальну стабільність фінансової системи. Їх роль включає первинне розміщення цінних паперів через аукціони, підтримку вторинного ринку шляхом здійснення операцій купівлі-продажу, а також проведення аналітичної роботи, що допомагає інвесторам приймати обґрунтовані рішення.

Дослідження впливу банківських установ на ринок державних цінних паперів набуває особливої актуальності в умовах

економічної нестабільності та необхідності ефективного управління державним боргом. Науково-теоретичну основу роботи складають праці провідних фахівців у сфері національних фінансів та фінансових ринків, таких як: Є. Дубогриз, А. Буряченко, Л. Жердецька, Л. Борисова, М. Мамуненко, В. Коваленко, Ю. Макаренко, З. Криховецька, І. Кохан, З. Мацук, Т. Гончар, В. Опарін, В. Федосов, М. Гапонюк, Б. Стеценко, Н. Лубкей, Н. Москаленко та інші.

Однак багато теоретичних і практичних аспектів, що стосуються діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів України, науковці розглядають лише частково. Важливо зрозуміти механізми їхньої взаємодії з іншими учасниками ринку, оцінити вплив регуляторних змін та міжнародного досвіду на розвиток цього сегменту фінансового ринку.

Таким чином, мета даного дослідження полягає у визначенні ролі банківських установ у функціонуванні ринку державних цінних паперів, аналізі існуючих проблем та перспектив розвитку цього ринку, а також у вивченні можливих шляхів підвищення його ефективності та стабільності.

Під час проведення дослідження застосовувалися методи економічної науки, як загальнонаукові – при формуванні понятійно-термінологічних категорій і концептуальних моделей, так і спеціальні – для обґрунтування діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів та побудови показників оцінки їх діяльності. Основним методом був діалектичний метод, який розкривав взаємозв'язок і взаємообумовленість процесів і явищ на ринку державних цінних паперів.

Фінансовий ринок відіграє надзвичайно важливу роль у активізації економічного зростання країни. Сукупність професійних учасників та інституційних інвесторів, що активно беруть участь у відкритих ринкових операціях, створює позитивну атмосферу інвестиційного клімату, а також сприяє впровадженню новітніх фінансових технологій у сфері фондового ринку, що викликані розвитком позабіржових систем торгівлі, які охоплюють як цінні папери, так і структурні продукти через інтернет-торгівлю.

По суті банки є не лише посередниками на фінансовому ринку, а й часто виступають як емітенти різноманітних видів цінних паперів.

У вітчизняних наукових дослідженнях можна виокремити різноманітні напрями вивчення функціонування комерційних банків на ринку цінних паперів, серед яких:

– проведення власних операцій із цінними паперами та управління ризиками в цьому сегменті, включаючи вибір інвестиційної стратегії, формування та аналіз портфеля [1, с. 37];

– функціонування банків у ролі торгових посередників, брокерів та дилерів [4];

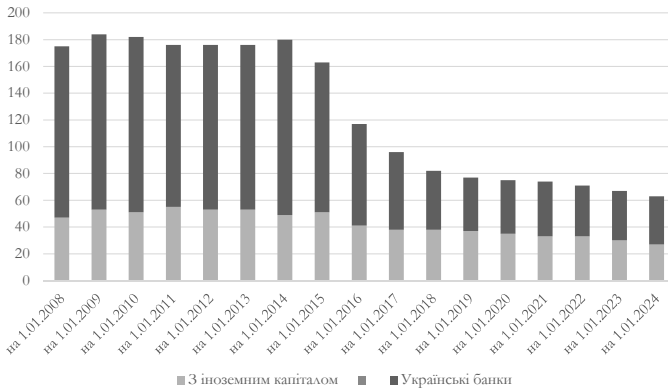
– конкретні види діяльності комерційних банків на фондовому ринку, такі як андеррайтинг [5], введення власних цінних паперів банків на організований ринок [7, с. 33], виконання депозитарних операцій [11; 3], укладання термінових угод та операцій з похідними фінансовими інструментами [12, с. 133], а також емісія власних цінних паперів комерційним банком [8, с. 243];

– комплексний аналіз функціонування комерційних банків не лише як професійних учасників ринку цінних паперів, а й у якості емітентів та інвесторів. [2].

На початок 2024 року кількість банків, які мають банківську ліцензію, знизилася до 63, що на 112 банки менше, ніж у 2008 році, коли їх було 175. Коли ми говоримо про ринок державних цінних паперів, важливо розуміти, що цей ринок відіграє ключову роль у функціонуванні економіки країни та в розвитку банківської діяльності (рис. 1).

Проте, якщо розглядати ринок державних цінних паперів, то найпоширенішим видом цінних паперів, який є цікавим для банків виступає облігація внутрішньої державної позики і значну роль у їх розвитку та формуванні внутрішнього державного боргу відіграють так само комерційні банки. ОВДП ж представляють собою цінні папери, випущені Міністерством фінансів за дорученням Кабінету Міністрів. Ці фінансові інструменти розміщуються виключно на внутрішньому ринку і можуть бути номіновані як у національній, так і в іноземній валюті. Генеральним агентом, відповідальним за випуск та погашення ОВДП, є Національний банк України [11].

Основними напрямками діяльності безпосередньо комерційних банків є інвестиційна діяльність (мобілізація коштів з метою збалансування портфеля цінних паперів) та посередницька діяльність, шляхом перерозподілу фінансових ресурсів через операції купівлі-продажу інструментів фондового ринку.



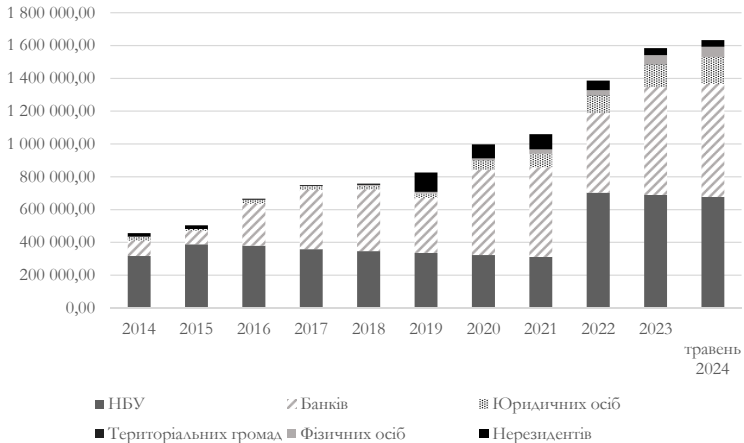
**Рис. 1. Кількість комерційних банків в Україні з 2008 по 2024 рр., од**

Джерело: побудовано за даними [6]

Аналіз даних, представлених на рис. 2., показує різке зростання частки облігацій, що перебувають у власності нерезидентів у 2019 році. Зокрема, вартість ОВДП, номінованих у гривні та належних нерезидентам, у 2019 році збільшилася на 108059,70 млн грн порівняно з 2018 роком, досягнувши 114199,05 млн грн на кінець 2019 року. Це значне зростання пояснюється приєднанням України до Clearstream у 2019 році та відповідною угодою між НБУ та Clearstream щодо відкриття рахунку міжнародного депозитарію в депозитарії НБУ. Така співпраця забезпечує полегшений доступ іноземних інвесторів до ринку ОВДП, номінованих у гривні.

Інформація, представлена на рис. 2, підтверджує збільшення частки облігацій внутрішніх державних позик у портфелях банків до 2020 року. Починаючи з 2021 року, спостерігається поступове скорочення цього показника, і до кінця 2022 року частка облігацій внутрішніх державних позик у активах національних банків

становить 22,65%. Це свідчить про зменшення важливості державних облігацій у портфелях банківських установ на користь короткострокових депозитних сертифікатів, які пропонує Національний банк України, як альтернативний інструмент інвестування. Хоча в 2023 році починається знову зростання.



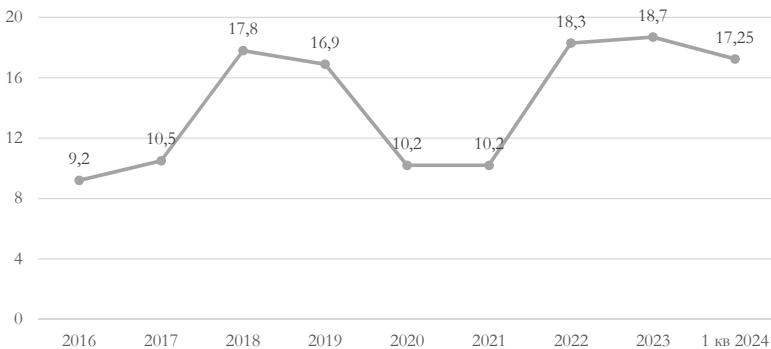
**Рис. 2. Обсяг ОВДП в обігу за номінально-амортизаційною вартістю в розрізі власників за 2014–2024 роки станом на кінець кожного року, млн грн**

Джерело: складено авторами на основі даних [13]

Стимулюючим фактором для банків, які інвестують в ОВДП, є надійність цього фінансового інструменту, оскільки держава гарантує повернення коштів, а також його порівняно висока прибутковість. Наприклад, порівняння поточних процентних ставок за облігаціями внутрішньої державної позики в Україні (рис. 3) з відповідними показниками в інших країнах демонструє, що дохідність українських ОВДП є відносно вищою. Багато розвинених країн випускають свої державні облігації з дохідністю не більше 1%, таких як Франція (0,271%), Бельгія (0,242%), Нідерланди (0,031%), Японія (0,085%), Іспанія (0,601%), Португалія (0,611%), Швеція (0,443%), Велика Британія (0,871%) та інші.

З рис. 3 видно, що середній дохід від внутрішніх державних позик у 2018 році становив 17,79%. У наступні два роки цей показник зменшився на 7,59%. Однак у період з 2020 по 2022 рік відбулося зростання доходності ОВДП на 7,63%. За 2023 рік також спостерігається незначне підвищення до 18,7%.

У 2023 році уряд залучив від продажу облігацій внутрішньої держпозики на аукціонах 566 млрд грн в еквіваленті, а загалом упродовж воєнного стану – майже 818 млрд грн в еквіваленті. Це спричинило суттєву активізацію внутрішнього ринку ОВДП проти 2022 року. Обсяги продажу ОВДП на аукціонах зросли більш ніж удвічі, роловер збільшився із 68% до 150%. Також активізація ринку ОВДП дозволила уникнути бюджетної емісії НБУ і підтримати валютно-цінову стабільність.



**Рис. 3.** Динаміка середньозваженої доходності ОВДП в Україні, %

Джерело: побудовано авторами за даними [14]

Один з ключових факторів, що впливає на доходність ринку державних облігацій, – це рівень дефіциту державного бюджету. Це пояснюється тим, що зі збільшенням дефіциту держбюджету зростає і процентна ставка доходності облігацій. Крім того, важливим фактором є облікова ставка Національного банку України. Зниження облікової ставки призводить до зменшення доходності облігацій. Наразі ми спостерігаємо протилежну тенденцію: середній дохід від ОВДП зростав і досяг 18,26% у 2022 році. За

даними на перший квартал 2024 року цей показник склав 17,25%. Зростання доходності внутрішніх державних позик переважно пояснюється збільшенням потреб держави у фінансових ресурсах та підвищенням облікової ставки Національним банком України.

У країнах з кредитним рейтингом, подібним до українського, номінальні процентні ставки за ОВДП в середньому на 3 в.п. нижчі, ніж в Україні. Таким чином, стає зрозумілим, що іноземні інвестори, які прагнуть вищого прибутку від облігацій, вибирають Україну, де є можливість отримати в 10 або навіть у 300 разів більше доходу порівняно з облігаціями країн зі стабільнішою економікою. Водночас, банки, що працюють в Україні, мають можливість диверсифікувати свої активи, підвищити стабільність і конкурентоздатність, інвестуючи в державні облігації та отримуючи високий дохід при низькому рівні ризику. Крім того, саме під заставу ОВДП банки отримують рефінансування від Національного банку [15].

За 2023 рік українські банки отримали майже 160 млрд грн прибутку до оподаткування. Це майже вдвічі більше, ніж до початку повномасштабного вторгнення та пояснюється двома основними чинниками: доходи зросли на 28,1%, тоді як витрати скоротилися на 12,4%. Прибутки банків від інвестицій у депозитні сертифікати НБУ та облігації Мінфіну залишалися стабільно високими. Чистий процентний дохід банків за вісім місяців збільшився на 38,7%. Надприбутки банківської системи відображають ефект від розміщення банками додаткової ліквідності в доступних на ринку фінансових інструментах. Банки направляли короткострокові зобов'язання у високоліквідні активи, такі як депозитні сертифікати НБУ та державні цінні папери.

Ринок облігацій внутрішньої державної позики не становить особливого інтересу для банків сам по собі. Особливо це стосується періодів, коли банки стикаються з високими кредитними ризиками та обмеженим попитом на кредити з боку бізнесу і населення. У таких умовах банки можуть обирати розміщення своїх тимчасово вільних коштів у короткострокові депозитні сертифікати, які пропонує Національний банк України, як альтернативний інструмент інвестування.

Завдяки високому рівню облікової ставки НБУ, ці інвестиції були дуже прибутковими для банків. На початку 2023 року банки могли заробляти 23% річних на депозитних сертифікатах НБУ, з квітня – 20% та 25%, з липня – 18% та 22%, з вересня – 16% та 20%. Згідно з розрахунками НБУ, на депозитних сертифікатах та ОВДП банки заробили 30% і 20% процентних доходів відповідно, тоді як кредитування принесло лише 40% доходів. Однак, навіть за кредитним портфелем, частину процентних платежів банки отримували від держави, зокрема за програмою «Доступні кредити 5-7-9%». У 2023 році бюджет покрив 16 млрд грн за цією програмою, а на 2024 рік передбачено 18 млрд грн.

Регуляторні заходи та високі відсоткові ставки за ОВДП, які досягали 18–20%, зробили державні цінні папери знову привабливими після зменшення їхньої частки у портфелях банків у 2022 році. Очікування зниження вартості грошей спонукало банки зафіксувати свою дохідність на два-три роки вперед. З січня до середини листопада портфель ОВДП у банків зріс на 127,7 млрд грн, досягнувши 613,7 млрд грн. Це відбулося на тлі скорочення обсягів гривневого кредитування за дев'ять місяців на 1,7 млрд грн, до 462 млрд грн.

Одночасно Національний банк України (НБУ) запровадив ще один інструмент для зв'язування ліквідності – 3-місячні депозитні сертифікати. НБУ дозволив банкам інвестувати в ці сертифікати з найвищою дохідністю кошти, залучені від українців на строк понад три місяці. Таким чином, НБУ прагнув, щоб банки поділилися частиною свого прибутку із вкладниками. Щоб знизити надлишкову ліквідність на ринку, яка може вплинути на валютний курс, регулятор збільшив норми обов'язкових резервів, заморозивши 328,4 млрд грн банківських коштів. Це в 7,4 рази більше, ніж обсяг обов'язкових резервів на початку 2023 року. Частину цих коштів НБУ дозволив використовувати для придбання довгострокових ОВДП, що дало змогу банкам заробляти. Від січня до середини листопада 2023 року портфель ОВДП у банків зріс на 127,7 млрд грн, досягнувши 613,7 млрд грн.

Отже, значний обсяг державних облігацій у портфелях державних банків значною мірою пояснюється їх докапіталізацією, яка була проведена після кризи 2014-2016 років. По-друге, державні банки



дотримуються найбільш консервативних стандартів управління ризиками, тому вони вкладають більше коштів у низькоризикові інструменти, до яких належать облігації внутрішньої державної позики. Крім того, банки з державною участю менш схильні до кредитування бізнесу та населення порівняно з приватними та іноземними банками. З 2020 році державні банки фактично виконували роль агентів з розміщення державного боргу, що не є їх основною функцією. Як зазначалося раніше, банки на фондовому ринку виконують не лише інвестиційну, а й посередницьку функцію. Фізичні та юридичні особи без відповідної ліцензії не можуть купувати облігації безпосередньо у Міністерства фінансів України, але можуть звернутися до уповноваженого банку. Офіційний перелік таких банків можна знайти на сайті Міністерства фінансів України [9].

Оскільки основна функція первинного ринку державних цінних паперів полягає в забезпеченні неінфляційного фінансування дефіциту бюджету шляхом залучення вільних коштів на добровільних засадах з дотриманням принципів повернення, платності та терміновості, то в першу чергу комерційні банки і виявилися основними суб'єктами фінансового ринку зі значним обсягом цих вільних коштів, яких так потребував державний бюджет.

Вторинний ринок державних цінних паперів виконує перерозподільчі функції, забезпечуючи оборот цих паперів. Він дозволяє постійно переходити капіталу з однієї форми в іншу, створюючи умови, за яких інвестори можуть у будь-який момент перевести свій капітал, раніше вкладений у цінні папери, у грошову форму та направити його в інші альтернативні сфери. Таким чином, основний принцип функціонування вторинного ринку – ліквідність. Високий рівень ліквідності державних цінних паперів привертає додаткові фінансові ресурси на ринок, а їх дохідність у відповідь стимулює інвестування в ці папери, зокрема і банків як професійних учасників фінансового ринку.[16]

Стійкість ринку державних облігацій, подібно до стійкості ринку конкретного випуску цінних паперів, є показником швидкості повернення до нормальних ринкових умов після укладання угод, але не для одного фінансового інструменту, а для ринку в цілому.

Вона відображає вплив укладених угод на існуючі ринкові ціни та здатність ринку абсорбувати їхні результати. Безсумнівно, висока швидкість відновлення нормальних ринкових умов після значних угод є ознакою ліквідного ринку державних цінних паперів.

**Висновки.** Отже, у багатьох країнах з ринковою економікою, які знаходяться на стадії розвитку, комерційні банки є основними інвесторами в державні цінні папери. У розвинених економіках банки також залишаються значущими учасниками ринку державних цінних паперів. Проте, надмірна залежність від банківської системи для мобілізації фінансових ресурсів, необхідних для придбання державних цінних паперів, виявляється витратною для багатьох урядів та інвесторів. Навіть у ситуаціях, коли державні цінні папери є основними активами банків, вони підтримують високий рівень маржі між депозитними ставками та безризиковою дохідністю цих паперів. Тому, для розвитку більш розширеного ринку державних цінних паперів необхідно знайти способи подолання цієї залежності і заохотити банки та інші фінансові установи сприяти продажу державних цінних паперів кінцевим інвесторам. Цього можна досягти за допомогою різноманітних заходів, таких як: зобов'язання первинних дилерів розмішувати цінні папери серед кінцевих інвесторів; надання прямого доступу до основних заощаджень роздрібним та іноземним інвесторам; проведення структурних реформ у пенсійних фондах для стимулювання їхнього інвестування в державні облігації; та реформування або створення спільних інвестиційних фондів.

Під час воєнного стану значення банків на ринку державних запозичень значно зросло, оскільки вони наразі володіють найбільшим обсягом урядових облігацій. Цей факт є вирішальним у підтримці системи державних фінансів та задоволенні нагальних потреб у фінансових ресурсах для забезпечення обороноздатності країни. Водночас необхідно враховувати, що надмірна концентрація банківських інвестицій у державних цінних паперах може створювати ризики для ліквідності банківського сектора у випадку затримок із погашенням урядових зобов'язань. У цьому контексті важливо підкреслювати необхідність збалансованих підходів до

формування інвестиційної політики та управління ризиками у банківському інвестуванні.

### Література

1. Борисова Л. Є., Мамуненко М. С. Сучасні напрями розвитку вітчизняних банківських операцій з цінними паперами. *Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі*. Серія «Економічні науки». 2021. № 2 (103). С. 35–41. DOI: <https://doi.org/10.37734/2409-6873-2021-2-6>.
2. Буряченко А., Болдова А., Москаленко Н. Фінансування дефіциту державного бюджету: маневреність у контексті управління державним боргом. *Економіка та суспільство*. 2023. № 53. <https://doi.org/10.32782/2524-007>
3. Гончар Т. Г. Еволюція портфельної теорії та сучасні реалії фінансових відносин. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету*. Серія: Економіка і менеджмент. 2016. № 16. С. 131–135.
4. Дубогриз Є. Державні банки: валіза без ручки. CASE Україна. Центр соціально-економічних досліджень. 40 с. 2021. URL: [https://cost.ua/content/uploads/sites/2/2021/12/CASE\\_zvit\\_derzh\\_banku\\_5.pdf](https://cost.ua/content/uploads/sites/2/2021/12/CASE_zvit_derzh_banku_5.pdf) (дата звернення: 10.04.2024).
5. Жердецька Л. В. Оцінка ефективності інвестиційної діяльності банків України на фондовому ринку. *Науковий вісник Одеського національного економічного університету*. 2021. № 9–10 (286–287). С. 11–17. DOI: <https://doi.org/10.32680/2409-9260-2021-9-10-286-287-11-17>.
6. Кількість банків в Україні (2008-2023). URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/banks/stat/count/2/2023-53-31> (дата звернення: 19.04.2024).
7. Коваленко В. В. Ринок цінних паперів в умовах кризи економіки України. *Регіональна економіка та управління*. 2016. № 5 (12). С. 31–34.
8. Криховецька З. М., Кохан І. В. Проблеми та шляхи вдосконалення формування фінансових ресурсів банків. *Економіка та суспільство*. 2022. № 39. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2022-39-10>

9. Лубкей Н. П. Державні цінні папери як інструмент боргової політики держави. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2016. № 14. С. 824-828.
10. Макаренко Ю. П., Сагач Т. О. Проблеми формування депозитного портфеля банків в умовах нестабільності депозитної бази та шляхи їх вирішення. *Інвестиції: практика та досвід*. 2016. № 1. С. 15-18.
11. Матвеев В. В., Гайдаржийська О. М., Василенко В. В. Дослідження депозитного портфелю як інструменту ресурсної політики банку. *Молодий вчений*. 2018. № 3 (2). С. 660-664. URL: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/molv\\_2018\\_3%282%29\\_61](http://nbuv.gov.ua/UJRN/molv_2018_3%282%29_61)
12. Мацук З. А. Фінансові послуги на ринку цінних паперів України: теорія та практика. Київ: КНЕУ, 2018. 367 с.
13. ОВДП, які знаходяться в обігу, за номінально-амортизаційною вартістю за 2023 рік. Національний банк України: веб сайт. URL: [https://bank.gov.ua/files/Depositary/T-bills\\_nom.xlsx](https://bank.gov.ua/files/Depositary/T-bills_nom.xlsx) (дата звернення: 14.05.2024).
14. Офіційний сайт НБУ. Статистика. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic> (дата звернення: 19.04.2024).
15. Фінанси: підручник / С. І. Юрій та ін.; за ред. С. І. Юрія, В. М. Федосова. 2-ге вид., переробл. і доп. К.: Знання, 2012. 687 с.
16. Шапран Н., Гапонюк М., Шапран В. Роль ринку ОВДП в системі державних фінансів України. *Фінанси України*. 2023. № 11. С. 116-128