

# Від заморозки до використання: Безпечне перетворення російських активів на інструмент відновлення України

Аналітична записка підготовлена за підтримки Міжнародного фонду Відродження

## Автори:

Яна Охріменко, PhD, Старша економістка ЦЕС

## Дата:

25 вересня 2025 р.

# ГОЛОВНЕ

Якщо ЄС конфіскує заморожені російські державні активи та передасть їх Україні, як це вплине на фінансові ринки? Чи вдасться втримати боргове навантаження країн ЄС під контролем? Щоб відповісти на ці запитання, ми досліджуємо прибутковість державних облігацій як барометр сприйняття юридичних та фінансових ризиків.

У цій записці ми аналізуємо, як прибутковість державних облігацій країн ЄС реагувала на новини про замороження та використання російських активів<sup>1</sup>. Ці дані мають дати обґрунтоване уявлення про те, як ринки можуть відреагувати на більш рішучі кроки (включаючи, конфіскацію). Основним чинником занепокоєння є юридичні та фінансові ризики, які ринки трансформують у вищі премії за ризик (а отже, вищі витрати на обслуговування боргу). Додаткове занепокоєння становить ризик відповіді РФ (контрсанкції, судові позови, перебої з платежами/енергопостачанням), але його важко кількісно оцінити через відсутність близьких історичних прецедентів.

Ми сформуваємо вибірку новин про російські активи і провели подієвий аналіз (event study) для 2-, 10- і 30-річних облігацій країн ЄС. Статистичний аналіз<sup>2</sup> допоміг нам дійти таких **ключових висновків**:

- **Спостерігається чітка короткострокова реакція ринку на новини про використання активів.** Прибутковість, як правило, дещо зростає впродовж кількох днів після оголошень, пов'язаних із використанням активів (це найбільш помітно для 10-річних облігацій).
- **Масштаб змін помірний і не має дестабілізаційного характеру.** Коливання прибутковості відносно незначні та спостерігаються протягом кількох днів після новин. Ефект можна порівняти з типовим зниженням кредитного рейтингу на один пункт в Європі (це значно нижче рівня, характерного для кризових епізодів).
- **Найбільші зміни відбуваються в середині кривої прибутковості.** Середньострокові (10-річні) облігації реагують сильніше, ніж короткострокові (2-річні); довгостроковий (30-річний) сегмент демонструє менші, але все ж помітні корекції. Це свідчить про обмежений, але ненульовий вплив на довгострокові премії за ризик.
- **Шоки не є довготривалими.** Шоки від новин вщухають у середньостроковій перспективі.

---

<sup>1</sup> Цей документ узагальнює результати академічного дослідження. Повну методологію та опис даних, перевірки надійності, та огляд літератури представлено в дослідженні [From Seizure to Spreads: How news about Russian assets confiscation moves European sovereign yields - Centre for Economic Strategy](#).

<sup>2</sup> Аналіз у короткостроковій перспективі базується на двосторонньому кластерному бутстрепі та плацебо-тестах із фіктивними подіями. Для аналізу були обрані рандомні дати з ціллю підтвердити, що спостережувані зміни прибутковості після новин про активи не були випадковими. Аби оцінити тривалість та стійкість шоків, ми розширюємо вікно до 60 торгових днів з усуненням спільного європейського фактору. Перевірки надійності свідчать, що реакції ринку є послідовними та не зумовлені випадковим шумом. З повним описом дослідження можна ознайомитися [тут](#).

## Ключові рекомендації для країн ЄС та G7:

- **Чіткість і узгоджена комунікація.** Усім членам ЄС і G7 послідовно повідомляти, що, коли і чому відбудеться. Завчасно оголошувати ключові етапи, визначати правову основу та механізми управління коштами, уникати суперечливих сигналів.
- **Калібрування випусків навколо новин.** Очікувати короткочасного, помірнього зростання прибутковості в дні оголошень важливих політичних рішень. Відповідно коригувати календарі розміщень облігацій, виконувати більші за обсягом або довгострокові операції у спокійніші періоди та використовувати стандартні інструменти управління ризиком, якщо змінити дати неможливо.
- **Зберігати послідовність і ігнорувати короткостроковий «шум».** Наші результати свідчать, що реакції ринку є тимчасовими, тому стабільна й прозора комунікація має переважати над намаганнями впорядкувати короткострокові коливання
- **Координувати з Україною дії в рамках великих програм відновлення та військової підтримки.** Завчасно оголошувати відповідні плани стосовно фінансування реконструкції та оборони (наприклад, протиповітряної оборони, розмінування, закупівлі критично важливих боєприпасів). Узгоджувати часові рамки в комунікації з ЄС/G7: чітко визначене й узгоджене використання коштів має заспокоїти інвесторів.

## КОНТЕКСТ ТА АКТУАЛЬНІСТЬ

Приблизно €300 млрд російських державних активів наразі заморожено у світі, з них близько €210-230 млрд розміщено в ЄС. У сукупності ЄС утримує близько 75-80% від загального обсягу. Дохід, який приносять ці активи (так звані надзвичайні доходи, або ERA), уже спрямовується на допомогу Україні. Проте навіть із цією допомогою фіскальна позиція України залишається напруженою, а середньострокові потреби у фінансуванні – значними. **Саме тому дискусія змістилася від замороження активів та використання прибутків до подальших – більш рішучих – кроків.**

Нещодавно Європейська комісія запропонувала [«репараційну позику»](#), забезпечену приблизно €170 млрд грошових залишків від заморожених російських активів. Хоча ця ініціатива покликана уникнути прямої конфіскації, деякі посадовці ЄС [попереджають](#), що вона все ж може спричинити турбулентність на ринках і ризики для фінансової стабільності. Побоювання масового відтоку капіталу з країн G7 є [перебільшеними](#): приблизно 80–90% світових резервів зберігаються в доларі США, євро, єні та фунті стерлінгів. Потенційні альтернативні валюти не мають повної конвертованості і не забезпечені стабільними, надійними активами. Водночас, політики висловлюють інші занепокоєння – зокрема щодо підвищення премій за ризики і загрози для стійкості державного боргу.

Це дослідження допомагає відповісти на запитання, що мають безпосереднє політичне значення: **якщо ЄС конфіскує заморожені російські державні активи та передасть їх Україні, чи впораються з цим фінансові ринки?** Чи залишаться ринки суверенного боргу ЄС

впорядкованими? Щоб обґрунтувати відповіді на них фактами, ми досліджуємо, як прибутковість державних облігацій країн ЄС змінювалась на фоні попередніх політичних кроків, пов'язаних із російськими активами (спочатку – замороження, а пізніше – використання прибутків). Оскільки прибутковість держоблігацій (яка безпосередньо визначає вартість обслуговування державного боргу) досить швидко реагує на зміни настроїв інвесторів, вона слугує показником того, як інвестори оцінюють юридичні, політичні, фінансові ризики. Якщо новини, пов'язані з активами, суттєво підвищували премії у минулому, ринкова нестабільність у випадку повної конфіскації лишається досить ймовірною. Якщо ж, навпаки, коливання були невеликими та короткочасними, системний фінансовий ризик для ЄС нижчий, ніж можна було б припустити з публічних заяв політиків.

## МЕТОДИ

Критично важливо відокремити сигнал новин про активи від впливу фіскальних і монетарних циклів. Прибутковість держоблігацій змінюються з багатьох причин (політики ЄЦБ, публікації макроданих, новин про фіскальну політику). Прості порівняння «до/після» можуть помилково приписувати значні шоки оголошенням щодо активів. Щоб уникнути цієї пастки, ми застосовуємо подієвий аналіз (event study).

Ми вивчаємо, як прибутковості урядових облігацій ЄС реагували на ключові оголошення про політику ЄС щодо заморожених російських активів. Ми відстежуємо щоденні зміни прибутковості для 2-, 10-, та 30-річних облігацій (а також спреди між 10-річними та 2-річними і між 30-річними та 10-річними облігаціями, щоб оцінити зміну нахилу кривої прибутковості).

Ми фіксуємо дати, коли посадовці оголошували про **замороження** та про **використання** активів, зосереджуючись на епізодах, що зацікавили широке коло інвесторів (за допомогою перехресної перевірки за Google Trends). Для кожного оголошення ми відстежуємо, як прибутковості облігацій змінювалися до та після нього (в межах 3-, 5- та 11-денного вікон).

Ми багаторазово повторюємо аналіз із різними комбінаціями країн і подій. Це допомагає оцінити «довірчий діапазон» для результатів (тобто, діапазон, у якому, ймовірно, знаходиться істинний ефект). Для порівняння ми тестуємо випадкові дати щоб переконатися, що ефект від новин, котрий ми спостерігаємо, не є результатом простого збігу.

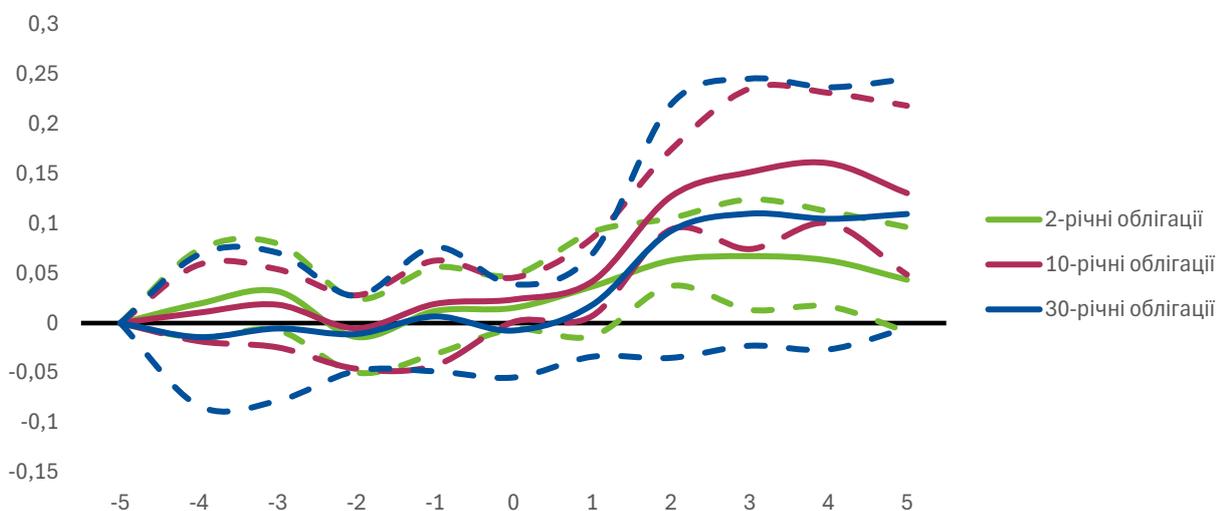
Виходячи за межі короткотермінового аналізу, ми відстежуємо зміни прибутковості близько двох місяців. Для надійності ми фільтруємо спільний європейський фактор, щоб бачити зміни, специфічні для окремих країн.

**Ми дотримуємося консервативного підходу:** застосовуємо ресемплінг, встановлюємо суворі критерії перевірки в плацебо-тестах і використовуємо надійні методи оцінювання. Таким чином ми зменшуємо ймовірність недооцінки фінансових ризиків для ЄС.

# РЕЗУЛЬТАТИ

**Новини про замороження активів не спричинили помітного впливу на ринки.** Новини про використання активів мали помірний і тимчасовий ефект, переважно для 10-річних облігацій. Прибутковість 10-річних облігацій зростала між другим і п'ятим днем після оголошення про використання активів, досягнувши максимальної кумулятивної зміни у 16 б.п. ( $\pm 6$  б.п.) на четвертий день. Прибутковість 2-річних облігацій майже не змінилася і швидко стабілізувалася. Прибутковість 30-річних облігацій не продемонструвала достовірної реакції.

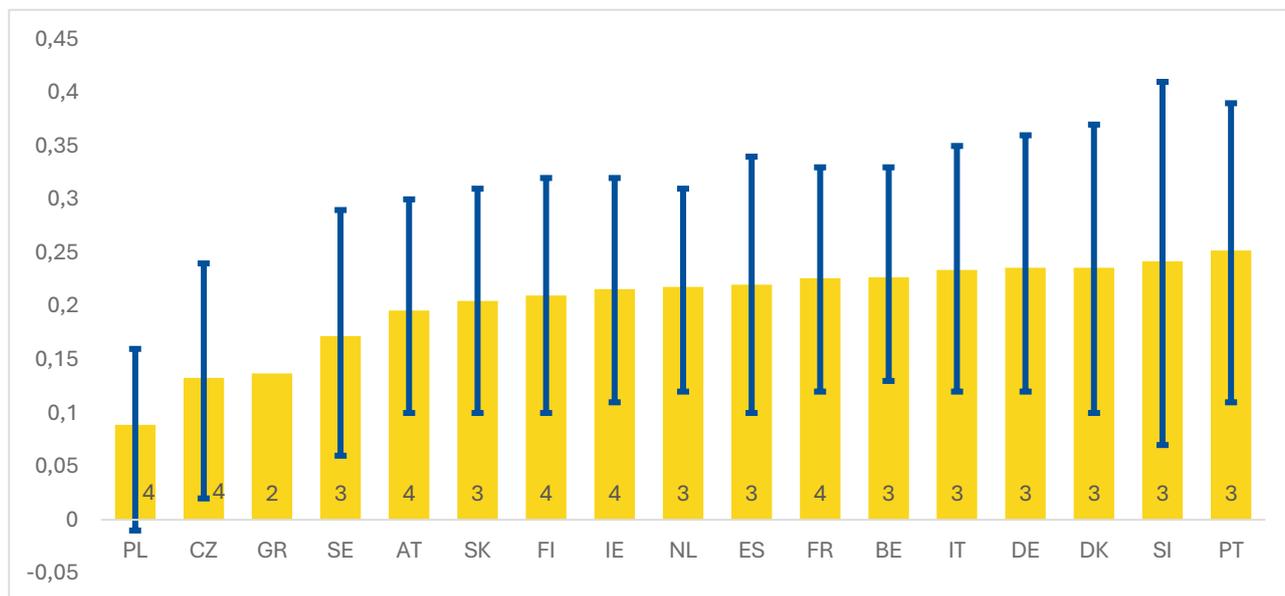
Рисунок 1. Загальна зміна (у в.п.) прибутковості 2-, 10-, та 30-річних держоблігацій ЄС навколо новин про використання активів. Мінімальні та максимальні оцінки показано пунктирними лініями.



Джерело: Розрахунки Центру економічної стратегії. Примітка: для візуалізації обрано реакції на події, пов'язані з використанням активів, оскільки саме вони формують найчіткіший і найсильніший ринковий сигнал у наших тестах; вплив є найбільш вираженим у межах (-5; +5) вікна.

Для окремих країн, реакція 10-річних облігацій досягала піку переважно на третій день після новин про використання активів. Масштаби відрізнялися, але навіть у верхній межі ефект залишався нижчим за 25 б.п. ( $\pm 14$  б.п.). У випадку 30-річних облігацій лише кілька країн (Франція, Бельгія, Португалія, Італія) продемонстрували достовірне, але значно помірніше (у порівнянні з 10-річними облігаціями) зростання прибутковості.

Рисунок 2. Зміна прибутковості 10-річних облігацій в окремих країнах ЄС у день пікової реакції на новини про використання активів. Стовпчики показують величину зміни; планки похибки показують мінімальні та максимальні оцінки; числа всередині стовпчиків позначають день піку.



Джерело: розрахунки Центру економічної стратегії. Примітка: для візуалізації обрано реакції на події, пов'язані з використанням активів, оскільки саме вони формують найчіткіший і найсильніший ринковий сигнал у наших тестах; вплив є найбільш вираженим у межах (-5; +5) вікна і для 10-річних облігацій.

**У середньостроковій перспективі, ринки заспокоїлися.** Через два тижні після новин про використання активів прибутковість 10-річних облігацій не демонструвала достовірного зростання. На той момент кумулятивна зміна прибутковості становила близько 8 б.п. ( $\pm 7$  б.п.).

Для ринків ризику, пов'язані з російськими активами – це загальноєвропейська, а не локальна проблема. Відповідно, подальші рішення, ймовірно, впливатимуть на держави-члени приблизно однаково в середньостроковому горизонті.

## ВИСНОВКИ

**Замороження активів майже не позначилося на ринку держоблігацій. А от новини про їхнє використання викликали реакцію, хоч і помірну.**

На довшій відстані – близько двох тижнів – ефект не посилюється, а зникає. За масштабом він схожий на реакцію на рутинні новини (скажімо, зниження кредитного рейтингу), і помітно менший, ніж під час кризових епізодів.

Основний висновок – необхідність чіткої комунікації та послідовного планування. Європейська комісія, Рада ЄС та Європейська служба зовнішніх справ мають завчасно оголошувати ключові дати, а також дотримуватися єдиної позиції з G7. Національні агентства з управління боргом

мають уникати великих розміщень 10-річних (та, меншою мірою, 2-річних) облігацій протягом 2-5 днів після оголошень про використання активів. ЄЦБ і національні центральні банки можуть сприяти стабільності, підтверджуючи незалежність монетарної політики від фіскальних чи юридичних рішень, а також сигналізуючи про готовність за потреби підтримати функціонування ринку. Україна повинна завчасно представити достовірний, цільовий план використання коштів і узгодити графік із комунікацією ЄС та G7.

У сукупності ці кроки дозволять Європі просуватися вперед у питанні російських активів, водночас зберігаючи стабільність на фінансових ринках. Моніторинг кількох більш чутливих емітентів у дні оголошень може додатково допомогти стримувати короточасну волатильність.

## КЛЮЧОВІ РЕКОМЕНДАЦІЇ

Інституція	Рекомендація	Обґрунтування
Європейська комісія / Рада ЄС / Європейська служба зовнішніх справ	<p>Дотримуватись єдиної, узгодженої позиції ЄС/G7.</p> <p>Зберігати послідовність і не реагувати на «шум», адже шоки є тимчасовими. Підтримувати стабільну, прозору комунікацію та уникати реакцій на короточасні коливання ринку.</p>	<p>Новини про використання активів підвищують прибутковість 10-річних облігацій на кілька днів (приблизно між днями +2...+5), однак загальні коливання залишаються помірними; чітка завчасна комунікація «згладжує» шоки та робить їх короточасними.</p>
Національні агентства з управління боргом	<p>Уникати великих розміщень 10-річних/2-річних облігацій з 2-го по 5-й день після оголошень про використання активів.</p> <p>Заздалегідь зарезервувати спокійніші часові вікна для великих випусків 10-річних/2-річних облігацій.</p>	<p>Найсильніше реагують 10-річні облігації; реакція 2-річних є незначною й короточасною, а 30-річних – ще слабшою або невизначеною. Сигнали зникають, а не накопичуються протягом приблизно двох тижнів; тому невеликі зміщення у часі дозволяють знизити витрати на обслуговування боргу без скасування емісії.</p>
ЄЦБ та національні центральні банки	<p>У дні оголошень важливих політичних рішень підтверджувати незалежність монетарної політики від фіскальних/юридичних рішень.</p> <p>Нагадати, що за потреби існують інструменти стабілізації ринку.</p> <p>Узгоджувати комунікацію, щоб уникати змішаних сигналів.</p>	<p>Рішення про використання російських активів сприймаються ринками як загальноєвропейський чинник; утримання очікувань під контролем має обмежити поширення ефектів і стримати зростання прибутковості 10-річних облігацій.</p>

Уряд України	Завчасно оприлюднювати портфель проєктів і часові рамки. Забезпечити цільове управління та звітність. Узгоджувати часові рамки в комунікації з ЄС/G7.	Чітко визначені напрями використання коштів можуть знизити премії за ризик; реакції ринку залишатимуться помірними й короткочасними за умов зменшення невизначеності.
--------------	---	---

---

*Центр економічної стратегії (ЦЕС) – незалежний аналітичний центр із дослідження державної політики. Метою діяльності ЦЕС є підтримка реформ в Україні задля досягнення стійкого економічного зростання країни. Центр сприяє розробці стратегії економічного розвитку України, аналізує найважливіші аспекти державної політики та працює над зміцненням громадської підтримки реформ. Центр засновано у травні 2015 року..*

*Для отримання додаткової інформації про ЦЕС, будь ласка, зв'яжіться з нашим директором із комунікацій В'ячеславом Ноздріним. - [viacheslav.nozdrin@ces.org.ua](mailto:viacheslav.nozdrin@ces.org.ua). Ми також запрошуємо відвідати [наш вебсайт](#).*

---