

DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2026-83-145>

УДК 336.767

# ТРАНСФОРМАЦІЯ РОЛІ ОБЛІГАЦІЙ У ГЛОБАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПОРТФЕЛЯХ: АНАЛІЗ ДОХІДНОСТІ ТА КОРЕЛЯЦІЙ (2008–2025)

## BONDS ROLE TRANSFORMATION IN GLOBAL INVESTMENT PORTFOLIOS: AN ANALYSIS OF RETURNS AND CORRELATIONS (2008–2025)

**Мікулов Сергій Володимирович**

аспірант 3-го курсу,

Харківський національний університет імені В.Н. Каразіна

ORCID: <https://orcid.org/0009-0001-4035-0190>**Mikulov Serhii**

V. N. Karazin Kharkiv National University

Стаття присвячена комплексному аналізу ролі облігацій у довгострокових інвестиційних портфелях домогосподарств в умовах кризових явищ та підвищеної макроекономічної невизначеності. Показано, що традиційні рекомендації щодо інвестиційних портфелів не можуть розглядатися як універсальні для інвесторів у країнах з нестабільними інститутами, підвищеним суверенним ризиком та низьким рівнем державного соціального захисту. Обґрунтовано, що облігації виконують не лише раціональну функцію – диверсифікації доходності, але й психологічну функцію – зниження поведінкових ризиків, пов'язаних із страхом втрат та схильністю до панічних рішень під час ринкових шоків. Отримані висновки мають практичне значення для формування персональних фінансових планів, розроблення інвестиційних рекомендацій та побудови продуктів колективного інвестування, орієнтованих на приватних інвесторів в умовах невизначеності.

**Ключові слова:** облігації, портфельна теорія, поведінкові фінанси, інвестиційний портфель, ризик, доходність.

The article devoted to aim to revise the role of bonds in the construction of long-term investment portfolios in an era of recurrent crises, heightened macroeconomic volatility and structural shifts in global capital markets. The relevance of this topic stems from the erosion of the traditional “60/40” paradigm, the resurgence of bond yields after a prolonged low-rate environment, and the specific vulnerabilities faced by investors in economies with elevated sovereign risk, fragile institutions and limited social support. In such contexts, the conventional view of bonds as a purely defensive asset class becomes insufficient, as their contribution must be evaluated not only through the lens of expected returns and variance, but also in terms of behavioural responses and the sustainability of household financial decisions over the life cycle. The study employs a combination of quantitative and qualitative methods, integrating elements of classical portfolio theory with insights from behavioural finance. On the quantitative side, it relies on long-horizon data for major asset classes over the period 2008–2025, including time series of returns, volatility and cross-asset correlations under different macroeconomic regimes characterised by changing inflation and interest rate environments. On the qualitative side, the analysis incorporates scenario-based reasoning and practitioner-oriented observations regarding investor behaviour, with particular emphasis on loss aversion, panic selling and the perceived safety of government securities. The results demonstrate that bonds cannot be treated as a homogeneously “low-risk” asset, since their relative riskiness and portfolio contribution are highly sensitive to macroeconomic conditions and market stress episodes. The empirical evidence shows alternating phases in which bonds either cushion equity drawdowns or amplify portfolio risk, challenging the simplistic application of static asset allocation rules. At the same time, the findings indicate that, for many private investors, especially in emerging and crisis-prone economies, the presence of bonds in the portfolio helps to stabilise cash flows, reduce the amplitude of drawdowns and mitigate behaviourally driven errors such as capitulation at market troughs. The practical value of the article lies in providing a more nuanced framework for incorporating bonds into household investment strategies and advisory practice. The insights can be applied in the design of personal financial plans, the development of retirement-oriented products and the structuring of collective investment vehicles that better align with the needs of private investors operating under persistent uncertainty.

**Keywords:** bonds, portfolio theory, behavioural finance, investment portfolio, risk.



**Постановка проблеми.** Питання оптимальної структури інвестиційного портфеля є головним у теорії та практиці управління активами, ціль якого знайти оптимальний баланс між дохідністю та безпекою. Невірна структура портфеля може призвести як до втрати капіталу через паніку, неправильний вибір часу для його вирівнювання (ребалансування), так і до недостатнього довгострокового зростання при невиправдано консервативному підході.

Традиційні рекомендації щодо розподілу активів між акціями та облігаціями (60% акцій, 40% облігацій) довгий час вважалась золотим стандартом для «типового» інвестора. Ці рекомендації базуються на припущенні про негативну кореляцію між цими двома класами активів: коли акції падають, облігації зростають, забезпечуючи «подушку безпеки» для портфеля. Однак реальність фондового ринку поставила цей підхід під серйозні сумніви.

В XXI ст. світові ринки акцій та облігацій показували як від'ємну так і позитивну кореляцію під час екстремальних подій: криза 2008 року, COVID 2020 року, висока інфляція 2022 року. В часи таких «хвостових» подій з'являються теорії, які «по черзі» ставлять під сумнів необхідність акцій чи облігацій у довгострокових портфелях [1; 11; 12; 13].

В Україні ситуація виявляється ще більш контрастною та парадоксальною. За відсутності розвинутого ринку капіталів, головну роль у локальних інвестиційних портфелях домогосподарств та фінансового сектору відіграють державні облігації. Це відбувається на фоні війни, череді дефолтів та реструктуризацій державному боргу. Має місце парадокс: академічна наука рекомендує переважну портфельну долю акцій, як оптимальну стратегію для довгострокових інвесторів, тоді як практика українських інвесторів демонструє постійний і навіть зростаючий попит на державні облігації, в тому числі під час війни та пов'язаної з нею макроекономічної невизначеності.

Таким чином, проблема, яка потребує дослідження полягає в наступному: як узгодити висновки сучасної академічної теорії об акціях, як «локомотиві дохідності» портфелю з очевидною практичною потребою інвесторів у облігаціях як компоненті своїх портфелів? Актуальність цієї проблеми зростає в контексті глобальної невизначеності, високого рівня інфляції та процентних ставок і повернення облігацій «на сцену», як привабливого портфельного активу після десятиліття низьких

доходів та трансформації фінансових ринків у геополітично непередбачуваному світі.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Markowitz Н. в своїй теорії управління портфелем звернув увагу, що врахування кореляції складових портфелю є критичним – чим вона нижча, тим більше ефект диверсифікації [10]. Історичні дані XX ст. (особливо для США та інших розвинених ринків) показували широкий діапазон кореляції між дохідностями акцій та облігацій. На думку Molenaar R., Swinkels L. це створило підґрунтя для розповсюдженої в інвестиційному світі рекомендації 60/40 (акції / облігації), як оптимального компромісу між дохідністю та ризиком для «типового» інвестора [14]. Однак подальші дослідження Vanguard виявили, що кореляція акцій та облігацій не є сталою величиною. Вона критично залежить від макроекономічних показників: рівня відсоткових ставок, інфляції та характеру фінансових криз [21].

Для врахування індивідуальних особливостей довгострокових інвесторів Campbell, J.Y., Viceira, L.M. запропонували модель управління портфелем протягом життєвого циклу, яка враховує вік інвестора, його human capital (майбутні доходи), змінність облікової ставки центробанків (безризикової ставки дохідності) [3]. Практична імплементація цих теорій привела до створення індустрією управління активами (Vanguard) нових видів інвестиційних фондів target date funds, які використовують так звані glide paths стратегії, заздалегідь визначені траєкторії зниження частки акцій у портфелі з наближенням інвестора до пенсійного віку [22].

Anarkulova A. та McQuarrie E.F. ставлять під сумнів необхідність облігацій у довгострокових портфелях. З їх точки зору, для максимізації очікуваної корисності інвестиційний портфель не має мати облігацій [1; 12]. В той же час Merkle C., Ruenzi S. відстоюють протилежну думку – інвестори з високою чутливістю до ризику, які свідомо обирають більш консервативні портфелі з облігаціями, у довгостроковому періоді часто досягають кращих результатів, ніж агресивні інвестори. Причина криється в дисципліні і відсутності панічних продажів. Таким чином, облігації можуть покращувати поведінкову корисність портфеля, навіть якщо вони математично знижують очікувану дохідність [13].

Дослідження Kahneman D., Tversky A. в галузі поведінкових фінансів свідчать, про те що люди переважно оцінюють втрати та прибутки не раціонально, а асиметрично – біль

від втрати приблизно у 2-2,5 рази перевищує задоволення від прибутку [9]. В реальних умовах це означає, що інвесторам психологічно складно витримувати великі коливання портфеля (30-50%), навіть якщо вони раціонально розуміють, що портфель забезпечить позитивні доходи у довгостроковому періоді. В такі часи вони схильні продавати акції «на дні», фіксуючи втрати й пропускаючи відновлення ринку.

Cosso J.F., Gomes F.J. звертають увагу, на те що як академічні моделі, так і практичні моделі управління портфелями в якості додаткового «безризикового» інструменту припускають стійкість інститутів: гарантована державна пенсія, медичне страхування, стабільність ринків праці, регулятори, що мають захищати інвесторів. Але це не завжди відповідає реаліям у країнах з нестабільною економікою [4].

Українська наукова література останніх років також приділяє значну увагу ролі облігаціям. На думку О.Пернарівського, Л. Богривонцевої, О. Ключко вони відіграють роль головного інструмента заощаджень домогосподарств, особливо в умовах воєнного стану та високої макроекономічної невизначеності. [16; 2]. Задоя А.О. дослідив особливості довгострокових трендів розвитку ринку державних облігацій на прикладі країн Центральної та Східної Європи. Нажаль у воєнні часи, український ринок характеризується структурними диспропорціями: короткостроковістю більшості випусків, високою залежністю від монетарної політики НБУ та обмеженою ліквідністю вторинного ринку. Все це обмежує можливості їх використання, як довгострокового інвестиційного інструменту [23].

**Виокремлення невіршених раніше частин загальної проблеми.** У межах наявних теоретичних і емпіричних досліджень проблема ролі облігацій у довгостроковому інвестиційному портфелі розглядається переважно в контексті розвинених фінансових ринків із усталеними інститутами, прогнозованою монетарною політикою та розвинутою системою соціального захисту. Отримані на цій основі висновки щодо доцільності 100% акційних портфелів або зниження частки облігацій з часом часто механічно переносяться на інші країни без урахування їхніх макроекономічних, інституційних та поведінкових особливостей. Водночас для економік із високим рівнем макроекономічної волатильності, підвищеним суверенним ризиком та обмеженим доступом домогосподарств до глобальних

фінансових інструментів такі рекомендації можуть виявитися не лише нерелевантними, а й потенційно шкідливими. Саме заповненню цієї прогалини, а також переосмисленню ролі облігацій як інструмента одночасно фінансового та поведінкового ризик-менеджменту, присвячено дану статтю.

**Мета статті.** Метою статті є теоретичне обґрунтування та визначення ролі облігацій у довгострокових інвестиційних портфелях приватних інвесторів, що базується на синтезі класичної портфельної теорії та поведінкових фінансів, з урахуванням специфіки макроекономічних викликів. Ця стаття доповнює попередні дослідження ринку державних цінних паперів, зосереджуючись саме на домогосподарствах, як інвесторах та їхніх специфічних потребах та необхідності використовувати сильні сторони міжнародних інвестиційних інструментів, досягаючи таким чином зменшення ризиків через глобальну диверсифікацію складових інвестиційного портфеля.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** За оцінками MSCI, глобальний ринок боргових інструментів перевищує 142 трлн доларів США, що майже в 1,3 рази більше, ніж ринок акцій (~109 трлн доларів США). Структура ринку облігацій включає: суверенні, корпоративні, муніципальні та квазі-державні облігації [15]. Слід також згадати, що історія облігацій є більш тривалою (XII ст., Венеція), ніж у акцій (XIV, Голландія). Емпіричне дослідження, що охоплює поведінку американського ринку за останні 100 років, виявляє цікаву картину «протистояння та співпраці» акцій та облігацій. В більшості періодів річна дохідність облігацій була більшою за акції (рис. 1). Останні 50 років, майже кожного разу, коли утворювався стійкий тренд на більшу річну прибутковість акцій ніж в облігацій на фондовому ринку відбувалась криза: 1987 – Чорний понеділок, 2000 – Криза доткомів, 2007 – Криза іпотечного боргу, 2020 – COVID. Зараз цей тренд знову триває, при чому він сягнув рекордних відміток.

Для пошуку відповідей на ці екстремальні показники, автором було проведено статистичний аналіз кореляції, дохідності та ризику основних класів активів в залежності від макроекономічних показників рівень інфляції та облікової ставки. Результати аналізу приведено в Таблиці 1.

В якості репрезентативних представників основних класів активів було обрано відповідні їм ETF (exchange traded funds) компанії Blackrock, сукупна сума активів під управлін-

## S&P 500 to Bonds Ratio



Рис. 1. Співвідношення річної дохідності інвестицій в акції та облигації США за 1975–2025 рр.

Джерело: сформовано на основі [19]

ням якої становить понад 14 трильйонів доларів [12].

Аналіз було проведено за період з 2008 по 2025 рік щоб охопити періоди з різними макроекономічними показниками. На Рисунку 2 проаналізовано за цей період динаміку облікової ставки та балансу ФРС, індексу споживчих цін (інфляції) та дохідності 20ти річних казначейських зобов'язань США, які прийнято вважати індикативом безризикової дохідності довгострокових облигацій.

Період було розділено на два періоди: 2008-2020 – помірні рівні інфляції та облікової ставки в розвинутих країнах та 2021-2025 – високі рівні інфляції та облікової ставки. На Рисунках 3,4 зроблено аналіз кореляція тих самих класів інвестиційних активів, які було представлено в Таблиці 1.

З результатів аналізу можна побачити, що в період 2008-2020 років, коли центральні банки утримували процентні ставки близько нуля й проводили масивні програми кількісного послаблення кореляція між дохідністю акцій та облигацій США була низькою та становила лише -20% (тікери IVV vs AGG на Рисунку 3). Тобто в ті часи облигації діяли як ефективний хедж проти падіння акцій. Розвинені ринки (EFA) та emerging markets (EEM)

також демонстрували помірні позитивні кореляції з облигаціями (AGG) на рівні -26% та -7% відповідно (рис. 3). Все це дозволяло інвесторам будувати ефективні з точки зору management portfolio theory портфелі, у тому числі так звана стратегія «60/40» за % акцій / облигацій.

Але з після пандемії ситуація на фондовому ринку суттєво змінилася. Після 2020 року ФРС в 2 рази збільшило свій баланс за рахунок викупу з ринку державних та корпоративних облигацій. На початку це призвело до відновлення ринку акцій та облигацій у 2020 році. Після піку пандемії, почали відновлюватись споживацький та промисловий попит, що призвело до зростання інфляції. Центробанки впроваджували монетарне реагування через підняття облікової ставки. ФРС також почав скорочувати свій баланс – розпродавати облигації на ринку. В 2021-2024 рр., це негативно вплинуло на фондовий ринок, ціни падали на всі активи. З 2024 року інфляція зупинила зростання і регулятори припинили або полегшили монетарний вплив, що призвело до відновлення ринків, при цьому темпи відновлення були різними для акцій та облигацій, що можна спостерігати в Таблиці 1.

Таблиця 1

## Дохідності та стандартне відхилення класів активів за 2008–2025 рр.

Назва ETF	Тикер	Дохідність (% річних)			Волатильність* (% річних)		
		2008-2020	2021-2025	2008-2025	2008-2020	2021-2025	2008-2025
<b>Акції</b>							
iShares Core S&P 500 ETF	IVV	9,74%	14,42%	11,02%	15,91%	15,16%	15,68%
iShares Core S&P Mid-Cap ETF	IJH	9,57%	8,93%	9,39%	19,15%	17,92%	18,78%
iShares Core S&P Small-Cap ETF	IJR	9,77%	7,22%	9,05%	20,83%	19,74%	20,49%
iShares MSCI EAFE ETF	EFA	2,43%	9,01%	4,21%	18,66%	14,84%	17,66%
iShares MSCI EAFE Small-Cap ETF	SCZ	5,03%	5,63%	5,19%	20,12%	15,93%	19,01%
iShares MSCI Emerging Markets ETF	EEM	2,31%	3,56%	2,65%	22,57%	15,51%	20,81%
Медіанне значення		7,30%	8,08%	7,12%	19,64%	15,72%	18,90%
<b>Облігації</b>							
iShares Core US Aggregate Bond ETF	AGG	4,20%	-0,40%	2,90%	3,77%	6,44%	4,68%
iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF	SHY	1,60%	1,63%	1,61%	1,19%	2,04%	1,47%
iShares 7-10 Year Treasury Bond ETF	IEF	4,92%	-1,82%	3,00%	6,34%	7,61%	6,75%
iShares 20+ Year Treasury Bond ETF	TLT	7,28%	-8,37%	2,68%	14,05%	14,82%	14,38%
iShares TIPS Bond ETF	TIP	3,91%	0,88%	3,06%	5,74%	6,13%	5,85%
iShares iBoxx \$ Invmt Grade Corp Bd ETF	LQD	6,25%	-0,83%	4,23%	7,83%	9,76%	8,43%
Медіанне значення		4,56%	-0,62%	2,95%	6,04%	7,03%	6,30%
<b>Інші активи</b>							
Vanguard Real Estate ETF	VNQ	7,02%	4,63%	6,35%	23,62%	18,90%	22,37%
SPDR Gold Shares	GLD	6,11%	17,33%	9,11%	17,82%	14,47%	16,97%
Invesco DB Commodity Tracking	DBC	-5,38%	11,81%	-0,89%	19,82%	14,66%	18,61%

\*розраховано, як стандартне відхилення середнього значення дохідності

Джерело: сформовано автором на основі [17]

Внаслідок цих подій кореляція між акціями та облігаціями збільшилася до 60-90% (рис. 4). Це означає, що облігації припинили виконувати традиційну функцію захисту портфелю від ризику – коли акції падали, облігації падали разом з ними через зростання дохідностей, а не компенсували це падіння.

Ці емпіричні дослідження свідчать, що кореляція між акціями та облігаціями є динамічною і залежною від макроекономічного режиму. Класична рекомендація 60/40 порт-

феля, заснована на історичних кореляціях 2010-х років, виявилася неефективною у період 2021-2025, коли саме той вид монетарної політики, який історично призводив до негативної кореляції акції – облігації, був змінений у протилежний напрямок. Варто відмітити, що дохідність та ризик інвестицій в акції на довгостроковому горизонті накопичуваним підсумком, є більшою ніж у облігацій. На горизонті 2008-2025 рр. дохідність у акцій (7,12% річних) більше в 2,4 рази ніж у облігацій

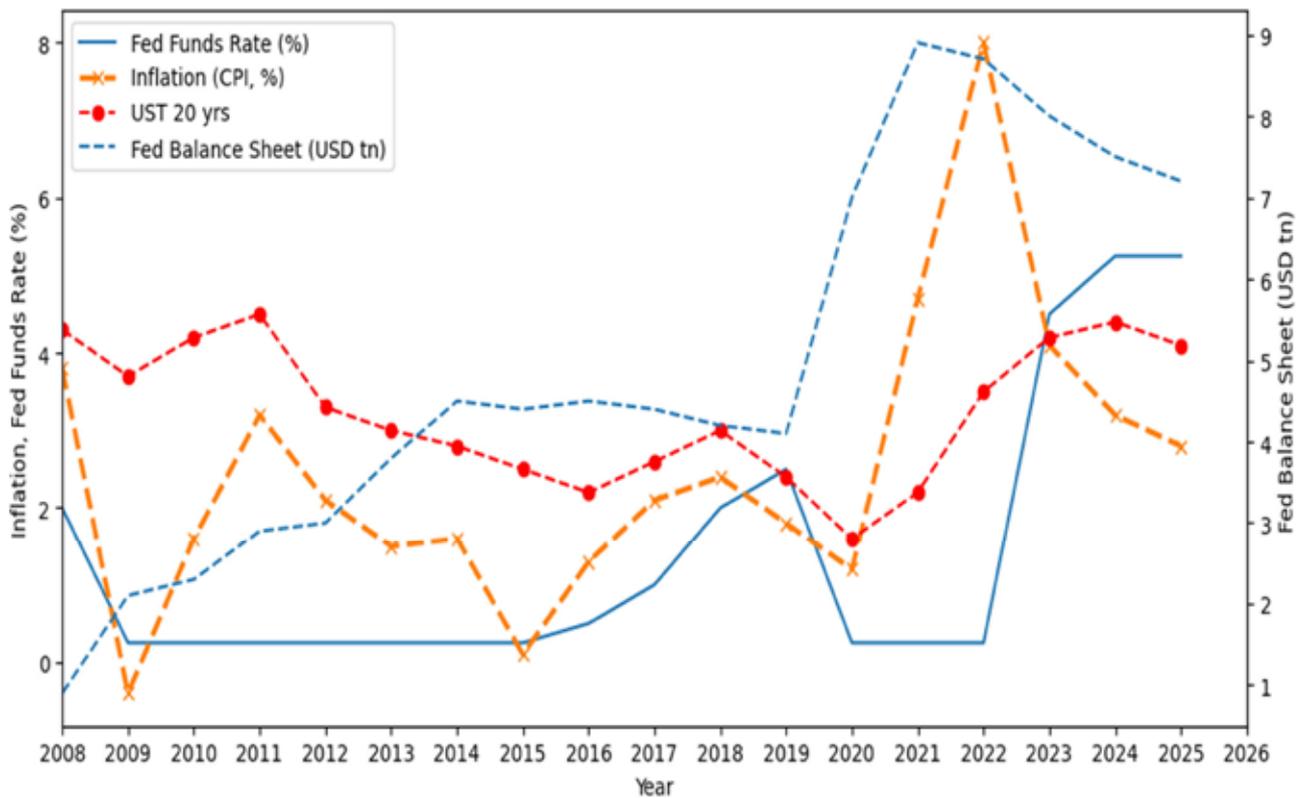


Рис. 2. Динаміка балансу ФРС , інфляції, облікової ставки, доходності 20-ти річних treasuries США  
 Джерело: сформовано автором на основі [5-8]

### Asset Correlations

Name	Ticker	IVV	EFA	EEM	AGG	SHY	TLT	VNQ	GLD	DBC
iShares Core S&P 500 ETF	IVV	1.00	0.94	0.77	-0.20	-0.61	-0.52	0.74	0.11	0.62
iShares MSCI EAFE ETF	EFA	0.94	1.00	0.86	-0.26	-0.60	-0.63	0.66	0.17	0.67
iShares MSCI Emerging Markets ETF	EEM	0.77	0.86	1.00	-0.07	-0.48	-0.57	0.66	0.52	0.75
iShares Core US Aggregate Bond ETF	AGG	-0.20	-0.26	-0.07	1.00	0.63	0.79	0.06	0.68	0.02
iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF	SHY	-0.61	-0.60	-0.48	0.63	1.00	0.58	-0.56	0.29	-0.29
iShares 20+ Year Treasury Bond ETF	TLT	-0.52	-0.63	-0.57	0.79	0.58	1.00	-0.28	0.19	-0.42
Vanguard Real Estate ETF	VNQ	0.74	0.66	0.66	0.06	-0.56	-0.28	1.00	0.31	0.55
SPDR Gold Shares	GLD	0.11	0.17	0.52	0.68	0.29	0.19	0.31	1.00	0.54
Invesco DB Commodity Tracking	DBC	0.62	0.67	0.75	0.02	-0.29	-0.42	0.55	0.54	1.00

Asset correlations for time period 01/01/2008 - 12/31/2020 based on annual returns

Рис. 3. Кореляція основних класів активів за 2008–2020 рр.  
 Джерело: сформовано автором на основі [17]

## Asset Correlations

Name	Ticker	IVV	EFA	EEM	AGG	SHY	TLT	VNQ	GLD	DBC
iShares Core S&P 500 ETF	IVV	1.00	0.69	0.56	0.81	0.71	0.87	0.85	0.22	-0.11
iShares MSCI EAFE ETF	EFA	0.69	1.00	0.92	0.92	0.80	0.95	0.51	0.70	-0.25
iShares MSCI Emerging Markets ETF	EEM	0.56	0.92	1.00	0.91	0.89	0.85	0.25	0.91	-0.44
iShares Core US Aggregate Bond ETF	AGG	0.81	0.92	0.91	1.00	0.95	0.97	0.48	0.67	-0.49
iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF	SHY	0.71	0.80	0.89	0.95	1.00	0.86	0.27	0.74	-0.68
iShares 20+ Year Treasury Bond ETF	TLT	0.87	0.95	0.85	0.97	0.86	1.00	0.66	0.55	-0.30
Vanguard Real Estate ETF	VNQ	0.85	0.51	0.25	0.48	0.27	0.66	1.00	-0.13	0.39
SPDR Gold Shares	GLD	0.22	0.70	0.91	0.67	0.74	0.55	-0.13	1.00	-0.48
Invesco DB Commodity Tracking	DBC	-0.11	-0.25	-0.44	-0.49	-0.68	-0.30	0.39	-0.48	1.00

Asset correlations for time period 01/01/2021 - 12/31/2025 based on annual returns

**Рис. 4. Кореляція основних класів активів за 2021–2025 рр.**

*Джерело: сформовано автором на основі [17]*

(2,95%), а ризик у акцій більше 3 рази: 18,90% річних акцій та 6,3% облігації (табл. 1). Балансування акцій та облігацій в різних пропорціях, як базових активів портфелю, дозволяє краще керувати дохідністю та ризиком інвестиційного портфелю. Запорукою оптимальної пропорції є дотримання ключового правила management portfolio theory – обирати активи в портфель які мають меншу кореляцію з існуючими компонентами портфелю та найвищу дохідність з ступенем ризику, прийнятним для інвестора але найнижчу в порівнянні з існуючими альтернативами.

В залежності від ступеню прийнятного ризику, кожен інвестор обирає портфель з певним співвідношенням акцій та облігацій. Діапазон коливань дохідності таких портфелів є меншими, ніж у портфелів, які складаються лише з одного активу (рис. 5). Тому не варто вважати облігації «додатком» до акцій. Це повноцінна інвестиційна категорія з власними ринком, логікою та характеристиками.

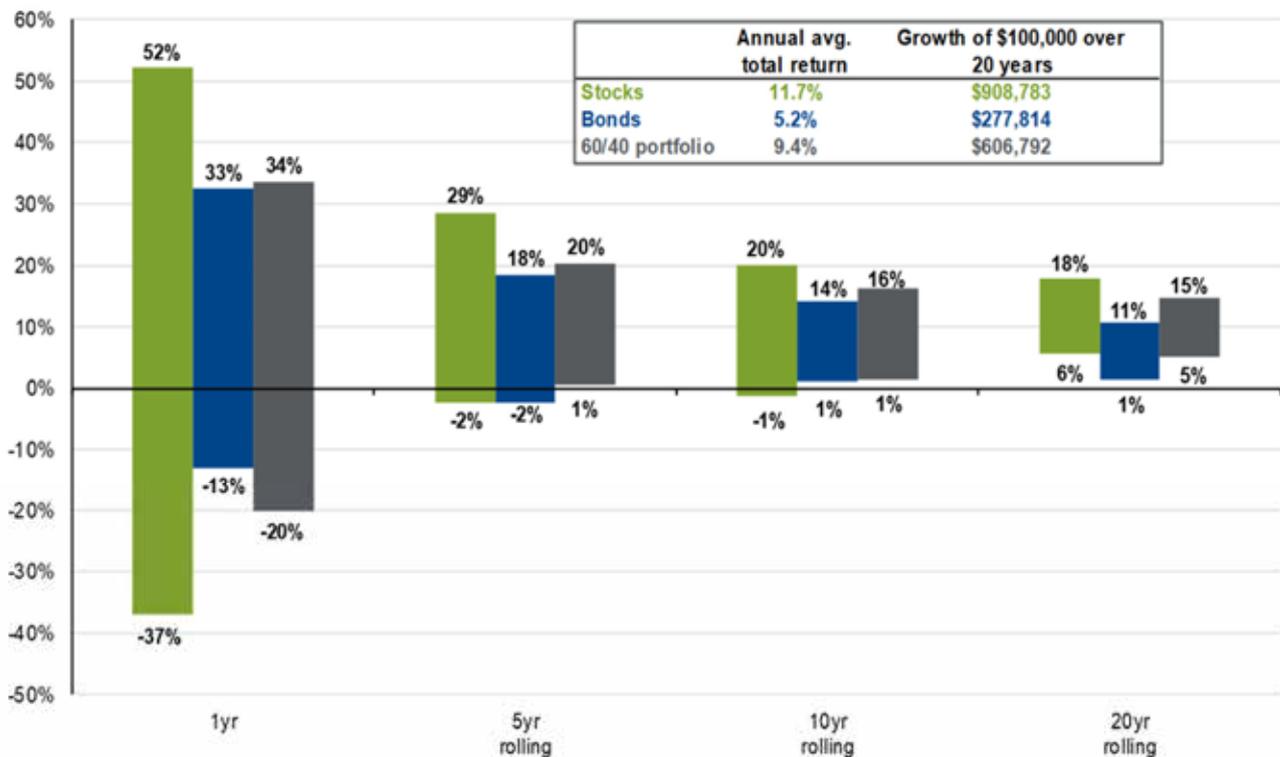
Проте серед науковців є і інші точка зору. У 2025 році Anarkulova, Cederburg та O'Doherty [1] провели дослідження на базі 134-річної історії дохідностей фондових ринків в 39 розвинених країнах та склали модель, яка враховує зміну трудових доходів, соціальної підтримки та обмежену поінформованість інвестора. На точку зору дослідників оптимальний з точки зору максимізації очіку-

ваної корисності портфель практично не має містити облігацій (1/3 акцій ринку розвинутої країни перебування та 2/3 акцій ринків інших розвинених країн). Тому портфелі інвесторів, які приймають рішення на основі евристичних правил побудованих на базі скорочених вибірок історичних даних та спрощених уявлень про ризик (bounded rationality) не є оптимальними з точки зору формальної оптимізації очікуваної корисності. Такими спрощеними портфельними теоріями вважаються: портфелів 60/40 (акції/облігації) або портфелі, де % облігацій визначається як вік інвестора або glide-path стратегії [14], яка передбачають поступове зменшення долі акцій в портфелі по мірі наближення пенсійного віку інвестора. В результаті домогосподарство з портфелем 60/40 має подвоїти норму заощаджень (з 10% до 19,4% доходу), щоб досягти той же рівень очікуваної корисності на пенсії, як і домогосподарство з оптимальним портфелем.

Це дослідження контрастує з думкою, що облігації менш ризикові, ніж акції. І хоча запропонована Anarkulova et al. є якісною, обґрунтованою на великому масиві даних, все ж таки вона має серйозні обмеження, особливо для інвесторів в країнах з нестабільною економікою. Досвід автора по спілкуванню з українськими приватними інвесторами також свідчить про те, що з метою диверсифікації ризиків поміж різних класів інвестиційних

**Range of stock, bond and blended total returns**

Annual total returns, 1950 - 2025



**Рис. 5. Діапазон коливань доходності в інвестиційних портфелях, що складаються з різних пропорцій акцій та облігацій за різні періоди**

*Джерело: сформовано на основі [20]*

активів та планування стабільного грошового потоку більшість з них мають облігаційні інструменти в інвестиційному портфелі. В Таблиці 2 проаналізовано сильні та слабкі сторони цієї теорії.

В порівнянні з іншими інвестиційними активами облігаційні інструменти мають певні переваги: меншу волатильність, більшу стабільність грошового потоку. Ці переваги є особливо цінними для довгострокового інвестора під час його виходу на пенсію. Стабільність грошового потоку облігацій залежить від двох елементів: номінальна доходність облігації або купонний дохід, який носить регулярний характер (зазвичай раз на півроку) та інвестиційний прибуток/ збиток внаслідок зміни ціни через рух ставок та дисконту/ премії до номіналу облігації, який реалізується при її погашенні.

При інвестуванні в облігації за допомогою інвестиційних фондів (ETF, КІФ, ПІФ і т.п.), характер грошового потоку змінюється за рахунок того, що купонні виплати та інвестиційні прибутки регулярно розподіляються поміж учасниками таких фондів у вигляді

дивідендів на ще більш регулярній основі (зазвичай щомісячно або щоквартально). Перевагою облігаційних інвестиційних фондів є широка диверсифікація кредитних ризиків емітентів, бо вони можуть володіти облігаціями сотень або навіть тисяч різних емітентів, що майже недоступно для звичайного інвестора та краща регулярність виплат. До недоліків таких фондів можна віднести періодичні купівлі – продажі облігацій з активів фонду слідування за певним бенчмаркінг – індексом. Це в умовах зростання відсоткових ставок приведе до фіксації збитків для облігацій з високою дюрацією (довгим терміном погашення), на відміну від стратегії довгострокового інвестора «купив та тримай».

Наприклад, падіння облікової ставки на 1-2% дає інвестору істотний приріст капіталу (20-40%) на 20-ти річних облігаціях, якщо він готовий тримати їх до погашення. Наприклад така ситуація мала місце в 2009 та 2020 роках (UST 20yrs на Рис). На цьому можна побудувати інвестиційну стратегію: купувати довгострокові облігації в часи зростання інфляції та росту облікових ставок із планом їх продажу

Таблиця 2

## Порівняльний аналіз портфельної теорії «100% акцій / 0% облігацій»

Аргументи «ЗА»	Аргументи «ПРОТИ»
<b>1. Волатильність</b>	
Variance ratio у облігацій в рази більша, ніж у акцій, що призводить до того, що довгостроково облігації є більш ризикованими, ніж здається на короткому проміжку часу, а ризик акцій з часом зменшується та їх доходність наближається до середнього значення.	Variance ratio є відносним показником. В абсолютному виразі, в більшості випадків дисперсія доходності облігацій є набагато меншою ніж у акцій (табл. 1)). Це головне мірило ризику і воно більше всього впливає на емоційний стан інвестора і ті рішення, які він приймає.
<b>2. Дохідність</b>	
Низька дохідність облігацій в порівнянні з акціями: на великих часових проміжках це означає велику різницю у накопичених багатстві	Згоден. Цей недолік притаманний облігаціям і він є природним, тому що вони мають менший рівень ризику.
<b>3. Кореляція</b>	
Кореляція акцій та облігацій погіршується від 0,21 (1 місяць) до 0,45 (30 років). На противагу, кореляція акцій US vs International stocks залишається стійкою ~0,33.	Кореляція є змінним фактором, тому що макроекономічні та геополітичні фактори по різному впливають на різні класи інвестиційних активів. Наявність декількох класів у портфелі робить його стійкішим.
<b>4. Якість досліджень</b>	
Для уникнення unbounded rationality інвестори мають покладатися не на розповсюджені прості для розуміння теорії, а на фундаментальні дослідження за довготривалі періоди.	Проаналізовані виключно країни та періоди ринків, які «вижили». Не враховано ті країни, де інвестиції в акції часто мали від'ємний результат, проте вартість облігацій могла повертатися через реструктуризацію.
<b>5. Соціальна підтримка</b>	
У разі криз на ринку акцій інвестори можуть регулювати споживання капіталу за рахунок соціальних виплат (пенсійних виплат)	Низький рівень соціальної підтримки в країнах, що розвиваються. Девальвація та гіперінфляція, призводить до надмірного оподаткування інвестування в іноземній валюті.
<b>6. Чутливість до ризику</b>	
Модель припускає, що інвестор ніколи не продає у паніці.	Інвестори більш чутливі до втрат, ніж до незаробленого прибутку. В період криз вони піддаються паніці та втрачають капітал, на відміну від тих, хто має облігацій в портфелі.
<b>7. Ліквідність</b>	
Модель використовує жорстке правило зняття 4% портфелю.	Іноді виникають ризики, які потребують більшої ліквідності. Наявність облігацій в портфелі дозволяє не чекати відновлення цін на акції, у разі співпадіння ринкових спадів та життєвих викликів.

Джерело: сформовано автором на основі емпіричних досліджень

раніше погашення, коли розмір відсоткових ставок знижуються й відбувається зростання ціни облігацій.

**Висновки.** На основі комплексного аналізу даних глобальних фінансових ринків за 2008-2025 роки, синтезу портфельної теорії та поведінкових фінансів сформульовано такі висновки:

- кореляція між акціями та облігаціями є динамічною та залежною від макроекономічного режиму. Класична рекомендація 60/40 не може розглядатися як універсально оптимальна;
- облігації виконують у портфелі дві функції: раціональну (диверсифікація доходності, зниження волатильності) та психо-

логічну (зменшення поведінкових ризиків, пов'язаних із відразою до втрат). Інвестори з вищою часткою облігацій частіше дотримуються стратегії у кризові періоди та досягають кращих довгострокових результатів;

– висновки щодо оптимальності 100% акційних портфельів справедливі переважно для розвинених ринків із усталеними інститутами та системою соціального захисту. Для інвесторів у країнах із підвищеним суве-

реним ризиком, зокрема в Україні, механічне перенесення таких рекомендацій є нерелевантним.

Перспективи подальших досліджень включають емпіричне моделювання портфельних результатів українських домогосподарств із різними алокаціями та кількісну оцінку впливу системи оподаткування на привабливість закордонного інвестування для українських приватних інвесторів.

#### СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Anarkulova, A., Cederburg, S., & O'Doherty, M.S. Beyond the Status Quo: A Critical Assessment of Lifecycle Investment Advice. *Working Paper, Emory University*. 2023. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4590406>
2. Богріновцева, Л., & Ключка, О. Особливості розвитку ринку державних боргових цінних паперів України. *Економіка та суспільство*. 2023. №53. <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-53-14>
3. Campbell J.Y., Viceira L.M. Strategic asset allocation: Portfolio choice for long-term investors. *Oxford University Press*. 2002. <https://doi.org/10.1093/0198296940.001.0001>
4. Cocco J.F., Gomes F.J., Maenhout P.J. Consumption and portfolio choice over the life cycle. *Review of Financial Studies*. 2005. vol. 18 (2). pp. 491–533. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhi017>
5. FRED. Federal Funds Effective Rate (RIFSPFFNA). URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/RIFSPFFNA> (дата звернення: 26.02.2026).
6. FRED. Market Yield on U.S. Treasury Securities at 20-Year Constant Maturity, Quoted on an Investment Basis (RIFLGCY20NA). URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/RIFLGCY20NA> (дата звернення: 26.02.2026).
7. FRED. Assets: Total Assets: Total Assets (Less Eliminations from Consolidation): Wednesday Level (WALCL). URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL> (дата звернення: 26.02.2026).
8. FRED. Consumer Price Index for All Urban Consumers: All Items in U.S. City Average (CPIAUCSL). URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/CPIAUCSL> (дата звернення: 26.02.2026).
9. Kahneman D., Tversky A. Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*. 1979. vol. 47 (2). pp. 263–291. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511609220.014>
10. Markowitz H. Portfolio selection. *The Journal of Finance*. 1952. vol. 7(1). pp. 77–91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
11. Malagoli A., Young C. Stocks for the long run? Historical facts and statistical fallacies. *BuckConsultants, A Xerox Company*. 2010. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1904992>
12. McQuarrie E.F. Stocks for the long run? Sometimes Yes, Sometimes No. *Financial Analyst Journal*. 2024. vol.80. pp. 12-28. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2023.2268556>
13. Merkle C., Ruenzi S., Ungeheuer M. Financial loss aversion illusion. *Review of Finance*. 2020. vol. 24(2). pp. 381–413. <https://doi.org/10.1093/rof/rfz002>
14. Molenaar R., Swinkels L., Tjong-A-Tjoe D. Empirical evidence on the stock–bond correlation. *Financial Analysts Journal*. 2024. vol. 80(2). pp. 45–68. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2024.2317333>
15. MSCI. Sizing up the global-market portfolio, MSCI Research. URL: <https://www.msci.com/research-and-insights/blog-post/sizing-up-the-global-market-portfolio> (дата звернення: 26.02.2026).
16. Пернарівський, О. Державні облігації як інвестиційний інструмент для населення в умовах цифровізації та воєнного стану. *Сталий розвиток економіки*. 2024. №1(48). С.73-78. <https://doi.org/10.32782/2308-1988/2024-48-9>
17. Portfolio Visualizer. Assets Correlations. Correlation Overview. URL: <https://www.portfoliovisualizer.com/asset-correlations/> (дата звернення: 26.02.2026).
18. Reuters, BlackRock fourth-quarter profit rises on ETF inflows and index fund demand. 2026. URL: <https://www.reuters.com/business/blackrock-fourth-quarter-profit-rises-etf-inflows-index-fund-demand-2026-01-15/> (дата звернення: 26.02.2026).
19. Stocks vs. Bonds. S&P500 to Bonds Ratio. URL: <https://www.longtermtrends.com/stocks-vs-bonds/> (дата звернення: 26.02.2026).
20. Time, diversification and the volatility of returns. Guide to the markets. 2026. URL: <https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/adv/insights/market-insights/guide-to-the-markets/> (дата звернення: 26.02.2026).

21. Vanguard. The changing relationship between stocks and bonds, Vanguard Research. 2024. URL: <https://institutional.vanguard.com> (дата звернення: 26.02.2026).
22. Vanguard, Vanguard Target Retirement Funds. 2026. URL: <https://investor.vanguard.com/investment-products/mutual-funds/target-retirement-funds> (дата звернення: 26.02.2026).
23. Задоя А.О. Портфельні інвестиції в Україну: шанси чи загрози? *Академічний огляд*. 2019. № 2. С. 81-92. 10.32342/2074-5354-2019-2-51-8

## REFERENCES:

1. Anarkulova, A., Cederburg, S., & O'Doherty, M.S. (2023). Beyond the Status Quo: A Critical Assessment of Lifecycle Investment Advice. *Working Paper, Emory University*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4590406>
2. Bohrinovtseva, L., Kliuchka, O. (2023). Osoblyvosti rozvytku rynku derzhavnykh borhovykh tsinnykh paperiv Ukrainy. [Features of the development of the market of government debt securities of Ukraine]. *Ekonomika ta suspilstvo*, vol.53. <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-53-14>
3. Campbell J.Y., Viceira L.M. (2002). Strategic asset allocation: Portfolio choice for long-term investors. *Oxford University Press*. <https://doi.org/10.1093/0198296940.001.0001>
4. Cocco J.F., Gomes F.J., Maenhout P.J. (2005). Consumption and portfolio choice over the life cycle. *Review of Financial Studies*, vol. 18, no. 2, pp. 491-533. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhi017>
5. FRED. Federal Funds Effective Rate (RIFSPFFNA). Available at: <https://fred.stlouisfed.org/series/RIFSPFFNA> (accessed February 26,2026).
6. FRED. Market Yield on U.S. Treasury Securities at 20-Year Constant Maturity, Quoted on an Investment Basis (RIFLGFCY20NA). Available at: <https://fred.stlouisfed.org/series/RIFLGFCY20NA> (accessed February 26, 2026).
7. FRED. Assets: Total Assets: Total Assets (Less Eliminations from Consolidation): Wednesday Level (WALCL). Available at: <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL> (accessed February 26,2026).
8. FRED. Consumer Price Index for All Urban Consumers: All Items in U.S. City Average (CPIAUCSL). Available at: <https://fred.stlouisfed.org/series/CPIAUCSL> (accessed February 26,2026).
9. Kahneman D., Tversky A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, vol. 47, no. 2, pp. 263-291. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511609220.014>
10. Markowitz H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, vol. 7, no. 1, pp. 77-91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
11. Malagoli A., Young C. (2010). Stocks for the long run? Historical facts and statistical fallacies. *BuckConsultants, A Xerox Company*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1904992>
12. McQuarrie E.F. (2024). Stocks for the long run? Sometimes Yes, Sometimes No. *Financial Analyst Journal*, vol.80, pp. 12-28. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2023.2268556>
13. Merkle C., Ruenzi S., Ungeheuer M. (2020). Financial loss aversion illusion. *Review of Finance*, vol. 24, no. 2, pp. 381-413. <https://doi.org/10.1093/rof/rfz002>
14. Molenaar R., Swinkels L., Tjong-A-Tjoe D. (2024). Empirical evidence on the stock-bond correlation. *Financial Analysts Journal*, vol. 80, no. 2, pp. 45-68. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2024.2317333>
15. MSCI (2024). Sizing up the global-market portfolio, MSCI Research. Available at: <https://www.msci.com/research-and-insights/blog-post/sizing-up-the-global-market-portfolio> (accessed February 26,2026).
16. Pernarivskiy, O. (2024). Derzhavni oblihotsii yak investytsiyni instrument dlia naseleunia v umovakh tsy-frovizatsii ta voiennoho stanu. [Government bonds as an investment tool for the population in the context of digitalization and martial law]. *Stalyi rozvytok ekonomiky*, vol.1(48), pp.73-78. <https://doi.org/10.32782/2308-1988/2024-48-9>
17. Portfolio Visualizer. Assets Correlations. Correlation Overview. Available at: <https://www.portfoliovisualizer.com/asset-correlations/> (accessed February 26,2026).
18. Reuters (2026). BlackRock fourth-quarter profit rises on ETF inflows and index fund demand. Available at: <https://www.reuters.com/business/blackrock-fourth-quarter-profit-rises-etf-inflows-index-fund-demand-2026-01-15/> (accessed February 26,2026).
19. Stocks vs. Bonds. S&P500 to Bonds Ratio. Available at: <https://www.longtermtrends.com/stocks-vs-bonds/> (accessed February 26,2026).
20. Time, diversification and the volatility of returns. Guide to the markets. URL: <https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/adv/insights/market-insights/guide-to-the-markets/> (дата звернення: 26.02.2026).
21. Vanguard (2024), The changing relationship between stocks and bonds, Vanguard Research. Available at: <https://institutional.vanguard.com> (accessed February 26,2026).

22. Vanguard (2026), Vanguard Target Retirement Funds. Available at: <https://investor.vanguard.com/investment-products/mutual-funds/target-retirement-funds> (accessed February 26,2026).
23. Zadoia, A.O. (2019). Portfelni investytsii v Ukrainu: shansy chy zahrozy? [Portfolio investments in Ukraine: chances or threats?]. *Akademichnyi ohliad*, vol. 2, pp. 81-92. <https://doi.org/10.32342/2074-5354-2019-2-51-8>

Дата надходження статті: 18.02.2026

Дата прийняття статті: 04.03.2026

Дата публікації статті: 24.03.2026