



DOI: 10.58423/2786-6742/2026-13-161-176  
УДК 336.763:330.32

### **Світлана КУШНІР**

доктор економічних наук,  
професор кафедри фінансів, банківської справи та страхування  
Запорізький національний університет  
Запоріжжя, Україна  
ORCID ID: [0000-0002-1410-1887](https://orcid.org/0000-0002-1410-1887)  
Scopus Author ID: [58750956700](https://scopus.org/authorid/58750956700)

### **Крістіна КОВАЛЬОВА**

здобувачка вищої освіти, першого (бакалаврського) рівня,  
економічний факультет  
Запорізький національний університет  
Запоріжжя, Україна  
ORCID ID: [0009-0008-2487-4198](https://orcid.org/0009-0008-2487-4198)  
e-mail: [kristina.kovalova.4444@gmail.com](mailto:kristina.kovalova.4444@gmail.com)  
(Corresponding author)

## **МАКРОЕКОНОМІЧНІ ДЕТЕРМІНАНТИ ВИБОРУ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ІНСТРУМЕНТІВ У ПЕРІОД ВОЄННОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ**

***Анотація.** У статті було досліджено комплексну динаміку вкладень юридичних і фізичних осіб у депозити, облігації внутрішньої державної позики та військові ОВДП у 2022–2026 роках під впливом змін фінансової поведінки в умовах періоду воєнної економіки. За предмет дослідження було взято структуру змін обсягів інвестицій у державні та банківські фінансові інструменти, а також чинники, що визначали вибір інвесторів. Метою роботи стало виявити: закономірність зміни перерозподілу заощаджень між депозитами, ОВДП та військовими ОВДП; визначити яку роль відігравали зміни валютних курсів, доходності та податкових умов у формуванні інвестиційних рішень різних груп економічних агентів. Методологічну основу дослідження становлять методи динамічного та порівняльного аналізу, застосовано статистичне групування, а також кореляційний підхід, за допомогою якого було оцінено залежність обсягів вкладень від змін валютних курсів. Щоб забезпечити достовірність та репрезентованість результатів - використано офіційні статистичні дані забрані у звітах Національного банку України та Міністерства фінансів України. Результати дослідження свідчать, що у 2022–2026 роках відбувся суттєвий перерозподіл заощаджень на користь державних цінних паперів. У той час, як юридичні особи переорієнтувалися на гривневі ОВДП, у свою чергу фізичні особи демонстрували швидше зростання вкладень та високу чутливість до валютних коливань. Важливо підкреслити, що військові ОВДП стали важливим інструментом для обох груп, натомість депозити втратили привабливість через нижчу реальну доходність і податкове навантаження. До сфери застосування отриманих результатів, можна залучити декілька важливих аспектів. Тема охоплює область формування*



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



державної боргової політики, можливості удосконалення механізмів залучення інвесторів на ринок ОВДП, розробку привабливіших банківських продуктів, а також шанси на подальші наукові дослідження у сфері фінансової поведінки та ринку державних цінних паперів. Висновки роботи підкреслюють, що у період воєнної економіки державні цінні папери стали одним із ключових інструментів інвестування для кожного, як для бізнесу, так і для населення. У той же момент, депозити втратили частину привабливості через зміни та пропозиції надійніших місць вкладення коштів. Отримані результати дозволяють глибше зрозуміти механізми, що до прийняття фінансових рішень у період кризових умов та можуть бути використані для підвищення ефективності державної фінансової політики.

**Ключові слова:** валютний курс; волатильність; депозитні вклади банків; дохідність; інвестиційна поведінка; облигації внутрішньої державної позики (ОВДП); облікова ставка; державні цінні папери; військові державні облигації.

**JEL Classification:** G11, E44

**Absztrakt.** A tanulmány a jogi és természetes személyek betétekbe, belső államkölcsonkötvényekbe, valamint hadi kötvényekbe történő befektetéseknek komplex dinamikáját vizsgálja a 2022–2026 közötti időszakban, a háborús gazdaság körülményei között bekövetkezett pénzügyi magatartásváltozások hatására. A kutatás tárgyát az állami és banki pénzügyi eszközökbe irányuló befektetések volumenében bekövetkezett strukturális változások, valamint azok a tényezők képezik, amelyek meghatározták a befektetők választásait. A munka célja annak feltárása volt, hogy milyen törvényszerűségek figyelhetők meg a megtakarítások betétek, államkötvények és hadi kötvények közötti újraelosztásában, továbbá annak meghatározása, hogy az árfolyamváltozások, a hozamok és az adózási feltételek milyen szerepet játszottak a különböző gazdasági szereplői csoportok befektetési döntéseinek alakításában. A kutatás módszertani alapját a dinamikus és összehasonlító elemzés módszerei képezik. A tanulmány statisztikai csoportosítást, valamint korrelációs megközelítést alkalmaz, amelynek segítségével értékelésre került a befektetési volumenek és az árfolyamváltozások közötti kapcsolat. Az eredmények megbízhatóságának és reprezentativitásának biztosítása érdekében a kutatás az Ukrán Nemzeti Bank és Ukrajna Pénzügyminisztériuma jelentéseiben szereplő hivatalos statisztikai adatokat használta fel. A kutatás eredményei azt mutatják, hogy 2022–2026 között jelentős megtakarítás-átcsoportosítás ment végbe az állampapírok javára. Míg a jogi személyek egyre inkább a hrvnyában denominált államkötvények felé orientálódtak, addig a természetes személyek gyorsabb befektetésnövekedést és az árfolyam-ingadozásokkal szembeni nagyobb érzékenységet mutattak. Fontos hangsúlyozni, hogy a hadi kötvények mindkét csoport számára jelentős befektetési eszközzé váltak, miközben a betétek az alacsonyabb reálhozam és az adóterhek miatt veszítettek vonzerejükből. Az elért eredmények alkalmazási területe több fontos aspektust is magában foglal. A téma kapcsolódik az állami adósságpolitika alakításához, az államkötvény-piacra történő befektetői bevonás mechanizmusainak fejlesztéséhez, vonzóbb banki termékek kidolgozásához, valamint további tudományos kutatásokhoz a pénzügyi magatartás és az állampapírpiac területén. A tanulmány következtetései kiemelik, hogy a háborús gazdaság időszakában az állampapírok az egyik kulcsfontosságú befektetési eszközzé váltak mind a vállalkozások, mind a lakosság számára. Ugyanakkor a betétek részben elveszítették vonzerejüket, mivel megjelentek a megbízhatóbb befektetési lehetőségek. Az eredmények mélyebb betekintést nyújtanak a válságos körülmények között meghozott pénzügyi döntések mechanizmusai, és felhasználhatók az állami pénzügyi politika hatékonyságának növelésére.

**Kulcsszavak:** árfolyam; volatilitás; banki betétek; hozam; befektetési magatartás; belső államkölcsonkötvények; jegybanki alapkamat; állampapírok; katonai államkötvények.



**Abstract.** *The article provides a comprehensive analysis of investment trends among legal entities and individuals in bank deposits, domestic government bonds (OVDP), and military government bonds over the period 2022–2026, focusing on how financial behaviour changed under wartime economic conditions. The subject of the study is the structure and evolution of investment volumes across government and bank-based financial instruments, as well as the factors that shaped investor decision-making. The aim of the research is to identify the saving reallocation patterns between deposits, OVDP, and military OVDP, and to determine the role played by exchange rate fluctuations, yield levels, and tax conditions in shaping the investment choices of different groups of economic agents. The methodological framework of the study includes methods of dynamic and comparative analysis, statistical grouping, and a correlation-based approach used to assess the dependence of investment volumes on changes in exchange rates. To ensure the reliability and representativeness of the findings, the analysis relies on official statistical data from the National Bank of Ukraine and the Ministry of Finance of Ukraine. The results of the study indicate that during 2022–2026, a significant reallocation of savings occurred in favour of government securities. While legal entities increasingly shifted towards hryvnia-denominated OVDP, individuals demonstrated a faster rate of investment growth and a higher sensitivity to exchange rate fluctuations. Military OVDP emerged as an important instrument for both groups, whereas deposits lost part of their attractiveness due to lower real returns and a higher tax burden. The findings have several practical applications. They may be used in shaping public debt policy, improving mechanisms for attracting investors to the OVDP market, developing more competitive banking products, and supporting further academic research in the fields of financial behaviour and government securities markets. In wartime conditions, government securities became one of the key investment instruments for both businesses and households, while deposits lost part of their appeal due to the availability of higher-yielding and more tax-efficient alternatives. The results advance understanding of the mechanisms driving financial decision-making in crisis conditions and may be used to enhance the effectiveness of public financial policy.*

**Keywords:** *exchange rate; volatility; bank deposits; yield; investment behavior; government domestic bonds (OVDP); key policy rate; government securities; military government bonds.*

**Постановка проблеми.** Початок повномасштабної війни у 2022 році спричинив суттєві зміни у фінансовій системі України, що вплинуло на структуру заощаджень та інвестиційну поведінку населення і бізнесу. Зростання потреби держави у фінансуванні оборонних видатків зумовило активний розвиток ринку державних цінних паперів, зокрема військових ОВДП, які стали новим інструментом акумулювання коштів. У той же час депозити, які традиційно вважались основним засобом збереження капіталу та фондування для банків, почали втрачати привабливість. Виникла потреба у комплексному аналізі шляхів перерозподілу вкладень юридичними та фізичними особами у 2022–2026 роках між депозитами, ОВДП та військовими ОВДП, факторів впливу на їхні рішення; макроекономічних умов формування структури інвестиційних портфелів.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Проблематика інвестиційної поведінки в умовах економічних коливань активно досліджується українськими науковцями. З початком повномасштабної війни інтерес до неї суттєво зріс, що стимулювало появу нових наукових праць. Так, Ю. Вергелюк та М. Ганцяк у своїй статті аналізують участь банків у ринку державних облігацій України.



Основну увагу вони приділяють тенденції зростання інвестицій банків у державні цінні папери, які через свою привабливість частково витісняють одну з ключових функцій банків - кредитування реального сектору економіки. Автори підкреслюють, що «банки надають перевагу інвестиціям у державні облігації через їх низький рівень ризику та високу ліквідність»[1]. Також зазначається, що така поведінка значною мірою зумовлена макроекономічною нестабільністю та високою дохідністю ОВДП.

Інший аспект проблеми розглядається у роботі М. Ганцяка та Є. Бруцького, які досліджують роль ОВДП у структурі фондового ринку України. Автори доводять, що ці інструменти «займають домінуюче положення на фондовому ринку України, відображаючи реальний стан економіки та обмежену доступність фінансових ресурсів для різних суб'єктів»[2]. Водночас вони звертають увагу і на негативні наслідки, зокрема «обмеження розвитку корпоративного сегменту та зниження диверсифікації інвестиційних можливостей»[2].

Найбільш наближеною до тематики даного дослідження є робота Л. Федевич та М. Ливдар, у якій розкрито економічну сутність ОВДП як одного з ключових інструментів залучення фінансових ресурсів у період воєнних дій [3]. Авторки аналізують дохідність облігацій та їх привабливість для різних груп інвесторів, що у ході роботи сформувало важливу теоретичну основу для розуміння поведінки учасників ринку. Особливу увагу військовим облігаціям приділено у дослідженні В. Шкутника та Т. Вилуди. У роботі зазначається, що інвестори часто керуються «не лише економічними, а й патріотичними мотивами» [4]. Автори умовно виокремлюють дві групи: тих, хто орієнтується на отримання прибутку (тобто інвестори, що роблять вклад на перших стадіях), та тих, для кого важливішою є підтримка держави (найчастіше цю роль відіграють громадяни). Також підкреслюється, що рівень довіри до держави та очікування щодо економічної ситуації безпосередньо впливають на ефективність інвестування у військові облігації. Окрім наукових праць, важливим джерелом інформації є офіційні звіти Національного банку України та Міністерства фінансів України, які регулярно висвітлюють тенденції розвитку ринку ОВДП, а також поведінку інвесторів та ключові макроекономічні чинники. Проте такі дані зазвичай подаються фрагментарно. Висвітлені результати є лише за окремими періодами цілісного, що ускладнює формування бачення довгострокової динаміки.

Результат проведеного аналізу свідчить про наявність ґрунтовної теоретичної бази дослідження ринку державних облігацій. У наукових працях підкреслюється їх висока привабливість для різних груп інвесторів, домінуюча роль на ринку та значення у формуванні інвестиційних рішень. Водночас недостатньо дослідженими залишаються питання валютної структури вкладень, розмежування між ОВДП і військовими ОВДП, а також відмінності у поведінці фізичних і юридичних осіб. Саме ці аспекти і становлять основу даного дослідження.



**Формулювання цілей статті (постановка завдання).** Метою дослідження є комплексне дослідження ключових факторів, що визначали інвестиційну поведінку різних груп інвесторів у період війни та нестабільної економіки.

**Методи та методологія.** Методологічну основу дослідження становлять методи динамічного та порівняльного аналізу, статистичного групування та кореляційного аналізу, що дозволило оцінити залежність обсягів інвестицій від змін валютних курсів. Інформаційну базу дослідження сформовано на основі офіційних статистичних даних Національного банку України та Міністерства фінансів України, що забезпечило достовірність і репрезентативність отриманих результатів.

**Основні результати дослідження.** Функціонування фінансової системи України у 2022–2026 роках відбувалося в умовах екстремальних безпекових викликів, спричинених повномасштабною війною, що призвело до необхідності забезпечення додаткової макрофінансової стабільності держави. У цей період суттєво змінилася структура заощаджень населення та бізнесу, а також постали нові пріоритети для інвесторів, які були змушені адаптуватися до ризиків непередбачуваності, інфляційного тиску, коливань валютного курсу (які не завжди можна передбачити) та модифікації монетарної політики. Водночас зросла потреба держави у додатковому залученні коштів для фінансування оборонних і соціальних видатків, що ініціювало поживлення ринку державних цінних паперів, паралельно з чим з'явилися нові інструменти, приміром військові облігації внутрішньої державної позики. У таких умовах питання вибору між трьома складовими: депозитами, ОВДП та військовими ОВДП набуло особливої актуальності. Кожен із цих інструментів має власні переваги, ризики та специфіку використання, що визначає інвестиційну поведінку різних груп учасників господарської діяльності.

Облігації внутрішньої державної позики є борговими цінними паперами, емітованими Міністерством фінансів України, які підтверджують зобов'язання держави повернути інвестору номінальну вартість та виплатити фіксований дохід у визначені строки. ОВДП наразі номіновані у кількох основних валютах: у гривні, доларах США та євро. Такий підхід дозволяє інвесторам формувати диверсифікований портфель та управляти валютними ризиками. За інформацією Міністерства фінансів України, ОВДП залишаються одним із ключових інструментів фінансування державного бюджету, а їхня привабливість зростає завдяки високому рівню надійності та державним гарантіям виконання зобов'язань [5]. Механізм функціонування ОВДП передбачає можливість їх обігу на вторинному ринку, що постає додатковим плюсом та забезпечує інвесторам ліквідність та гнучкість у прийнятті рішень щодо управління портфелем.

У 2022 році в Україні з'явився новий інструмент – військові ОВДП, метою яких є залучення коштів на фінансування оборонних потреб держави. Військові облігації мають аналогічний механізм функціонування, але їх призначення є цільовим, що підвищує суспільну значущість цього інструменту, а популярність



серед населення зросла завдяки поєднанню фінансової вигоди та можливості зробити внесок у оборону країни [6]. Для фізичних осіб військові ОВДП є повністю звільненими від оподаткування, що робить їх одним із найпривабливіших інструментів у період воєнної економіки. Крім того, військові ОВДП доступні для придбання через банки та брокерські платформи, що забезпечує доступність широкому колу інвесторів. Оскільки до появи ОВДП, більшість фізичних осіб тримала кошти на банківських депозитах, що давало можливість не лише їх збереження, а й додаткового пасивного доходу, порівняємо ключові відмінності між цими інструментами. На відміну від ОВДП, депозити ніяк не можна інтерпретувати як інвестиційний інструмент, оскільки їх дохідність обмежена політикою банків та рівнем облікової ставки НБУ. Депозитні ставки у валюті впродовж останніх десяти років залишаються досить низькими, а гривневі ставки, хоч і більш конкурентні, проте підлягають оподаткуванню податком на доходи фізичних осіб (18%) та військовим збором (підвищеним до 5%), що знижує їх реальну дохідність. Крім того, депозити підпадають під обмеження Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, який на даний момент відшкодовує лише суму до 600 тис. грн, що створює додаткові ризики для великих вкладників. На відміну від депозитів, ОВДП це вже інвестиційний інструмент, що, переважно, не має обмежень щодо суми інвестування, а їх дохідність є вищою з урахуванням податкових пільг.

Військові ОВДП мають додаткові переваги, які роблять їх особливо привабливими для інвесторів - фізичних осіб: придбання має соціально значущий характер, оскільки кошти спрямовуються на підтримку обороноздатності держави (тобто при інвестиції поєднується фактор індивідуальної економічної вигоди, паралельно з елементом відчуття особистого внеску до наближення перемоги); військові ОВДП мають високу ліквідність, оскільки можуть бути продані на вторинному ринку або достроково погашені у разі потреби; доступні для широкого кола інвесторів, включно з тими, хто раніше не мав досвіду інвестування у державні цінні папери (вклад можна здійснювати у зручному та знайомому інтерфейсі банку з яким вже є деякий час співпраці). Розглянемо порівняльну динаміку депозитів та ОВДП в розрізі фізичних та юридичних осіб (табл. 1).

Аналіз даних свідчить, що у юридичних осіб хоча і спостерігається приріст об'ємів ОВДП, але характерним значна частка розміщених депозитів.

Депозитний портфель юридичних осіб характеризується різкими змінами: після стрімкого зростання у 2023 році більше, ніж в 4 рази спостерігається зниження у 2024–2025 роках, що може свідчити про перехід бізнесу від короткострокового зберігання ліквідності до інвестування у більш дохідні та стабільні інструменти. Показник за 2026 рік виглядає значно нижчим, оскільки відображає лише дані за січень, однак навіть у такому вигляді він демонструє продовження тенденції щодо скорочення депозитних залишків (рис.1).



Таблиця 1

Динаміка річних обсягів вкладень юридичних і фізичних осіб у депозити, ОВДП та військові ОВДП у 2022–2026 рр.

Роки	Юридичні особи						Фізичні особи					
	у млн.грн.			в % до попереднього року			у млн.грн.			в % до попереднього року		
	ОВДП	військові ОВДП	Депозити	ОВДП	військові ОВДП	Депозити	ОВДП	військові ОВДП	Депозити	ОВДП	військові ОВДП	Депозити
2022	107298,2	94190,25	3511312,5	100,0	100,0	100,0	30170,25	5093,02	609670,5	100,0	100,0	100,0
2023	139227,1	101302,06	14169767	129,8	107,6	403,5	53034,08	10670,58	1208578	175,8	209,5	198,2
2024	178189	266261,99	11977565	128,0	262,8	84,5	78468,71	20713,94	1366822	148,0	194,1	113,1
2025	212291,3	246241,2	9116956,7	119,1	92,5	76,1	111948,82	35150,6	1205283	142,7	169,7	88,2
2026	219925,7	248683,56	858168,41	103,6	101,0	9,4	121850,09	37841,22	94155,36	108,8	107,7	7,8

Джерело: сформовано авторами за джерелами [8-12].

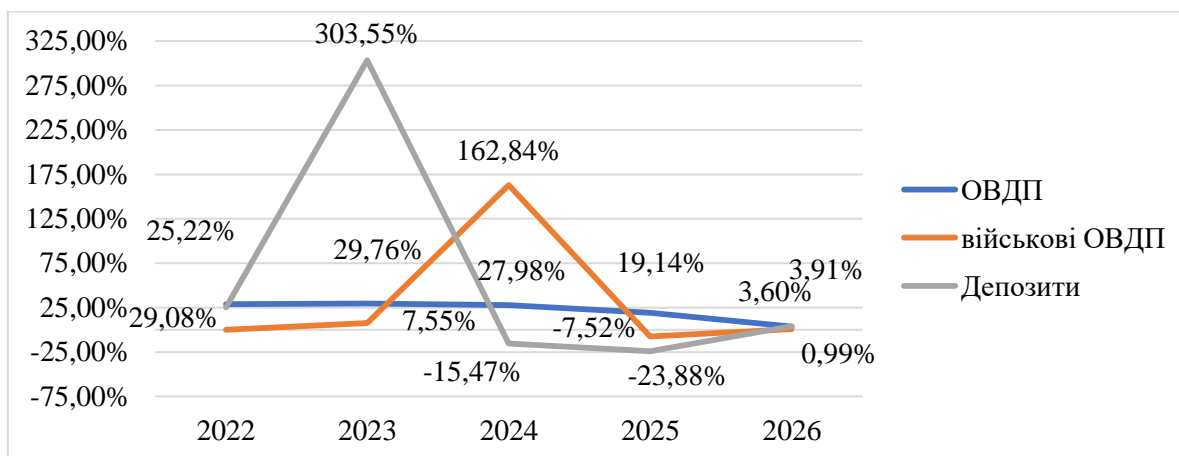
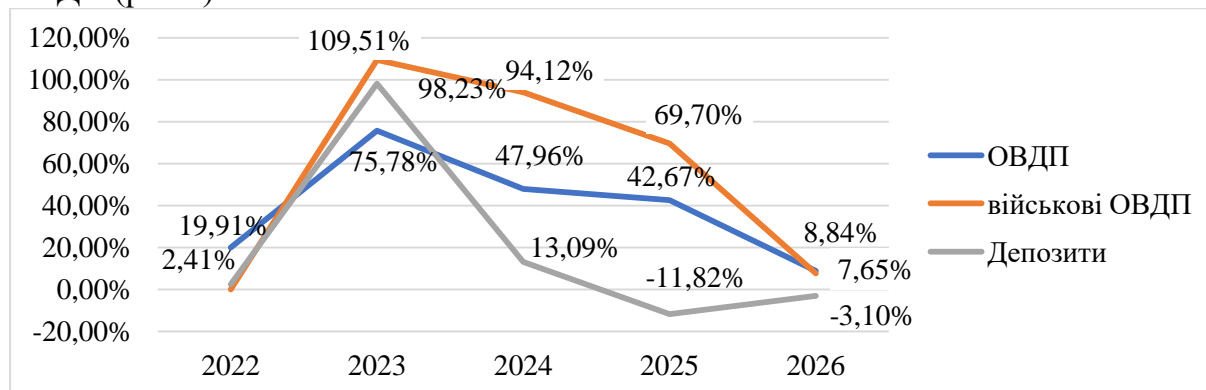


Рис. 1. Темпи річних змін вкладень юридичних осіб у депозити, ОВДП та військові ОВДП у 2022–2026 рр.

Джерело: сформовано авторами за джерелами [8-12].

ОВДП виступають як надійний інструмент управління ліквідністю, що забезпечує передбачуваний дохід. Особливо показовим є зростання об'єму військових ОВДП: у 2024 році вони досягли 162,84%, у наступних роках темп значно знизився. Для фізичних осіб присутня інша логіка поведінки. Вкладення населення в ОВДП зростають поступово, але стабільно. Це свідчить про підвищення довіри до державних цінних паперів та усвідомлення їхньої переваги над депозитами з огляду на відсутність оподаткування та вищу реальну дохідність. Військові ОВДП серед фізичних осіб також демонструють значне зростання – з 5,1 млрд грн у 2022 році до 37,8 млрд грн у 2026 році, що

підтверджує соціальну та фінансову привабливість цього інструменту, на відміну від депозитів, суттєве зниження яких спостерігається у 2025–2026 роках, що може бути пов'язано з перерозподілом коштів на користь ОВДП та військових ОВДП (рис.2).



**Рис. 2. Темпи річних змін вкладень фізичних осіб у депозити, ОВДП та військові ОВДП у 2022–2026 рр.**

*Джерело: сформовано авторами за джерелами [8-12].*

Для фізичних осіб темпи зростання вкладень у ОВДП та військові ОВДП у 2023–2025 роках залишалися високими, що підтверджує активне переорієнтування населення на державні цінні папери, оскільки депозити, зважаючи на низькі банківські ставки та інфляцію, не забезпечують приросту капіталу (табл.2). Депозитні ставки юридичних осіб у гривні протягом досліджуваного періоду коливалися в межах 7,3–10,6%, демонструючи пікове значення у 2023 році (дивлячись на всі роки, проте після різкого збільшення у 2023 році, зворотне зменшення бачимо у 2024 році). Це зростання було реакцією банківського сектору на підвищення облікової ставки НБУ та загальну потребу банків у залученні ліквідності. Проте вже у 2024–2026 роках депозитні ставки знизилися до рівня 7,4–9,3%, що зменшило привабливість депозитів для бізнесу, одночасно зі зростанням популярності ОВДП. Для фізичних осіб динаміка була дещо іншою. Ставки за депозитами у гривні з можливістю дострокового розірвання коливалися в межах 5,8–8,3%, тоді як депозити без дострокового розірвання забезпечували вищу дохідність — 12,7–14,3% у 2022–2025 роках. Саме ця категорія депозитів залишається найбільш конкурентною до ОВДП, однак навіть вона поступалася державним цінним паперам з огляду на оподаткування депозитних доходів. Валютні депозити фізичних осіб залишалися низькодохідними, що не дозволяло компенсувати валютні ризики та інфляційний тиск. Зіставлення депозитних ставок із дохідністю ОВДП та військових ОВДП дозволяє краще зрозуміти мотивацію інвесторів. За наявними даними НБУ [7], мінімальні та максимальні ставки за ОВДП у гривні перебували в діапазоні 11,00–19,75%, тоді як військові ОВДП у гривні забезпечували дохідність 15,20–17,50%.



**Таблиця 2**  
**Середньозважені ставки по депозитах юридичних і фізичних осіб у 2022–2026 рр.**

Роки	Юридичні особи			Фізичні особи			
	Грн,%	валюта		грн, з достроковим закриттям,%	грн, без дострокового закриття,%	валюта	
		Євро,%	Долар,%			Євро,%	Долар,%
2022	7,3	0,7	1,6	5,8	12,7	0,5	0,7
2023	10,6	0,0	0,8	8,3	14,3	0,5	0,9
2024	7,4	0,4	1,0	8,0	13,0	0,5	1,1
2025	8,7	0,2	0,9	7,9	13,8	0,4	1,1
2026	9,3	0,2	0,9	8,2	13,7	0,3	1,0

*Джерело: сформовано авторами за джерелами [8-12].*

У валютному сегменті ОВДП у доларах мали дохідність 3,98–4,17%, а військові ОВДП - 3,98–4,50%. Таким чином, навіть представлені мінімальні ставки за гривневими ОВДП перевищували максимальні ставки за гривневими депозитами фізичних осіб без дострокового розірвання, а для юридичних осіб різниця була ще більш суттєвою, тому інвестиції в ОВДП за рахунок закриття депозитів є цілком обґрунтованим рішенням. У валютному сегменті державні цінні папери також забезпечували вищу дохідність, ніж депозити, що робило їх більш привабливими для інвесторів, які прагнули зберегти валютну експозицію.

Порівняння динаміки депозитних ставок із темпами зміни вкладень, дозволяє встановити причинно-наслідкові зв'язки між поведінкою інвесторів та ринковими умовами. Зокрема, різке зростання депозитів юридичних осіб у 2023 році корелює з підвищенням депозитних ставок у цей період (303,55% за рік), тоді як подальше зниження ставок у 2024–2026 роках супроводжується відтоком коштів з депозитів та зростанням вкладень у ОВДП. Для фізичних осіб підвищення ставок у 2023 році також сприяло збільшенню депозитного портфеля, однак у наступні роки населення активніше переорієнтувалося на ОВДП та військові ОВДП. Розглянемо структуру інвестиційних вкладень юридичних осіб в розрізі видів валют, оскільки саме вона дозволяє виявити чутливість корпоративного сектору до макроекономічних змін, валютних коливань та специфічних ринкових подій (табл.3).

Аналіз інвестицій показав стійке зростання вкладень юридичних осіб у гривневі ОВДП, де обсяг вкладень збільшився більше, ніж в 2 рази за 4 роки повномасштабної війни, що відображає послідовну переорієнтацію бізнесу на національну валюту як основний інструмент інвестування. Подібна тенденція спостерігається і для військових ОВДП у гривні, зростання в 2,65 разів за 4 роки війни, однак їхня динаміка є значно більш нестабільною. Особливо різке зростання відбулося у 2024 році, коли обсяг гривневих військових ОВДП зріс до 263,7 млрд грн., основним фактором зростання став внесок благодійного фонду П. Порошенка [13], який придбав значний обсяг військових облігацій у межах

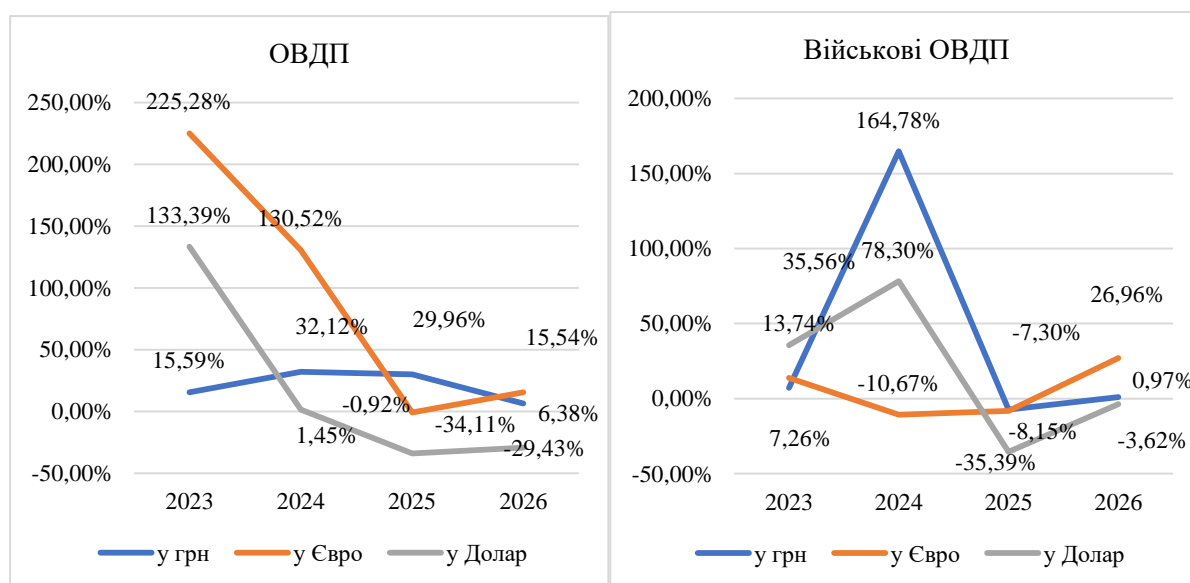
випуску UA4000229264 (загальний обсяг у власності збільшився на 270%). Саме цей одноразовий фактор спричинив аномально високий приріст у 2024 році, який у темпах зростання відображено як 164,78%.

**Таблиця 3**  
**Валютна структура вкладень юридичних осіб в ОВДП у 2022–2026 рр.,**  
**млн. грн**

Роки	ОВДП			військові ОВДП			Курс долару	Курс євро
	у грн	валюта		у грн	валюта			
		у євро	у дол.США		у євро	у дол.США		
2022	94998,60	777,93	11521,67	92857,88	485,65	846,72	36,57	38,95
2023	109805,97	2530,45	26890,70	99601,88	552,40	1147,79	37,98	42,21
2024	145076,10	5833,14	27279,78	263722,08	493,47	2046,45	42,04	43,93
2025	188537,43	5779,32	17974,50	244465,62	453,27	1322,31	42,39	49,86
2026	200564,02	6677,56	12684,13	246833,69	575,46	1274,41	43,21	51,02

Джерело: сформовано авторами за джерелами [8-12, 14].

З метою оцінки динаміки змін валютних вкладень юридичних осіб у державні облігації побудовано графічне відображення темпів змін (рис. 3).



**Рис. 3. Темпи річних змін валютних вкладень юридичних осіб у ОВДП у 2022–2026 рр.**

Джерело: сформовано авторами за джерелами [8-12, 14].

У 2025 році спостерігається корекція зрушень, що підтверджує неорганічний характер піку 2024 року (вдаючись до статистичного аналізу, дану зміну можна описати як «дискретну» та не брати у прогнозі розрахунки).



Валютна структура вкладень у євро демонструє іншу логіку. Вкладення юридичних осіб у єврові ОВДП на тлі мінімальних депозитних ставок зростали у 2022–2024 роках, досягнувши в еквіваленті 5,8 млрд грн у 2024 році, після чого у 2025 році відбулося незначне зниження.

Для військових ОВДП у євро динаміка є більш стриманою: після зростання у 2023 році спостерігається зниження у 2024–2025 роках.

Найбільш показовою є динаміка вкладень у доларові інструменти. У 2023–2024 роках вкладення юридичних осіб у доларові ОВДП та військові ОВДП зросли майже в 2,5 рази. Проте з 2025 році спостерігається різке скорочення. Детальніший аналіз внутрішньорічної динаміки вказує на додаткові макроекономічні фактори зрушення. Після інавгурації нового президента США 20 січня 2025 року курс долара в Україні знизився з приблизно 42,12 грн до 41,08 грн. Така короткострокова, але різка зміна курсу стала сигналом для юридичних осіб щодо можливого подальшого зміцнення гривні, що зменшувало дохідність доларових інструментів у гривневому еквіваленті. Корпоративні інвестори, які традиційно демонструють високу чутливість до валютних ризиків, оперативно відреагували на ці зміни, скоротивши доларові вкладення та переорієнтувавшись на гривневі ОВДП, що забезпечували стабільнішу дохідність і не піддавалися ризику курсових втрат. На тлі новин, певних рішень нового президента США, нестабільності світової економіки, зниженням надходжень в дол.США на користь євро, у 2026 році така тенденція продовжилася. Ця реакція чітко простежується і в структурі валютних військових ОВДП. Якщо у 2024 році юридичні особи здійснювали вкладення у дев'ять випусків військових ОВДП, то вже у 2025 році кількість випусків нових пропозицій цінних паперів скоротилася до семи. При цьому лише один із випусків, що був активним у 2024 році (№4000233407), залишився у структурі вкладень, однак обсяг інвестицій у нього також суттєво зменшився в 2,13 разів - з 132,499 млн грн до 64,169 млн грн.

У 2026 році кількість доларових військових ОВДП у портфелях юридичних осіб залишилася на рівні семи випусків, однак їх структура частково змінилася: один із них був новим, тоді як шість - це випуски попередніх періодів. Водночас лише в одному з них обсяг вкладень дещо зріс, тоді як у п'яти інших юридичні особи скоротили свої інвестиції. Ймовірно, частина інвесторів, які отримали кошти після погашення військових облігацій у 2025 році, спрямувала їх у новий випуск 2026 року, тоді як інші могли перерозподілити капітал між альтернативними інструментами або перевести у гривневі державні облігації.

Проаналізуємо структуру вкладень фізичних осіб у державні облігації в розрізі валют, що дає змогу оцінити особливості інвестиційної поведінки населення в умовах воєнної економіки та його реакцію на зміни (табл. 4).

Обсяг вкладень у гривневі ОВДП збільшився в 5,3 рази - з 15,0 млрд грн у 2022 році до 79,3 млрд грн у 2026 році, що відображає поступове формування довіри населення до державних цінних паперів як інструменту збереження та примноження капіталу. Зростання є рівномірним і не містить різких коливань, що

свідчить про органічний характер попиту з боку домогосподарств. Подібна тенденція спостерігається і для військових ОВДП у гривні: їх обсяг зріс в 7,5 разів з 2022 до 2026 року. Це зростання є результатом поєднання фінансової привабливості та соціальної мотивації, оскільки військові ОВДП дозволяють фізичним особам одночасно отримувати дохід і підтримувати обороноздатність держави.

**Таблиця 4**

**Валютна структура вкладень фізичних осіб у ОВДП у 2022–2026 рр.,  
млн грн**

Роки	ОВДП			військові ОВДП			Курс долару	Курс євро
	у грн	валюта		у грн	валюта			
		у євро	у дол.США		у євро	у дол.США		
2022	14998,97	576,24	14595,04	4901,27	14,76	176,99	36,57	38,95
2023	25910,08	1862,13	25261,87	10109,24	37,18	524,16	37,98	42,21
2024	39511,63	3257,73	35699,35	19838,61	68,93	806,40	42,04	43,93
2025	66023,08	5722,53	40203,22	34181,76	94,48	874,36	42,39	49,86
2026	79303,27	6867,48	35679,35	36856,16	100,78	884,28	43,21	51,02

*Джерело: сформовано авторами за джерелами [8-12, 14].*

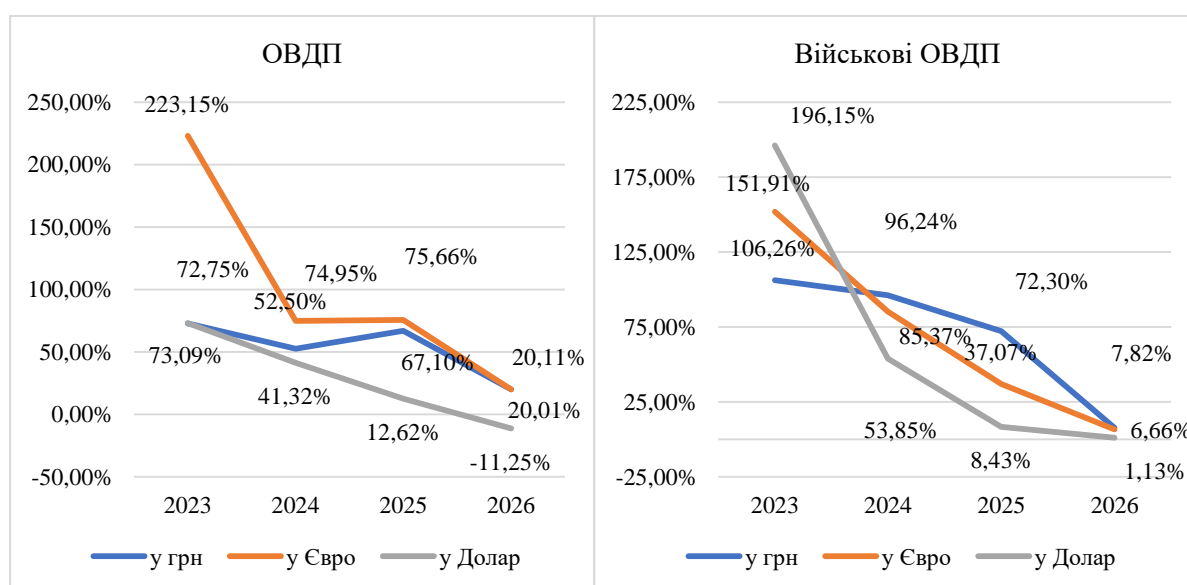
Для більш наочного відображення динаміки інвестицій фізичних осіб доцільно розглянути темпи річних змін їх вкладень у державні облігації (рис.4).

Валютні вкладення фізичних осіб також демонструють позитивну динаміку, однак їх структура має власні особливості. Вкладення у єврові ОВДП зросли в еквіваленті з 0,58 млрд грн у 2022 році до 6,87 млрд грн у 2026 році, що свідчить про поступове збільшення інтересу населення до інструментів, номінованих у євро. Аналогічно, вкладення у доларові ОВДП зросли з 14,6 млрд грн до 35,7 млрд грн в еквіваленті у 2024 році, після чого у 2025–2026 роках спостерігається певні коливання. Динаміка валютних вкладень фізичних осіб виглядає стриманіше, порівнюючи до рішень юридичних осіб, проте також є показовою. Вкладення у єврові військові ОВДП зросли у 6,8 разів, а вкладення у доларові військові ОВДП в 5 разів відповідно. Хоча абсолютні значення залишаються відносно невеликими порівняно з гривневими інструментами, темпи зростання свідчать про поступове розширення інтересу населення до валютних військових облігацій, що може бути пов'язано з бажанням диверсифікувати валютні ризики.

Графік темпів зростання демонструє, що 2023 рік став ключовим для формування інвестиційної активності населення, що свідчить про різке збільшення інтересу населення до державних цінних паперів. Поведінка може бути зумовлена як підвищенням фінансової грамотності, так і зростанням довіри до державних інструментів на тлі воєнних подій. У 2024–2025 роках темпи зростання залишалися високими, хоча й поступово знижувалися, що відповідає природній стабілізації після різкого розширення бази інвесторів. У 2026 році темпи зростання для більшості інструментів зменшилися до однозначних



значень, що свідчить про перехід до більш стабільної та прогнозованої інвестиційної поведінки населення. Водночас зміна темпів зростання вкладів у доларові ОВДП є зовсім іншою. Нестабільність політичної та економічної ситуації вплинула на рішення щодо інвестицій фізичних осіб, не так різко, як юридичних осіб (зниження інвестицій у доларовому еквіваленті до -11,25% тільки у 2026 році).



**Рис. 4. Темпи річних змін валютних вкладень фізичних осіб у ОВДП у 2022–2026 рр.**

Джерело: сформовано авторами за джерелами [8-12, 14].

Подальший етап дослідження передбачає аналіз статистичних залежностей між валютними курсами та обсягами вкладень у державні цінні папери, що дозволяє оцінити чутливість різних груп інвесторів до валютних коливань. Для цього використано результати регресійного аналізу, які відображають рівень статистичної значущості, силу зв'язку між курсами долара і євро та обсягами вкладень юридичних і фізичних осіб у ОВДП та військові ОВДП (табл. 5).

**Таблиця 5**

**Результати регресійного аналізу залежності обсягів вкладень від валютних курсів**

Суб'єкти господарювання	Показник (залежна змінна)	x = курс Долара		x = курс Євро	
		p-value	R <sup>2</sup>	p-value	R <sup>2</sup>
Юридичні особи:	ОВДП	0,9526	0,001	0,0455	0,78
	військові ОВДП	0,2556	0,39	0,7994	0,03
Фізичні особи:	ОВДП	0,0145	0,89	0,0005	0,99
	військові ОВДП	0,0073	0,93	0,0049	0,95

Джерело: сформовано авторами за джерелами [4-8, 10].



Результати свідчать про суттєві відмінності у поведінці юридичних і фізичних осіб. Для юридичних осіб валютні коливання не були визначальним чинником у формуванні обсягів вкладень у державні цінні папери. Взаємозв'язок між курсом долара та інвестиціями в ОВДП є статистично незначущим, що свідчить про відсутність прямої реакції корпоративного сектору на зміни долларового курсу. Натомість зв'язок між вкладеннями в ОВДП та курсом євро є суттєвим, що може свідчити про орієнтацію бізнесу на євровий сегмент валютного ринку при ухваленні інвестиційних рішень. Для військових ОВДП юридичних осіб статистично значущих залежностей не виявлено, що узгоджується з тим, що рішення щодо придбання цих інструментів визначалися переважно нефінансовими мотивами та податковими умовами, а також впливом окремих великих операцій, які не були пов'язані з валютними коливаннями.

На відміну від корпоративного сектору, фізичні особи демонструють високу чутливість до змін валютних курсів. Для вкладень у ОВДП та військові ОВДП моделі показують високу залежність як від валютних курсів, що свідчить про активну реакцію населення на валютні коливання, коригування структури своїх інвестицій відповідно до очікувань щодо подальшої динаміки валют. Така поведінка є характерною для домогосподарств, які прагнуть мінімізувати ризики девальвації та зберегти купівельну спроможність заощаджень. Отримані результати дозволяють зробити висновок, що для фізичних осіб ключовим чинником є валютна волатильність.

**Висновки та перспективи подальших досліджень:** Проведений аналіз показав наступне: обидві групи інвесторів демонстрували зростання інтересу до державних цінних паперів, проте мотивація та інтенсивність цього процесу суттєво відрізнялися. Якщо говорити про юридичних осіб, поступовість переорієнтування з депозитів на ОВДП було помітним, що пояснюється поєднанням податкових переваг, ліквідності та стабільності доходності. Особливо помітним було зростання вкладень у гривневі ОВДП, оскільки більшість підприємств не мають валютної виручки. Динаміка військових ОВДП юридичних осіб виявилася більш волатильною, що зумовлено як ринковими умовами, так і впливом дискретних операцій. Фізичні особи демонстрували зростання інвестицій в цінні папери, що свідчить про поступове формування довіри населення до ОВДП та військових ОВДП як інструментів примноження капіталу, що забезпечують вищу реальну доходність порівняно з депозитами. Важливим чинником переходу стала повна відсутність оподаткування доходів фізичних осіб від державних цінних паперів, що створювало суттєву перевагу над депозитами. Результати регресійного аналізу підтвердили, що фізичні особи є значно чутливішими до валютних коливань, ніж юридичні особи. Отримані результати формують цілісне уявлення про трансформацію інвестиційної поведінки суб'єктів господарювання у 2022–2026 роках. Подальший розвиток інфраструктури, зокрема цифрових платформ, спростить доступ до державних цінних паперів.



**Фінансування.** Автори не отримували фінансування для проведення цього дослідження та аналізу результатів.

**Конфлікт інтересів.** Автори заявляють, що не мають конфлікту інтересів.

**Декларація використання ШІ.** Під час підготовки рукопису автори частково використовували інструменти штучного інтелекту зокрема ChatGPT для покращення стилістики викладення матеріалу та уточнення формулювань. Усі аналітичні результати та висновки є виключно авторським внеском.

### Список використаних джерел

1. Вергелюк Ю. Ю., Ганцяк М. О. Діяльність банків України на ринку ОВДП як чинник фінансово-інтермедіаційного парадоксу. *Проблеми економіки*. 2025. Вип. 1. С. 288–295. URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=5268333](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5268333) (дата звернення: 12.03.2026).
2. Ганцяк М. О., Бруцький Є. Й. Роль державних облігацій у розвитку фондового ринку України. *Європейський науковий журнал економічних та фінансових інновацій*. 2025. Вип. 2 (16). С. 371–380. DOI: <https://doi.org/10.32750/2025-0234>
3. Федевич Л., Ливдар М. Облігації внутрішньої державної позики як інструмент для інвестицій та підтримки економіки України. *Modern Economics*. 2022. Вип. 35. С. 136–140. DOI: [https://doi.org/10.31521/modecon.V35\(2022\)-21](https://doi.org/10.31521/modecon.V35(2022)-21)
4. Szkutnik W., Wyłuda T. Effectiveness of investing in war bonds. *Faculty of Economics*. 2022. Vol. 54. P. 214–221. DOI: <https://doi.org/10.5604/01.3001.0015.8974>
5. ОВДП. Міністерство фінансів України : вебсайт. URL: <https://mof.gov.ua/uk/ovdp> (дата звернення: 12.03.2026).
6. Військові ОВДП. Міністерство фінансів України: вебсайт. URL: [https://mof.gov.ua/uk/local\\_bonds\\_issued\\_during\\_the\\_war\\_time-572](https://mof.gov.ua/uk/local_bonds_issued_during_the_war_time-572) (дата звернення: 12.03.2026).
7. Довідник ОВДП. Національний банк України: вебсайт. URL: [https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp/search?page=1&perPage=5&cpcode=&date\\_from=&date\\_to=](https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp/search?page=1&perPage=5&cpcode=&date_from=&date_to=) (дата звернення: 12.03.2026).
8. Понад 2 тисячі громадян та представників бізнесу підтримали Україну, придбавши військові ОВДП – депозитарій НБУ. Національний банк України : вебсайт. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/ponad-2-tisyachi-gromadyan-ta-predstavnikiv-biznesu-pidtrimali-ukrayinu-pridbavshi-viyskovyi-ovdp--depozitariy-nbu> (дата звернення: 12.03.2026).
9. З початку 2023 року уряд залучив від продажу ОВДП на аукціонах майже 521 млрд грн в еквіваленті, а загалом упродовж воєнного стану – близько 773 млрд грн в еквіваленті. Національний банк України : вебсайт. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/z-pochatku-2023-roku-uryad-zaluchiv-vid-prodaju-ovdp-na-auktsionah-mayje-521-mlrd-grn-v-ekvivalenti-a-zagalom-uprodovj-voennogo-stanu---blizko-773-mlrd-grn-v-ekvivalenti> (дата звернення: 12.03.2026).
10. Уряд залучив майже 1 397 млрд грн від продажу ОВДП на аукціонах упродовж воєнного стану. Національний банк України : вебсайт. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/uryad-zaluchiv-mayje-1-397-mlrd-grn-vid-prodaju-ovdp-na-auktsionah-uprodovj-voennogo-stanu> (дата звернення: 12.03.2026).
11. Із початку 2025 року уряд залучив від продажу / обміну ОВДП на аукціонах понад 529 млрд грн, а загалом упродовж воєнного стану – майже 1 987 млрд грн. Національний банк України : вебсайт. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/iz-pochatku-2025-roku-uryad-zaluchiv-vid-prodaju---obminu-ovdp-na-auktsionah-ponad-529-mlrd-grn-a-zagalom-uprodovj-voennogo-stanu--mayje-1-987-mlrd-grn> (дата звернення: 12.03.2026).
12. Уряд залучив у січні від продажу / обміну ОВДП на аукціонах 64 млрд грн, а загалом упродовж воєнного стану – майже 2 091 млрд грн. Національний банк України : вебсайт. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/uryad-zaluchiv-u-sichni-vid-prodaju---obminu-ovdp-na-auktsionah-64-mlrd-grn-a-zagalom-uprodovj-voennogo-stanu--mayje-2-091-mlrd-grn> (дата звернення: 12.03.2026).
13. Інвестиції у перемогу: Порошенко купив військові облігації на 156 з половиною мільйонів гривень. Європейська Солідарність : вебсайт. URL: <https://eurosolidarity.org/2024/01/11/poroshenko-kupuv-viyskovyi-obligacziyi-na-156-z-polovynouyu-miljoniv-gryven/> (дата звернення: 12.03.2026).



14. Офіційний курс гривні щодо іноземних валют. Національний банк України : вебсайт. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerate-chart> (дата звернення: 12.03.2026).

## References

1. Verheliuk, Yu. Yu., & Hantsiak, M. O. (2025). Activities of Ukrainian banks in the government bond market as a factor of the financial intermediation paradox. *Problemy ekonomiky*, (1), 288–295. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=5268333](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5268333) [in Ukrainian].
2. Hantsiak, M. O., & Brutskiy, Ye. Y. (2025). The role of government bonds in the development of Ukraine's stock market. *Yevropeyskiy naukovyi zhurnal ekonomichnykh ta finansovykh innovatsii*, 2(16), 371–380. <https://doi.org/10.32750/2025-0234> [in Ukrainian].
3. Fedevych, L., & Lyvdar, M. (2022). Domestic government bonds as a tool for investment and support of the economy of Ukraine. *Modern Economics*, (35), 136–140. [https://doi.org/10.31521/modecon.V35\(2022\)-21](https://doi.org/10.31521/modecon.V35(2022)-21) [in Ukrainian].
4. Szkutnik, W., & Wyłuda, T. (2022). Effectiveness of investing in war bonds. *Faculty of Economics*, (54), 214–221. <https://doi.org/10.5604/01.3001.0015.8974>
5. Ministry of Finance of Ukraine. (n.d.). Government bonds. <https://mof.gov.ua/uk/ovdp> [in Ukrainian].
6. Ministry of Finance of Ukraine. (n.d.). Military government bonds. [https://mof.gov.ua/uk/local\\_bonds\\_issued\\_during\\_the\\_war\\_time-572](https://mof.gov.ua/uk/local_bonds_issued_during_the_war_time-572) [in Ukrainian].
7. National Bank of Ukraine. (n.d.). Domestic government bonds issues. [https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp/search?page=1&perPage=5&cpcode=&date\\_from=&date\\_to=](https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp/search?page=1&perPage=5&cpcode=&date_from=&date_to=) [in Ukrainian].
8. National Bank of Ukraine. (2022). NBU Depository: Over 2,000 individuals and businesses supported Ukraine by purchasing military domestic government debt securities. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/ponad-2-tisyachi-gromadyan-ta-predstavnikiv-biznesu-pidtrimali-ukrayinu-pridbavshi-viyskovi-ovdp--depozitariy-nbu> [in Ukrainian].
9. National Bank of Ukraine. (2023). Ukraine's government borrows equivalent of almost UAH 521 billion through auctions to sell domestic government debt securities since early 2023, and nearly UAH 773 billion total since martial law was imposed. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/z-pochatku-2023-roku-uryad-zaluchiv-vid-prodaju-ovdp-na-auktsionah-mayje-521-mlrd-grn-v-ekvivalenti-a-zagalom-uprodovj-voyennogo-stanu---blizko-773-mlrd-grn-v-ekvivalenti> [in Ukrainian].
10. National Bank of Ukraine. (2024). Ukraine's government raises almost UAH 1,397 billion through auctions to sell domestic government debt securities since martial law was imposed. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/uryad-zaluchiv-mayje-1-397-mlrd-grn-vid-prodaju-ovdp-na-auktsionah-uprodovj-voyennogo-stanu> [in Ukrainian].
11. National Bank of Ukraine. (2025). Ukraine's government borrows equivalent of over UAH 529 billion through auctions to sell domestic government debt securities since early 2025, and almost UAH 1,987 billion total since martial law was imposed. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/iz-pochatku-2025-roku-uryad-zaluchiv-vid-prodaju---obminu-ovdp-na-auktsionah-ponad-529-mlrd-grn-a-zagalom-uprodovj-voyennogo-stanu--mayje-1-987-mlrd-grn> [in Ukrainian].
12. National Bank of Ukraine. (2026). Ukraine's government borrows equivalent of over UAH 64 billion through auctions to sell domestic government debt securities in January, and almost UAH 2,091 billion total since martial law was imposed. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/uryad-zaluchiv-u-sichni-vid-prodaju---obminu-ovdp-na-auktsionah-64-mlrd-grn-a-zagalom-uprodovj-voyennogo-stanu--mayje-2-091-mlrd-grn> [in Ukrainian].
13. European Solidarity. (2024). Investments in victory: Poroshenko bought military bonds worth UAH 156.5 million. <https://eurosolidarity.org/2024/01/11/poroshenko-kupyv-viyskovi-obligacziyi-na-156-z-polovnoyu-miljoniv-gryven/> [in Ukrainian].
14. National Bank of Ukraine. (n.d.). Official hryvnia exchange rates. <https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerate-chart> [in Ukrainian].

Отримано:	16.03.2026	Beérkezett:	2026.03.16	Received:	16.03.2026
Прийнято до друку:	30.04.2026	Elfogadva:	2026.04.30	Accepted:	30.04.2026
Опубліковано:	29.05.2026	Megjelent:	2026.05.29	Published:	29.05.2026