



**Береславська О.І.**, д-р екон. наук, проф., професор кафедри фінансових ринків та технологій Державного податкового університету Міністерства фінансів України, вул. Університетська, 31, Ірпінь, 08201, Київська обл., Україна, email: bereslav@bigmir.net, ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0001-8856-2478>, Scopus Author ID: 36069136100,

**Шишков С.Є.**, канд. екон. наук, директор ПрАТ “Фондова біржа “Перспектива”, вул. Воскресенська, 30, Дніпро, 49000, Україна, email: s.shishkov@fbp.com.ua, ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0003-4440-9572>,

**Шелудько Н.М.**, д-р екон. наук, проф., провідний науковий співробітник відділу досліджень людського розвитку Інституту демографії та соціальних досліджень імені М.В. Птухи НАН України, бул. Тараса Шевченка, 60, Київ, 01032, Україна, email: n.sheludko@ukr.net, ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0001-6936-3158>, Scopus Author ID: 44661985200

## ІНВЕСТИЦІЙНІ УПОДОБАННЯ НАСЕЛЕННЯ УКРАЇНИ: РЕАКЦІЯ НА ШОКИ ВОЄННОГО СТАНУ

Стаття містить результати аналізу інвестиційної поведінки домогосподарств України в умовах кризового стану, спричиненого зовнішньою збройною агресією. Оцінено фінансовий потенціал домогосподарств України у довоєнний період, підсумовано, що витрати переважної більшості населення були спрямовані на споживчі, а не інвестиційні цілі. З'ясовано, що інвестиційний потенціал домогосподарств спрямовувався, насамперед, на придбання валюти, нерухомості, депозитні вклади, а також ризиковані криптовалютні активи, за активністю застосування яких Україна є одним зі світових лідерів, натомість інвестиції населення у цінні папери та інші фінансові інструменти залишаються вкрай обмеженими. Вибір населення України на користь вкладень у валюту, нерухомість, депозити та держоблігації наразі є достатньо раціональним, оскільки інвестиції в приватні інструменти локального ринку капіталу (як безпосередні, так і через пенсійні фонди та інститути спільного інвестування) не забезпечують високу дохідність і пов'язані з істотними ризиками. Виявлено, що в умовах воєнного стану найбільшою мірою на інвестиційні пріоритети населення вплинула необхідність захисту заощаджень від знецінення, фінансування потреб оборони країни та відповідні темпи нарощування державного боргу, а також високі ризики інвестицій у нерухомість і жорсткі обмеження Національного банку України на рух капіталу. Встановлено, що за досить високого рівня інфляції українські громадяни не отримують адекватної для збереження платоспроможності своїх заощаджень депозитної пропозиції від банків. Виявлено небезпечну для фінансової стабільності ситуацію в банківській системі, пов'язану з формуванням “навісу” ліквідності внаслідок залишків на поточних рахунках населення. Акцентовано на необхідності терміново підвищити резервні вимоги щодо вкладів до запитання та поточних вкладів з тим, щоб стимулювати зростання вартості гривневих активів і зміну відповідної структури профіциту ліквідності банків. Обґрунтовано перспективні напрями та інструментарій для розміщення заощаджень домогосподарств з урахуванням потреб повоєнного відновлення економіки України та перспектив євроінтеграції.

**Ключові слова:** заощадження, інвестиції, домогосподарства, депозити, валюта, криптоактиви, цінні папери, мотивація, довіра, кризовий стан економіки.

**Bereslavska O.I.**, Dr. Habil. (Economics), Professor, Professor of the department of financial markets and technology, State Tax University, 31, Universytetska Str., Irpin, 08201, Kyiv region, Ukraine, email: bereslav@bigmir.net, ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0001-8856-2478>, Scopus Author ID: 36069136100,

**Shyshkov S.Ye.**, PhD. (Economics), Chief Executive Officer of Stock Exchange "Perspektiva", 30, Voskresenska Str., Dnipro, 49000, Ukraine, email: s.shishkov@fbp.com.ua, ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0003-4440-9572>,

**Sheludko N.M.**, Dr. Habil. (Economics), Professor, leading scientific fellow department for human development studies, Ptoukha Institute for Demography and Social Studies of the National Academy of Sciences of Ukraine, 60, Shevchenko Blvd., Kyiv, 01032, Ukraine, email: n.sheludko@ukr.net, ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0001-6936-3158>, Scopus Author ID: 44661985200

### INVESTMENT PREFERENCES OF THE POPULATION OF UKRAINE: RESPONSE TO SHOCKS OF MARTIAL LAW

*The article contains the results of the analysis of the investment behaviour of Ukrainian households in the crisis caused by external armed aggression. The financial potential of Ukrainian households in the pre-war period was assessed, and it was concluded that the expenses of most of the population were directed to the consumer rather than investment purposes. It was found that the investment potential of households was directed, first, to the purchase of currency, real estate, and deposits, as well as to risky crypto-currency assets, the active use of which Ukraine is one of the world leaders, instead of public investments in securities and other financial instruments remain extremely limited. The choice of the population of Ukraine in favour of investments in currency, real estate, deposits, and government bonds is currently quite rational since investments in private instruments of the local capital market (both directly and through pension funds and mutual investment institutions) do not provide high profitability and are associated with significant risks. It was revealed that in the conditions of martial law, the investment priorities of the population were most affected by the need to protect savings from depreciation, finance the country's defence needs, and the corresponding rate of growth of the state debt, as well as high risks of real estate investments and strict restrictions of the National Bank of Ukraine on capital movement. It has been established that at a relatively high level of inflation, Ukrainian citizens do not receive a deposit offer from banks that is adequate to maintain the solvency of their savings. A situation in the banking system that is dangerous for financial stability has been identified, which is associated with the formation of a liquidity "canopy" due to the balances on the current accounts of the population. Emphasis is placed on the need to urgently increase the reserve requirements for demand deposits and current deposits to stimulate the growth of the value of hryvnia assets and change the banks' liquidity surplus structure. Prospective directions and tools for the placement of household savings are justified, considering the needs of the post-war recovery of Ukraine's economy and the prospects for European integration.*

**Keywords:** savings, investments, households, deposits, currency, crypto-assets, securities, motivation, trust, crisis state of the economy.

Фінансові рішення, що стосуються заощаджень і споживання, є основними складовими економічної поведінки домогосподарств. Під час шоків, що виникають з різних причин (світові та локальні фінансово-економічні кризи, пандемії, бойові дії тощо), мотиваційні установки населення щодо фінансових рішень можуть різко змінюватись. Непрогнозованість перебігу та тривалості кризового шоку породжує непередбачуваність фінансових (зокрема, ощадних) пріоритетів домогосподарств.

Дослідження особливостей інвестиційної поведінки домашніх господарств за умов воєнного стану в економічній літературі мало представлені. Класичний і сучасний доробок<sup>1</sup> у теорії заощаджень мало придатний для пояснення інвестиційної поведінки домогосподарств в умовах тривалих збройних конфліктів хоча б тому, що змінюються ризики, масштаби їх проявів, інструментарій регулювання.

Актуальність дослідження інвестиційної поведінки домогосподарств в Україні в умовах воєнного стану визначається кількома обставинами: по-перше, в таких обставинах загострюється проблема убезпечення заощаджень від знецінення, по-друге, враховуючи обсяги фінансування потреб оборони, важливо максимально мобілізувати заощадження населення в інструменти держборгу; по-третє, враховуючи високі ризики інвестицій у нерухомість і жорсткі обмеження Національного банку України на рух капіталу, інструментарій для розміщення заощаджень домогосподарств звузився.

З огляду на це, **метою статті** є оцінка інвестиційної поведінки домогосподарств під час кризового стану економіки, зумовленого зокрема шоками бойових дій у країні.

**Інвестиційні можливості домогосподарств України.** Фундаментальна передумова здійснення інвестицій – рівень фінансового забезпечення домогосподарств, який формується під дією багатьох чинників (зокрема, віку, обсягів доходів, загального стану розвитку економіки, мотивації, ощадної поведінки).

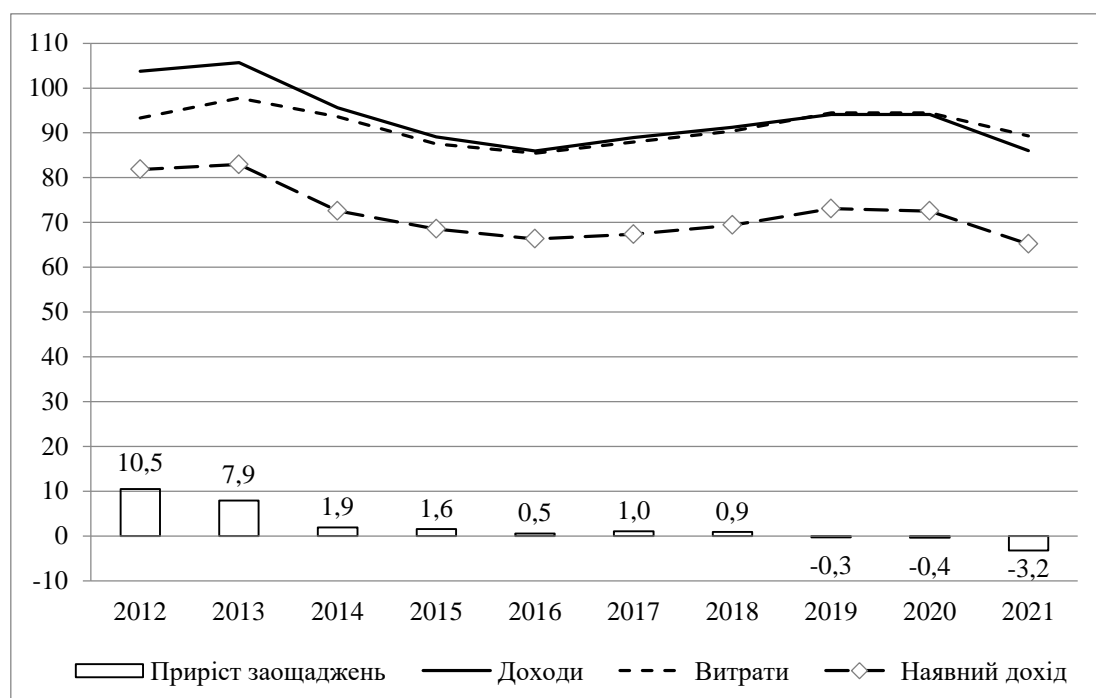
За останні 10 років (2012–2021 рр.) доходи населення України зросли більш ніж утричі (з 1,46 до 4,70 трлн грн). Проте це значною мірою пов'язане з істотною девальвацією національної валюти та високою інфляцією, особливо під час попередньої активної фази агресії Росії у 2014–2015 рр. Натомість порівняно з темпами зростання національної

---

<sup>1</sup> Питанням розвитку теорії заощадження домогосподарствами та їх поведінки у прийнятті певних рішень приділено багато уваги у зарубіжних і вітчизняних наукових дослідженнях вже досить тривалий час. Так, ще у 1928 р. Ф. Рамсей, ґрунтуючись на даних з оптимізації поведінки домашніх господарств, спрощено пояснив мотиви домогосподарств у вирішенні питання щодо рівня своїх заощаджень і цим встановлює граничну норму заощаджень [1]. Відповідний внесок у розвиток теорії заощаджень зробив М. Калецький, який визначив оптимальну пропорцію між споживанням і заощадженням на основі аналізу розподілу доходів робітників і підприємців [2]. Дж.М. Кейнс сформував свою теорію заощаджень, висловивши думку про наявність певного рівня “ефективних заощаджень”, які мають відповідати обсягам нових інвестицій. Самі заощадження, за Дж.М. Кейнсом, виникають через перевищення доходу над споживанням, що означає їх залежність від споживчих настроїв населення [3]. Подальший розвиток теорії заощадження та її окремих аспектів відбувався у працях Р. Лукаса, Дж. Робінсон, А. Хансена та інших. Серед українських вчених великий внесок у розвиток теоретичних і методологічних основ формування національних заощаджень здійснив Б. Кваснюк [4]. Окремим аспектам теорії та практики норми валового заощадження присвячено дослідження І. Крючкової, яка розглянула генезис теорії норми валового заощадження, починаючи з класиків політичної економіки і до сучасних теоретичних обґрунтувань ендогенізації норми заощаджень у моделях економічного зростання. При цьому нею також детально розглядалися складові валового заощадження з аналізом чинників, що впливають на його рівень на базі статистичних даних [5]. Окремим практичним питанням впливу заощаджувального процесу домогосподарств на макроекономічний розвиток країни присвячена праця О. Мелих [6]. В. Коваленко та О. Сергеева досліджували процес побудови ефективної стратегії щодо заощаджень населення до формування ресурсного потенціалу банків [7].

економіки доходи населення поступово зменшуються (рис. 1): помітне скорочення відбулось у початковий період військової агресії (з 106% ВВП у 2013 р. до 86% у 2016 р.), протягом періоду макрофінансової стабілізації доходи українців дещо відновилися (до 94–95% ВВП у 2019–2020 рр.), а у передвоєнний рік, на фоні наслідків пандемії, зменшилися до попереднього мінімального значення (86% ВВП у 2021 р.)

За даними Державної служби статистики України, витрати населення зростають швидше за доходи, що призводить до скорочення приросту заощаджень (рис. 1): якщо у 2012–2013 рр. щорічний приріст заощаджень українців становив 8–10% ВВП (116–147 млрд грн), то протягом 2017–2018 рр. склав лише 1% ВВП (31–32 млрд грн), а з 2019 р. спостерігається зменшення заощаджень, яке у 2021 р. сягнуло 3,3% ВВП (177 млрд грн). Поточні умови повномасштабного вторгнення Росії в Україну також негативно позначилися на заощадженнях та інвестиційних можливостях більшої частки українців.



**Рис. 1. Доходи, витрати та приріст заощаджень населення України у 2012–2021 рр., % ВВП**

Джерело: Валовий внутрішній продукт. Державна служба статистики України. URL: [http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2020/vvp/vvp\\_rik/arh\\_vvp\\_rik\\_90-18u.htm](http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2020/vvp/vvp_rik/arh_vvp_rik_90-18u.htm); Доходи та витрати населення України. Державна служба статистики України. URL: [http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2005/gdn/dvn\\_ric/dvn%20\\_u/dvn\\_u.htm](http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2005/gdn/dvn_ric/dvn%20_u/dvn_u.htm); Доходи та витрати населення у 2020 році. Експрес-випуск. Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/express/expr2021/03/37.pdf>; Доходи та витрати населення у 2021 році. Експрес-випуск. Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/express/expr2022/03/29.doc>

Структура доходів населення за 2012–2021 рр. свідчить про переважання таких традиційних джерел, як заробітна плата, соціальна допомога та інші трансферти (45,4% та 33,3% у 2021 р. відповідно, рис. 2). Сукупна частка зарплати та соціальних виплат стабільно коливається в межах 77–79% доходів населення. З 2016 р., після адаптації економіки до першої фази агресії Росії, зросла частка заробітної плати (з 40–41% у 2014–2015 рр. до 44–47% у 2015–2021 рр.) на фоні скорочення соціальних трансфертів (з 37% у 2014–2015 рр. до 32–34% у 2015–2021 рр.). Проте у 2022 р. через зменшення заробітної плати та втрату роботи значною часткою населення варто очікувати скорочення частки заробітної плати та зростання частки соціальних виплат у структурі доходів населення.

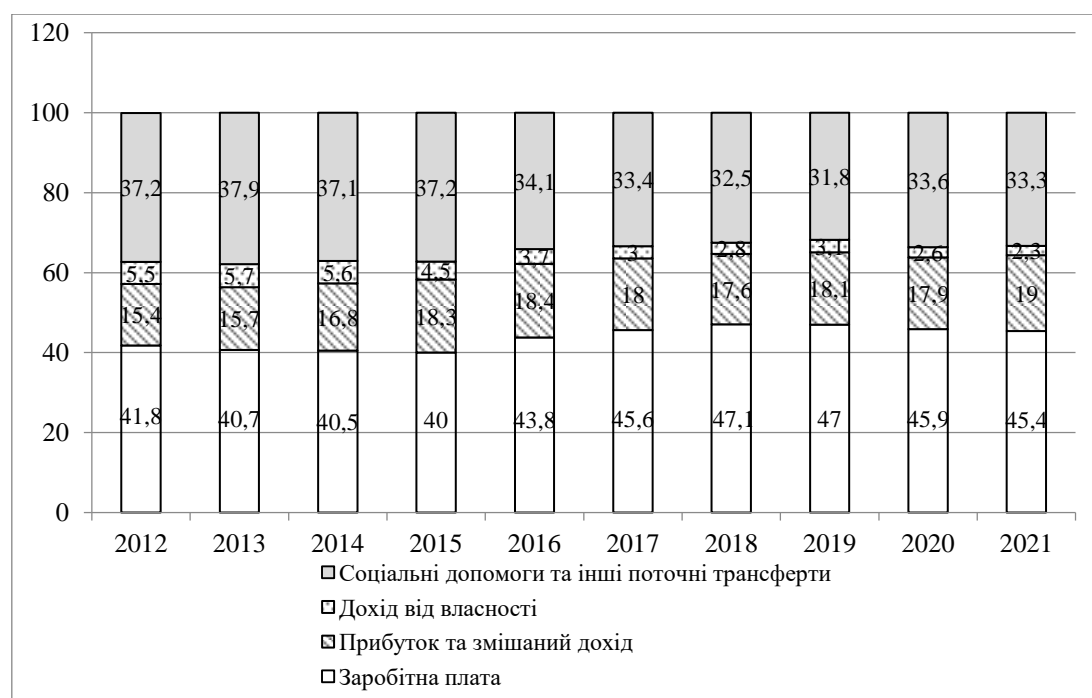


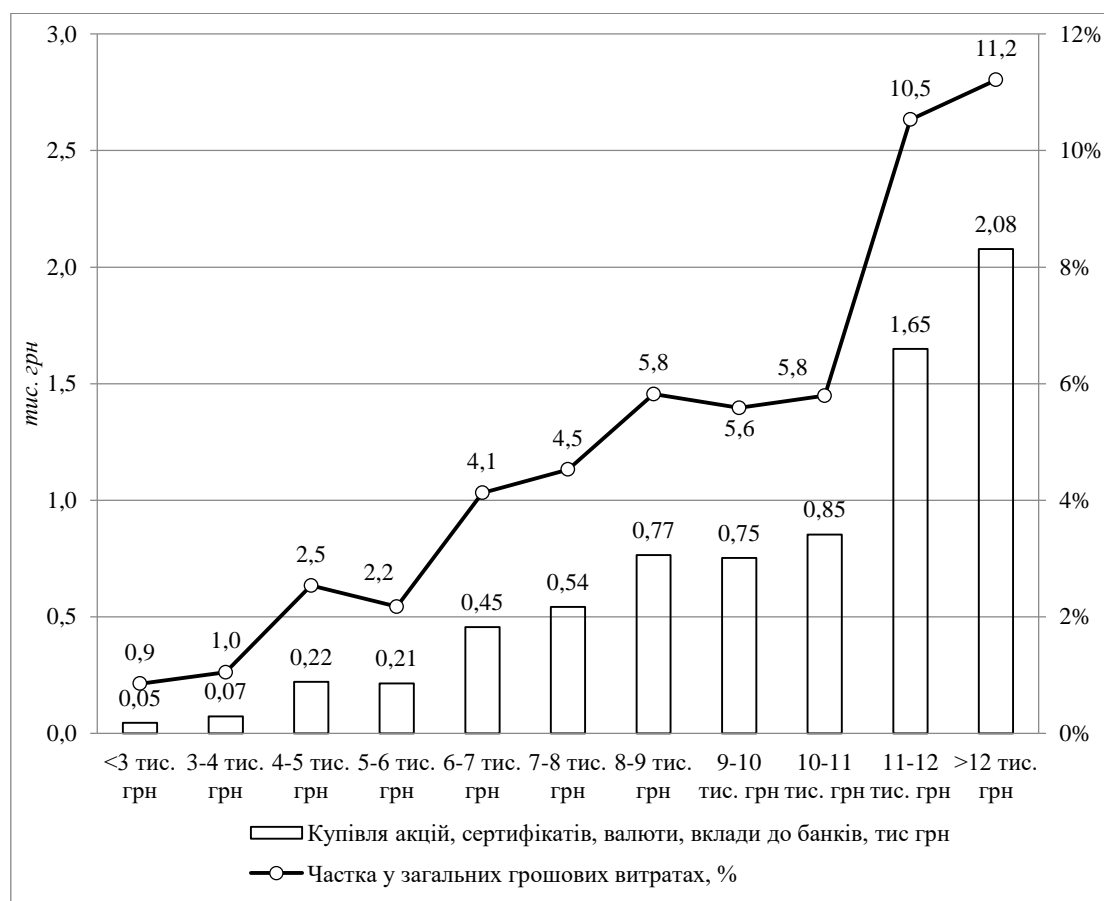
Рис. 2. Структура доходів населення у 2012–2021 рр., %

Джерело: Доходи та витрати населення України. Державна служба статистики України. URL: [http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2005/gdn/dvn\\_gic/dvn%20\\_u/dvn\\_u.htm](http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2005/gdn/dvn_gic/dvn%20_u/dvn_u.htm); Доходи та витрати населення у 2020 році. Експрес-випуск. Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/express/expr2021/03/37.pdf>; Доходи та витрати населення у 2021 році. Експрес-випуск. Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/express/expr2022/03/29.doc>

Доходи від власності (грошових вкладів, заощаджень у цінних паперах і в іноземній валюті, нерухомості) займають найменшу частку в доходах українців, яка до того ж має стійку тенденцію до скорочення: з 5,5–5,7% у 2012–2014 рр. до 2,3–3,1% у 2019–2021 рр. Отже, інвестиційна активність українців скорочується. Проте це відбувається не тільки внаслідок локального зменшення темпів приросту заощаджень, але й

через обмеженість інвестиційного інструментарію, складність і зарегульованість інвестування, особливо у цінні папери [8; 9].

Природно, що інвестиційні можливості окремих домогосподарств зростають у міру наявних фінансових ресурсів. Зокрема, за даними Державної служби статистики України, середньомісячні інвестиційні витрати всіх домогосподарств в Україні у 2021 р. (на купівлю цінних паперів, валюти, вклади до банків) становили 0,5 тис. грн (5% загальних грошових витрат). При цьому для найменш заможних домогосподарств (з середньодушовим місячним доходом до 3 тис. грн) зазначені витрати були в 10 разів нижчими за середній рівень (0,05 тис. грн, 0,9% загальних грошових витрат), а для найзаможніших (понад 12 тис. грн) – у 4 рази вищими за середній рівень (2,08 тис. грн, 11,2% загальних грошових витрат, рис. 3).



**Рис. 3. Середньомісячні інвестиційні грошові витрати домогосподарств залежно від розміру середньодушових еквівалентних місячних грошових доходів у 2021 р.**

Джерело: Витрати і ресурси домогосподарств України (за даними вибіркового обстеження умов життя домогосподарств України). Державна служба статистики України. URL: [http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2018/gdvdg/Arh\\_vrduB\\_u.htm](http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2018/gdvdg/Arh_vrduB_u.htm)

Зазначені статистичні дані ґрунтуються на вибірковому обстеженні умов життя домогосподарств, а українці не надто хизуються доходами перед державою, тож абсолютні значення витрат можуть бути дещо заниженими. Проте будь-які статистичні оцінки доходів і заощаджень домогосподарств ускладнюються обмеженістю та/або умовністю окремих даних<sup>2</sup>.

Проте структура доходів населення за наявними статистичними оцінками вбачається реалістичною. Витрати переважної більшості українців наразі спрямовані, насамперед, на споживання, а не на інвестиційні цілі, проте динаміка заощаджень у довоєнний час свідчила про наявність певного інвестиційного потенціалу. Економіка України характеризується істотною часткою тіньового сектору, а у населення наявні чималі заощадження поза банками (так звані “кошти під матрацами”, які влада регулярно планує вивести з тіні, щоб спрямувати ці фінансові ресурси у розвиток економіки та збільшити базу оподаткування).

**Інвестиційні пріоритети населення України.** Нині інвестиційний потенціал домогосподарств спрямовується, насамперед, у придбання валюти, нерухомості, на депозитні вклади, а також у ризиковані криптовалютні активи, за активністю застосування яких Україна є одним зі світових лідерів<sup>3</sup>. Натомість інвестиції населення у цінні папери та інші фінансові інструменти залишаються вкрай обмеженими (табл. 1).

Частково це пояснюється невисоким рівнем фінансової грамотності населення, значним розшаруванням населення за доходами, недовірою до національної валюти, ментальністю тощо.

<sup>2</sup> Так, депозитарна система України надає відомості про обсяги цінних паперів, належних різним категоріям власників (зокрема, фізичним особам), лише за номінальною вартістю, натомість для цінних паперів приватних емітентів (особливо акцій) ринкова вартість зазвичай має дуже мало спільного з номінальною. Вартість належної населенню нерухомості істотно відрізняється від вартості будівельних робіт щодо зведення житлової нерухомості та вартості угод з її попереднього придбання, а також має помітні розбіжності у ціноутворенні за регіонами, місцем розташування, економ і преміум сегментами тощо. Незначна частка населення сплачує податки на нерухомість, отже, навіть застосування фіскальних підходів не дає достатньо об'єктивних оцінок. Слід також зважати на велику частку тіньового сектору економіки, корупційні чинники, наявність доходів і активів, не охоплених офіційною статистикою (наприклад, операції з криптовалютою).

<sup>3</sup> За оцінками компанії TripleA, у 2021 р. кількість власників криптовалют в Україні сягнула 5,5 млн осіб (12,7% населення), що перевищує кількість усіх власників цінних паперів в Україні, що залишилися з часів масової приватизації (4 млн осіб). Згідно з дослідженням компанії Chainalysis, за рівнем сприйняття криптовалют Україна у 2021 р. посіла 4 місце у світі, з огляду на оцінку кількості вкладень, трансакцій і вартості наявних у користувачів криптовалют. У дослідженні зазначається, що такий високий розвиток криптоіндустрії пов'язаний з низькою довірою громадян до урядових і фінансових інституцій, великою кількістю кваліфікованих програмістів, а також складнощами виведення коштів за кордон. (Див.: Cryptocurrency information about Ukraine. TripleA. 2022. URL: <https://triple-a.io/crypto-ownership-ukraine/>; The 2021 Geography of Cryptocurrency Report. Chainalysis. October 2021. URL: <https://go.chainalysis.com/rs/503-FAP-074/images/Geography-of-Cryptocurrency-2021.pdf>).

Таблиця 1

**Оцінка накопичених фінансових активів  
та річних доходів населення у 2021 р.**

Показники	Млрд грн	Млрд дол.	% ВВП
Заощадження населення поза банківською системою (за 2010–2021 рр.)	954,74	35,00	17,49
Депозити фізичних осіб	794,15	29,11	14,55
– гривневі	506,98	18,59	9,29
– валютні	287,17	10,53	5,26
– річний приріст	63,83	2,34	1,17
Обсяг операцій з купівлі та продажу іноземної валюти у 2021 р.	1382,45	50,82	25,32
– придбано валюти	668,92	24,61	12,25
– продано валюти	713,52	26,21	13,07
– сальдо (продаж – купівля)	44,60	1,59	0,82
Сукупний приріст заощаджень в іноземній валюті у 2012–2021 рр.	241,62	17,85	8,92
Приватні перекази від “заробітчачан” у 2021 р.	410,11	15,03	7,51
Річна місткість ринку житлової нерухомості у 2021 р.	375,04	13,26	6,87
– обсяг житлового будівництва за 2021 р.	39,15	1,43	0,72
– обсяг житлового будівництва за 2010–2021 рр.	231,22	12,26	6,13
Вартість придбаної криптовалюти	223,68	8,20	4,10
– інвестиційний дохід власників криптовалюти у 2021 р.	75,58	2,77	1,38
Вартість чистих активів ІСІ у власності фізичних осіб-резидентів	99,75	3,66	1,83
– невенчурні публічні ІСІ	1,62	0,06	0,03
– непублічні та венчурні ІСІ	98,13	3,60	1,80
Вкладення у недержавні цінні папери (номінальна вартість)	47,42	1,74	0,87
Вкладення у ОВДП (номінально-амортизаційна вартість)	25,16	0,92	0,46
– гривневі	11,83	0,43	0,22
– валютні	13,33	0,49	0,24
Валові страхові премії від страховальників – фізичних осіб	27,91	1,02	0,51
Активи НПФ	3,79	0,14	0,07

Джерело: Депозити, залучені депозитними корпораціями (крім Національного банку України). Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial>; Операції фізичних осіб з купівлі/продажу іноземної валюти. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/cash-currency-market>; Основні показники діяльності страхових компаній. Національний банк України. URL: [https://bank.gov.ua/files/stat/Insurance\\_companies\\_2022-01-01.xlsx](https://bank.gov.ua/files/stat/Insurance_companies_2022-01-01.xlsx); Звіти про діяльність. НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports>; Квартальні та річні огляди ринку. Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу. URL: <https://www.uaib.com.ua/analituaib/publ-ici-quart>; Фінансова ємкість ринку житлової нерухомості. Олімп-Консалтинг. 2021. URL: <https://olimp.net.ua/finansova-yemkist-rinku-zhitlovoyi-neruhomosti>; Обсяг виробленої будівельної продукції за видами. Державна служба статистики України. URL: [http://ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2014/bud/ovb/ovb\\_u/ovbp\\_vyd\\_u.htm](http://ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2014/bud/ovb/ovb_u/ovbp_vyd_u.htm); В Нацбанку порахували, скільки українці тримають “під матрацами”. Мінфін. 2021. URL: <https://minfin.com.ua/ua/2021/10/08/73121138/>; 2021 Cryptocurrency Gains by Country: Ethereum Leads as Gains Skyrocket. Around the World. Chainalysis. 2022. URL: <https://blog.chainalysis.com/reports/cryptocurrency-gains-by-country-2021/>; Cryptocurrency across the world. TripleA. 2022. URL: <https://triple-a.io/crypto-ownership-ukraine>



**Банківські депозити населення.** Динаміка депозитів домогосподарств щодо ВВП в останні роки є спадною (табл. 2).

Таблиця 2

**Макроекономічна динаміка депозитів домогосподарств в Україні**

Період, рік	Обсяги депозитів (Д), млн грн	Номінальний ВВП, млн грн	Д/ВВП, %	Депозити домогосподарств (ДД), млн грн	ДД/ВВП, %
2008	359 740	948 056	37,95	217 860	22,98
2009	334 953	913 345	36,67	214 098	23,44
2014	675 093	1 566 728	43,09	418 135	26,69
2015	716 728	1 979 458	36,21	410 895	20,76
2016	793 475	2 383 182	33,29	444 676	18,66
2020	1 348 130	4 194 102	32,14	730 317	17,41
2021	1 503 909	5 459 574	27,55	794 152	14,55

Джерело: складено авторами за: Статистика фінансового сектору. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>

Інформація, узагальнена у таблиці 1, показує, що незважаючи на світову фінансово-економічну кризу, яка мала свій негативний вплив на економіку України, тенденція до банківських заощаджень не мала спадного характеру. Навпаки, депозити домашніх господарств у 2009 р. зросли на 3,92 п.п. порівняно з попереднім роком. При цьому зростання обсягів банківських депозитів спостерігалось і в інших секторах економіки (табл. 3).

Таблиця 3

**Динаміка депозитів, залучених депозитними корпораціями**

Період, рік	Усього, млн грн	Інші фінансові корпорації		Сектор державного управління		Нефінансові корпорації		Домогосподарства (без НКОДГ)	
		млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%
2008	359 740	19 305	5,37	2536	0,70	118 188	32,85	217 860	60,56
2009	334 953	15 621	4,66	8586	2,56	947 96	28,30	214 098	63,92
2014	675 093	29 935	4,44	3763	0,56	218 724	32,40	418 135	61,94
2015	716 728	29 021	4,05	6002	0,84	265 448	37,04	410 895	57,33
2016	793 475	26 211	3,30	5841	0,74	310 559	39,14	444 676	56,04
2020	1 348 130	38 202	2,83	16 915	1,26	549 488	40,76	730 317	54,17
2021	1 503 909	45 824	3,05	15 462	1,03	633 806	42,14	794 152	52,81
2022 (6 міс.)	1 508 425	42 871	2,84	23 551	1,56	587 346	38,94	833 896	55,28

Джерело: складено авторами за: Статистика фінансового сектору. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>

Проте з 2014 р. (початок бойових дій в Україні, які зумовили вплив великих обсягів капіталу з внутрішнього ринку, що стимулювало стрімке знецінення курсу національної валюти і, в кінцевому підсумку, глибоку кризу в банківському секторі) обсяги заощаджень домогосподарств у банках мали тенденцію до зниження. З одного боку, це було пов'язано з істотним скороченням кількості банків в Україні, а з іншого боку, зменшенням реальних доходів домогосподарств.

Спадна тенденція обсягів банківських заощаджень спостерігалась і у 2020–2021 рр., які також відзначилися економічною кризою, зумовленою пандемією COVID-19. При цьому за 6 місяців 2022 р. заощадження домогосподарств зросли майже на 60 млрд грн (більш ніж на 8%), незважаючи на значне зниження доходів в умовах війни, руйнування економічної інфраструктури, втрати робочих місць, істотного зростання рівня безробіття. У цілому збільшення депозитів у банках відбулося завдяки виду “на вимогу” (в основному це було зумовлено державними виплатами військовим, бюджетникам).

Дані у таблиці 4 ілюструють динаміку депозитної активності населення у розрізі валют. Зокрема, у 2014 р. під час розгортання кризи в банківському секторі України частка депозитів у національній валюті зменшилася (темپ приросту порівняно з 2013 р. становив мінус 22,7%), а частка депозитів в іноземній валюті зросла (темп приросту порівняно з 2013 р. становив плюс 17,8%). Проте в наступні роки частка депозитів в іноземній валюті почала скорочуватись і така тенденція (за винятком 2016 р.) спостерігається до теперішнього часу. Це пояснюється двома причинами: за період 2014–2015 рр. гривня знецінилась у три рази і на її придбання необхідно було витратити більше національної валюти, а під час кризи реальні доходи домогосподарств завжди знижуються; з 2016 р. і по теперішній час процентні ставки за депозитами в іноземній валюті коливаються в межах 0,1–3,0% (залежно від банку), тобто є низькими і непривабливими для певної категорії вкладників.

Щодо запозичень домогосподарств у національній валюті, то їх частка у загальних обсягах депозитів з 2020 р. значно зросла (табл. 4), чому сприяло скорочення витрат на послуги в умовах карантинних обмежень.

Таблиця 4

**Динаміка депозитів домогосподарств у розрізі валют**

Період, рік	Усього, млн грн	У т. ч. домогосподарства (без фізичних осіб підприємців)			
		У національній валюті		В іноземній валюті	
		Частка, %	Темпи приросту, %	Частка, %	Темпи приросту, %
2014	675 093	28,91	-22,7	32,03	17,8
2015	716 728	26,26	-9,17	29,00	-9,46
2016	793 475	24,87	-5,29	29,27	0,93
2020	1 348 130	29,46	18,46	20,59	-29,65
2021	1 503 909	30,40	3,19	17,44	-15,29
2022 (6 міс.)	1 508 425	35,52	16,8	16,44	-5,7

Джерело: розраховано авторами за: Статистика фінансового сектору. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>

Доволі специфічна політика банків щодо залучення депозитів населення стала прикметною особливістю 2022 р., коли навіть в умовах підвищення облікової ставки НБУ, банки не підняли ставки за депозитами, хоча активно заробляли на вкла-

деннях у депозитні сертифікати Національного банку України<sup>4</sup>. За досить високого рівня інфляції населення не отримує необхідної для збереження платоспроможності своїх заощаджень депозитної пропозиції від банків попри вербальні інтервенції з боку НБУ.

**Інвестиції домогосподарств на фондовому ринку.** Опосередковані інвестиції населення на фондовому ринку, а саме участь у недержавних пенсійних фондах (НПФ) та публічних невенчурних<sup>5</sup> інститутах спільного інвестування (ІСІ) у 2021 р. становили лише 0,2 млрд дол. Безпосередні вкладення індивідуальних інвесторів у недержавні цінні папери, що накопичені за три десятки років незалежності України, сукупно можна оцінити лише у 1,74 млрд дол. (0,9% ВВП). Це у 20 разів менше за обсяг “коштів під матрацами”, у 17 разів – суми накопичених депозитів, у 14 разів – річного обсягу придбаної валюти, у 9 разів – річної суми переказів заробітчан, у 8 разів – річної місткості ринку житлової нерухомості, у 5 разів – вартості придбаної українцями криптовалюти (табл. 1). Отже, на фоні інших напрямів інвестування інструменти фондового ринку не виглядають привабливими для населення.

Це різко контрастує із сучасними світовими тенденціями щодо сталого зростання частки цінних паперів у глобальних фінансових активах домогосподарств. За оцінками Allianz Research, на початку 2021 р. глобальні фінансові активи населення (депозити, страхові та пенсійні внески, цінні папери, позики) сягнули 200 трлн євро та більш ніж утричі перевищили світовий ВВП. Фінансові активи домогосподарств України оцінюються лише у 28 млрд дол. (640 євро на особу, 24% ВВП, у 12,5 раза є нижче ніж середньосвітовий показник)<sup>6</sup>.

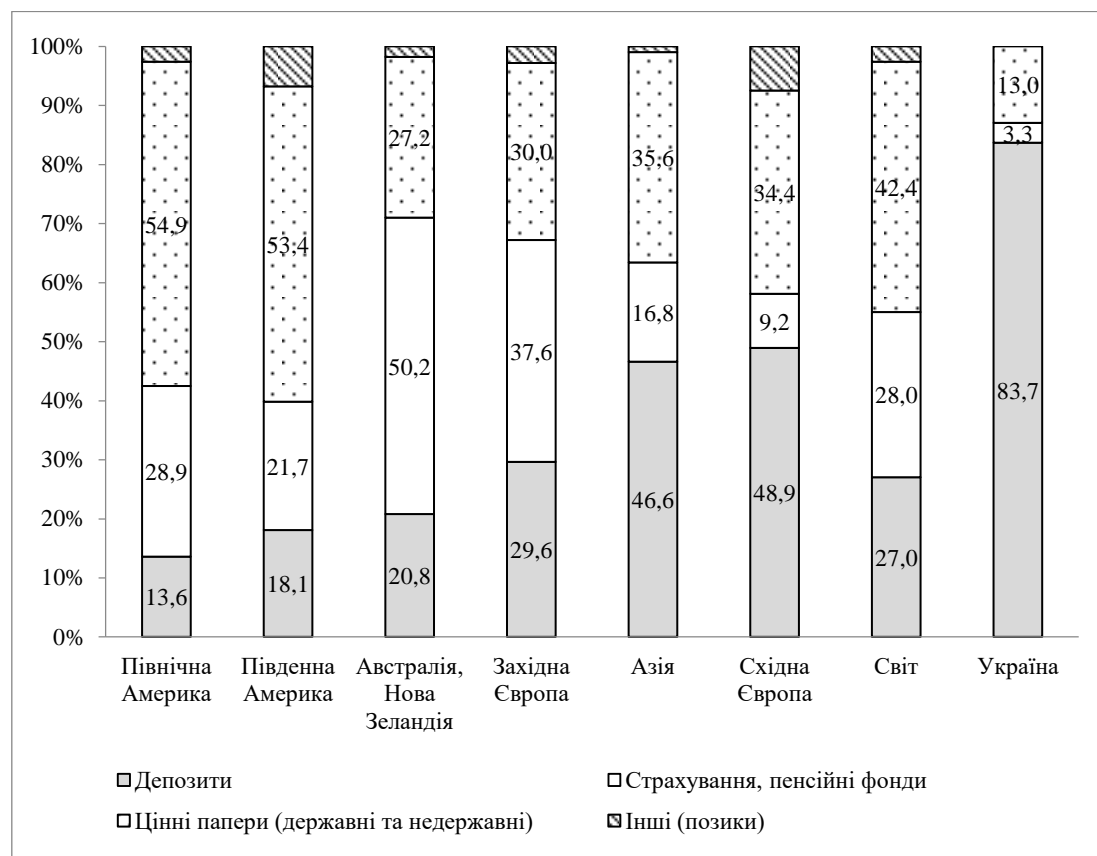
При цьому протягом 2008–2020 рр. у світі поступово скорочується частка коштів населення у депозитних вкладах (з 29,7% до 27,9%), у страхових і пенсійних внесках (з 32,5% до 29,0%), натомість зростає частка самостійних вкладень фізичних осіб у цінні папери (з 34,0% до 40,4%). Натомість в Україні безумовно домінує зберігання коштів

<sup>4</sup> “Платимо їм, як жирним котам”. Гонтарева заявила, що українські банки відбиваються від грошей українців та наживаються на НБУ. *NV Бізнес*. 15.11.2022. URL: <https://biz.nv.ua/finance/ukrainskie-banki-prevratilis-v-zhirnyh-kotov-kotorye-otmahivayutsya-ot-deneg-naseleniya-gontareva-50284194.html>

<sup>5</sup> Вкладення фізичних осіб у венчурні ІСІ існують, і вони є значущими (3,6 млрд дол., табл. 1), проте їх важко віднести до пересічних інвесторів у цінні папери. По-перше, згідно зі статтею 4 Закону України “Про інститути спільного інвестування”, фізична особа може бути учасником венчурного фонду лише за умови придбання цінних паперів такого фонду на суму  $\geq 1500$  мінімальних заробітних плат, тобто йдеться про достатньо заможних осіб, які використовують ІСІ для корпоративного оформлення прав на активи. По-друге, венчурні ІСІ в Україні інвестують у нерухомість або фінансують забудовників або інших пов’язаних осіб, натомість частка їх вкладень у цінні папери у 2021 р. не перевищувала 10%.

<sup>6</sup> Зовнішні оцінки фінансових активів населення України набули максимальних значень у 2013 р., напередодні окупації Криму та першого вторгнення Росії: 82 млрд дол., 1818 євро на особу, 64% ВВП. Це втричі перевищує поточні показники та є еквівалентним показникам 2009 р. (29 млрд євро, 641 євро на особу, 37% ВВП), тобто зовнішня агресія знищила практично весь попередній прогрес у зростанні добробуту населення. Уточнимо, що у складі глобальних фінансових активів не враховуються, зокрема, вкладення у криптовалюту. (Див.: Allianz Global Wealth Reports 2010–2021. Allianz Research, Economic Research. 2021. URL: [https://www.allianz.com/en/economic\\_research.html](https://www.allianz.com/en/economic_research.html)).

домогосподарств на банківських депозитах (83,7%, утричі більше, ніж у світі, в 1,6 разів більше, ніж у Східній Європі), а частка коштів у цінних паперах, страхових і пенсійних внесках – є вкрай незначною (13,0% та 3,3% відповідно, тобто у 3,1 раза та 8,7 раза нижче за середньосвітові показники, у 2,5 раза та 2,9 раза нижче, ніж у Східній Європі, рис. 4).

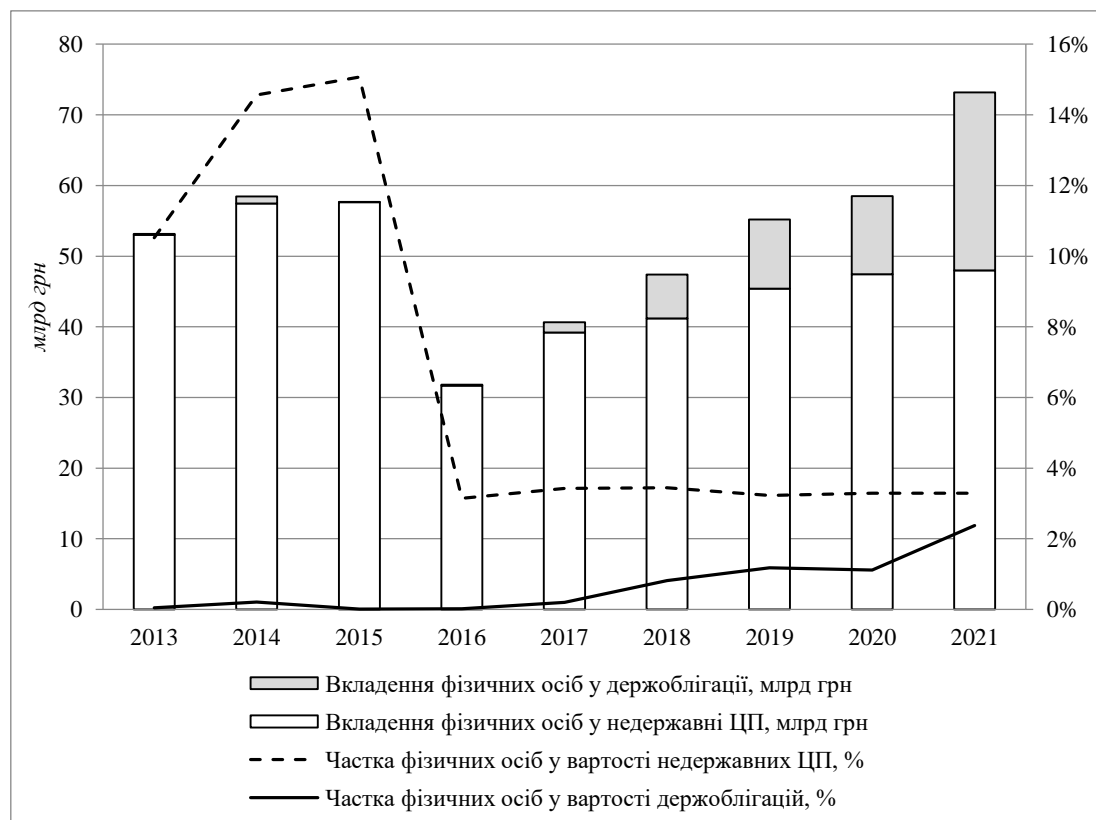


**Рис. 4. Структура фінансових активів домогосподарств у світі у 2021 р., %**

Джерело: Депозити, залучені депозитними корпораціями. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial>; ОВДП, які знаходяться в обігу, за номінально-амортизаційною вартістю. Національний банк України. URL: [https://bank.gov.ua/files/Depository/T-bills\\_nom.xlsx](https://bank.gov.ua/files/Depository/T-bills_nom.xlsx); Основні показники діяльності страхових компаній. Національний банк України. URL: [https://bank.gov.ua/files/stat/Insurance\\_companies\\_2022-01-01.xlsx](https://bank.gov.ua/files/stat/Insurance_companies_2022-01-01.xlsx); Звіти про діяльність. НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports>

Водночас спостерігається стійке зростання попиту населення України до державних облігацій. Протягом 2015–2021 рр. частка фізичних осіб у сукупній номінальній вартості недержавних цінних паперів скоротилася з 15,1% до 3,3%, натомість частка у сукупній номінально-амортизаційній вартості ОВДП зросла з 0,01% до 2,4%, а в абсолютному вимірі – у 600 разів (з 0,04 до 25,16 млрд грн, рис. 5).

Населення є активним інвестором не тільки у розвинутих економіках. Держави, що розвиваються (навіть зі значно меншим населенням і розміром економіки, ніж в Україні), намагаються залучити заощадження домогосподарств для стимулювання сталого розвитку. Отже, нехтувати цим досвідом, особливо у воєнних умовах, неприйнятно.



**Рис. 5. Вкладення фізичних осіб у державні та недержавні цінні папери у 2013–2021 рр.**

Джерело: ОВДП, які знаходяться в обігу, за номінально-амортизаційною вартістю. Національний банк України. URL: [https://bank.gov.ua/files/Depository/T-bills\\_nom.xlsx](https://bank.gov.ua/files/Depository/T-bills_nom.xlsx); Звіти про діяльність НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports>

**Висновки.** Аналіз інвестиційної поведінки домогосподарств під час кризового стану економіки дав можливість визначити чинники, які впливають на неї.

По-перше, на поведінку домогосподарств великий вплив має наявність об'єктивної, правдивої та всебічної інформації у сфері фінансів. Під час кризи інформаційні ризики посилюються, аргументи на користь прийняття певного рішення стають неоднозначними, відповідно, ощадна поведінка домогосподарств стає більш хаотичною. При цьому на прийняття рішень починають впливати панічні настрої в сус-

пільстві, які нарастають у вигляді ланцюгової реакції. До цього додається невисокий рівень фінансової грамотності населення щодо альтернативних можливостей фінансового ринку, ризиків і способів їх мінімізації.

По-друге, підвищення відповідальності та розбірливості у виборі видів і структури заощаджень, які в основному зводяться до придбання іноземної валюти з найбільш передбачуваними коливаннями курсів і розміщення коштів у банках з державною формою власності.

По-третє, скорочення термінів розміщення заощаджень як засіб мінімізації перспективних ризиків.

По-четверте, схильність у бік пасивного збереження грошових ресурсів “у панчосі на чорний день”. Такі дії найбільш характерні для старшої вікової категорії населення, що має невеликі ощадні можливості та високі переваги до нагромадження коштів. Такі суб’єкти є найуразливішою групою, оскільки мають фіксовані доходи, що втрачають свою купівельну спроможність при інфляції та девальвації національної валюти.

В умовах економічної та фінансової кризи схильності до споживання та заощадження мають різноспрямовані вектори. Внаслідок обмеження отримуваних доходів через скорочення робочих місць і обсягів ВВП, зростання безробіття домінує споживча поведінка, хоча психологічно домогосподарства налаштовані продовжувати заощаджувати грошові ресурси, але реально обмежені з причин скорочення доходів. Проте в Україні такої різноспрямованості не спостерігалось.

Українці обґрунтовано не довіряють стабільності національної валюти та зацікавлені диверсифікувати свої заощадження інвестиціями в інструменти, що дозволяють хеджувати валютні ризики. Саме відсутність адекватних альтернатив змушує українців інвестувати у нерухомість, готівкову валюту, цінні папери іноземних емітентів, криптовалюти та інші активи, ціноутворення яких пов’язане з більш стабільними валютами.

Вибір населення на користь вкладень у валюту, нерухомість, депозити та держоблігації наразі є достатньо раціональним, оскільки інвестиції в приватні інструменти ринків капіталу України (як безпосередні, так і через пенсійні фонди та інститути спільного інвестування) не вражають дохідністю та пов’язані з істотними ризиками. Черговий етап пенсійної реформи також буксує через відсутність в Україні достатнього обсягу цінних паперів, відмінних від держоблігацій, для формування пенсійних активів. Водночас досвід Польщі свідчить, що формування активів пенсійних фондів переважно з державних цінних паперів є цілком зрозумілим на етапі започаткування ринку та відсутності адекватних альтернатив. А порівняно з розвинутим ринком Польщі український фондовий ринок все ще знаходиться на початковому етапі формування. За наявності розвинутого ринку, високої дохідності та ліквідності держоблігацій, цілком природна тимчасова надмірність їхньої частки у пенсійних активах. Затягування з реформою пенсійної системи позбавляє ринок найбільш значущого інституційного інвестора та можливостей для розвитку, потенційних приватних емітентів (джерела та залучення масштабних і довгострокових фінансових ресурсів пересічних українців) перспектив підвищення якості життя у похилому віці.

Частина проблем, що ускладнюють залучення індивідуальних інвесторів на фондовий ринок (зокрема, обмеженість фінансових ресурсів або недостатня фінансова грамотність населення), мають системний характер і можуть бути усунені лише з загальним розвитком національної економіки та ринків капіталу.

Натомість інші проблеми, як свідчить порівняння наслідків залучення у різні фінансові інструменти, є вирішуваними, якщо дійсно приділяти ним увагу.

Валютні та регуляторні бар'єри не стільки обмежують вплив капіталу з країни, скільки консервують неконкурентний стан локальної інфраструктури та не відповідають європейській парадигмі щодо відкритості ринків і вільної конкуренції. Підкреслимо, що у такому підході немає нічого непатріотичного. З огляду на отриманий Україною статус кандидата у члени в ЄС, інвестиції українців на розвинутих ринках капіталу варто розглядати як цивілізаційний вибір і можливість отримання значно більш зваженого досвіду та фінансової грамотності, ніж на поки що незрілому локальному ринку.

Якщо держава дійсно бажає створити внутрішній фондовий ринок, потрібні певні заохочення. Зокрема, податкова пільга на інвестиційні доходи фізичних осіб від операцій з державними цінними паперами поступово спричинила зростання попиту населення та створення ліквідного ринку. Впровадження аналогічних пільг для інвесторів у цінні папери емітентів, які здійснили публічну пропозицію, також має стимулювати індивідуальних інвесторів.

В умовах очікування масштабних інвестицій на відновлення інфраструктури під час та після війни набуває особливого значення оперативність вирішення цих питань і тиражування позитивного досвіду обігу державних облігацій на ринок приватних цінних паперів з метою заохочення українських компаній до публічного залучення капіталу та розширення інвестиційних можливостей для населення.

В умовах воєнного стану та підвищення інфляції банки, керуючись короткостроковими комерційними вигодами, не поспішали підвищувати ставки за депозитами після підняття ключової ставки попри вербальні інтервенції з боку НБУ. Як наслідок у банківській системі сформувався небезпечний для фінансової стабільності значний за обсягами "навіс" у вигляді залишків на поточних рахунках населення, який щомісяця збільшується. НБУ має терміново підвищити резервні вимоги щодо вкладів до запитання та поточних вкладів з тим, щоб стимулювати зростання вартості гривневих активів і зміну відповідної структури профіциту ліквідності банків.

#### Список використаних джерел

1. Frank R. A Mathematical Theory of Saving. *Economic Journal*. 1928. Vol. 38. № 152. P. 543–559. <https://doi.org/10.2307/2224098>
2. Kalecky M. Theory of Economic Dynamics. An Essay on Cyclical and Long-Run Changes in Capitalist Economy. 1954. URL: <http://digamo.free.fr/kalecki54.pdf>
2. Keynes J.M. The General Theory of Employment, Interest and Money. 1936. URL: [https://www.files.ethz.ch/isn/125515/1366\\_KeynesTheoryofEmployment.pdf](https://www.files.ethz.ch/isn/125515/1366_KeynesTheoryofEmployment.pdf)
4. Національні заощадження та економічне зростання: кол. моногр. / НАН України, ДУ "Ін-т екон. та прогнозув. НАН України". Київ: МП Леся, 2000. 304 с.

5. Крючкова І.В. Норма валового заощадження: теорія та практика. *Економіка прогнозування*. 2019. № 3. С. 7–39. <https://doi.org/10.15407/eip2019.03.007>
6. Мелих О.Ю. Заощадження домогосподарств: соціально-економічна роль та тенденції формування в Україні. *Ефективна економіка*. 2020. № 11. <https://doi.org/10.32702/2307-2105-2020.11.67>
7. Коваленко В.В., Сергєєва О.С. Заощадження населення у забезпеченні фінансових ресурсів банків. *Інфраструктура ринку*. 2019. Вип. 28. С. 275–283. URL: [http://www.market-infr.od.ua/journals/2019/28\\_2019\\_ukr/43.pdf](http://www.market-infr.od.ua/journals/2019/28_2019_ukr/43.pdf)
8. Шелудько Н.М., Шишков С.С. Національний банк України в умовах воєнного стану: ефективність дій на ринках капіталу. *Фінанси України*. 2022. № 5. С. 61–85. <https://doi.org/10.33763/finukr2022.05.061>
9. Шишков С.С. Наслідки впровадження воєнного стану для ринків капіталу України. *Український соціум*. 2022. № 1 (80). С. 63–86. <https://doi.org/10.15407/socium2022.01.063>

Отримано 10.12.22

#### References

1. Frank, R. (1928). A Mathematical Theory of Saving. *Economic Journal*, 38, 152, 543-559. <https://doi.org/10.2307/2224098>
2. Kalecky, M. (1954). Theory of Economic Dynamics. An Essay on Cyclical and Long-Run Changes in Capitalist Economy. URL: <http://digamo.free.fr/kalecki54.pdf>
2. Keynes, J.M. (1936). The General Theory of Employment, Interest and Money. URL: [https://www.files.ethz.ch/isn/125515/1366\\_KeynesTheoryofEmployment.pdf](https://www.files.ethz.ch/isn/125515/1366_KeynesTheoryofEmployment.pdf)
4. National savings and economic growth: a collective monograph. (2000). Kyiv: MP Lesia [in Ukrainian]
5. Kriuchkova, I.V. (2019). The rate of gross savings: theory and practice. *Екон. прогнозування – Economy and Forecasting*, 3, 7-39. <https://doi.org/10.15407/eip2019.03.007> [in Ukrainian]
6. Melykh, O.Yu. (2020). Household savings: socio-economic role and trends in Ukraine?. *Ефективна економіка*, 11. <https://doi.org/10.32702/2307-2105-2020.11.67> [in Ukrainian]
7. Kovalenko, V.V., Sergeeva, O.S. (2019). Public savings in support of financial resources of banks. *Інфраструктура ринку – Market Infrastructure*, 28, 275-283. URL: [http://www.market-infr.od.ua/journals/2019/28\\_2019\\_ukr/43.pdf](http://www.market-infr.od.ua/journals/2019/28_2019_ukr/43.pdf) [in Ukrainian]
8. Sheludko, N., Shyshkov, S. (2022). The National Bank of Ukraine under the conditions of martial law: the efficiency of actions on the capital markets. *Finansi Ukr. – Finance of Ukraine*, 5, 61-85. <https://doi.org/10.33763/finukr2022.05.061> [in Ukrainian]
9. Shyshkov, S.Ye. (2022). Imposition of martial law and its consequences for Ukrainian capital markets. *Ukr. socium – Ukrainian society*, 1 (80), 63-86. <https://doi.org/10.15407/socium2022.01.063> [in Ukrainian]

Received on 10.12.22