

Олександр Дзюблюк

доктор економічних наук, професор,
Західноукраїнський національний університет, м. Тернопіль, Україна
o.dziubliuk@wunu.edu.ua
ORCID ID: 0000-0002-4967-823X

МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ У ПЕРІОД ВОЄННОГО СТАНУ

Повномасштабна війна стала визначальним чинником трансформації економічної системи України, зумовивши глибокі структурні зрушення у функціонуванні монетарного сектору. Адже в умовах різкого падіння виробництва, руйнування інфраструктури та порушення економічних зв'язків фінансова система країни повинна була адаптуватися до нових викликів, поєднуючи інструменти класичної монетарної політики з елементами антикризового регулювання. У результаті сформувалася специфічна модель функціонування монетарної сфери, що базується на домінуванні зовнішнього фінансування, жорсткій монетарній політиці та активній ролі держави у перерозподілі фінансових ресурсів.

Однією із ключових передумов збереження макрофінансової стабільності економіки України стали значні обсяги міжнародної фінансової допомоги. Від початку повномасштабної війни Україна отримала понад 172,9 млрд дол. бюджетної підтримки від міжнародних партнерів, зокрема близько 52,4 млрд дол. США у 2025 р., що дозволило компенсувати значну частину бюджетного дефіциту, підтримати платіжний баланс та забезпечити стабільність валютного ринку. Водночас, за оцінкою уряду України та Міжнародного валютного фонду, загальний дефіцит зовнішнього фінансування на 2026-2029 роки оцінюється на рівні 136,5 млрд дол. [1]. Крім того, співставлення обсягів отриманої допомоги з оцінками економічних втрат свідчить про її обмежений відновлювальний потенціал.

Так, прямі збитки інфраструктури України від повномасштабної війни, за оцінками KSE Institute, станом на початок 2026 року, перевищили 195 млрд дол. [2]. Найбільших руйнувань зазнали житловий сектор, транспортна інфраструктура та енергетика, а сумарні економічні втрати (прямі і непрямі) оцінюються у понад 1,7 трлн дол., при чому безпосередні потреби у повоєнному відновленні сягають 587,7 млрд дол. США. Таким чином, міжнародна допомога виконує передусім функцію короткострокової стабілізації, не забезпечуючи достатнього фінансового підґрунтя для довгострокового економічного зростання. Це формує стійкий розрив між потребами у відновленні та наявними ресурсами, який може стати одним із ключових обмежень економічної динаміки у середньостроковій перспективі. Наприклад, у 2026-2027 рр., урахувавши вже надані запевнення щодо фінансування, Україна має залишковий розрив фінансування близько 63 млрд дол. [1].

У таких умовах монетарна політика Національного банку України була орієнтована на стримування інфляційного тиску та стабілізацію фінансової системи.

Після різкого підвищення облікової ставки у 2022 р. до 25% у подальшому відбулося її поступове зниження до рівня 15% у 2026 р. Однак, незважаючи на номінальне пом'якшення, монетарні умови залишаються жорсткими, про що свідчить значний позитивний реальний процентний диференціал. Зокрема, якщо споживча інфляція становить 7,6% річних, то розрив між обліковою ставкою та інфляцією становить близько 7,4 процентних пункти, що підтримує привабливість заощаджень, проте, водночас обмежує попит на кредити з боку суб'єктів ринку. До того ж високий рівень кредитних ставок (близько 20%) у поєднанні зі зниженням дохідності депозитів (до 9%) формує дисбаланс між вартістю ресурсів і можливостями їх ефективного використання в реальному секторі [3].

Дані обставини, що визначають досить обмежену ефективність кредитного каналу трансмісії, є однією з ключових характеристик сучасного етапу розвитку монетарного сектору економіки України. Банківська система, попри наявність значної ліквідності, не забезпечує достатнього обсягу кредитування інвестиційної діяльності, що зумовлює зміщення акцентів у фінансуванні економіки від приватного кредитування до бюджетних механізмів та зовнішніх джерел. Так, залишки на коррахунках банків становлять близько 330 млрд грн, а внески у депозитні сертифікати Національного банку України – 560 млрд грн [4]. У результаті роль держави у розподілі фінансових ресурсів суттєво зростає, що, з одного боку, дозволяє підтримувати економічну активність, а з іншого – послаблює ринкові стимули до ефективного розподілу капіталу. Показовим у цьому контексті є розвиток ринку внутрішніх державних запозичень. У 2026 р. спостерігалось зниження середньозваженої дохідності облігацій внутрішньої державної позики до рівня близько 15%, що сприяло зменшенню вартості обслуговування державного боргу. Водночас така динаміка не є повною мірою результатом ринкових процесів, а значним чином зумовлена надлишковою ліквідністю банківської системи та регуляторними факторами. А за відсутності альтернативних інструментів інвестування банки змушені активно вкладати ресурси у державні цінні папери, що фактично посилює взаємозалежність між банківським сектором і державними фінансами.

Результатом такої банківської активності є спотворення самого механізму фінансового посередництва. Так, аналіз динаміки грошової маси та кредитування підтверджує виникнення серйозних структурних дисбалансів у фінансовому секторі за період війни. Зокрема, лише за 2025 р. грошова маса (М3) зросла на 15,3%, депозити – на 16,6%, тоді як кредитування збільшилося лише на 8,2%. При цьому спостерігається суттєва диференціація між сегментами кредитного ринку: якщо споживче кредитування зросло на 25,2%, то корпоративне кредитування, навпаки, навіть знизилось на 0,8% [3]. Така структура свідчить про домінування споживчого попиту як основного драйвера економічної активності в Україні. Водночас інвестиційне кредитування залишається обмеженим, що негативно впливає на потенціал довгострокового економічного зростання.

Важливу роль у підтримці кредитування відіграють державні програми,

зокрема програма «5-7-9%», частка якої у загальному обсязі кредитування бізнесу перевищує 40%. Це підтверджує, що функціонування кредитного ринку значною мірою залежить від державної підтримки, а не від саморегулюючих ринкових механізмів. У довгостроковій перспективі така ситуація може стримувати розвиток фінансового посередництва та знижувати ефективність розподілу фінансових ресурсів. Щодо депозитного ринку, то він демонструє відносно позитивну динаміку, однак і тут спостерігаються певні структурні особливості. Зростання за останній рік депозитів населення на 17,0% перевищує відповідний показник для бізнесу (12,8%), що свідчить про відносно високий рівень довіри домогосподарств до банківської системи. Водночас більш стримане зростання депозитів підприємств відображає обмежену інвестиційну активність корпоративного сектору. Таким чином, банківська система акумулює значні обсяги ресурсів, які не трансформуються у відповідний рівень інвестиційного фінансування.

Не менш важливим аспектом монетарного сектору економіки є функціонування валютного ринку, який у період воєнного стану характеризується високим рівнем регуляторного втручання. Стабільність обмінного курсу гривні значною мірою забезпечується за рахунок валютних інтервенцій центрального банку. За даними НБУ, лише від початку 2026 р. чисті інтервенції з продажу доларів США становили 10,9 млрд дол., що супроводжувалося скороченням міжнародних резервів на 2,9 млрд дол. США, незважаючи на надходження зовнішньої допомоги. Це свідчить про наявність стійкого дефіциту іноземної валюти, який компенсується адміністративними заходами. У результаті валютна стабільність має значною мірою штучний характер і прямо залежить від обсягів міжнародного фінансування.

Узагальнюючи результати, слід зазначити, що за період повномасштабної війни в Україні сформувалася специфічна модель функціонування монетарного сектору, ключовими ознаками якої є домінування міжнародної фінансової допомоги як джерела макрофінансової стабільності, жорстка монетарна політика, спрямована на стримування інфляції, а також переважання споживчого попиту над інвестиційною активністю. Разом із тим така модель породжує низку системних ризиків, серед яких особливої уваги заслуговують залежність від зовнішнього фінансування, слабкість кредитного забезпечення інвестиційного процесу, дисбаланси у структурі економічного зростання та вразливість валютного ринку. За відсутності суттєвих структурних змін ці ризики можуть обмежувати можливості переходу до сталого економічного розвитку.

Враховуючи, що сформована модель характеризується високою залежністю від зовнішнього фінансування, обмеженою ефективністю кредитного каналу трансмісії та домінуванням споживчого попиту, першочергового значення набуває трансформація механізмів монетарного регулювання у напрямі стимулювання інвестиційної активності.

Передусім доцільним є поступове коригування параметрів монетарної політики з урахуванням не лише інфляційних ризиків, але й потреб економічного відновлення. Йдеться або про відмову від режиму інфляційного таргетування, або

про його адаптацію до умов воєнної економіки через більш гнучке використання процентного каналу. Зниження реальної вартості кредитних ресурсів має супроводжуватися впровадженням цільових інструментів рефінансування банків під інвестиційні проекти у пріоритетних галузях. Такий підхід дозволить посилити трансмісійний механізм монетарної політики та забезпечити спрямування ліквідності у виробничий сектор, а не лише у споживче кредитування чи фінансування державного боргу.

Водночас важливим напрямом є вдосконалення структури банківського кредитування. Існуюча домінуюча роль державних програм, зокрема механізму «5-7-9%», хоча й забезпечує короткострокову підтримку бізнесу, водночас формує залежність кредитного ринку від бюджетних ресурсів. У цьому контексті доцільно поступово трансформувати такі програми із прямого субсидування процентних ставок у інструменти часткового гарантування кредитних ризиків. Це сприятиме активізації участі банків у фінансуванні інвестиційних проектів на ринкових засадах та зменшенню фіскального навантаження. Не менш важливим є вдосконалення політики управління державним боргом. Зниження доходності облігацій внутрішньої державної позики створює сприятливі передумови для оптимізації боргового навантаження, однак водночас потребує запобігання надмірному витісненню приватного кредитування. У цьому контексті доцільним є поступове скорочення частки банків у фінансуванні державного боргу за рахунок активізації участі інших інвесторів, у тому числі нерезидентів, за умови стабілізації макрофінансового середовища. Це дозволить зменшити ефект «витіснення» та стимулювати перерозподіл ресурсів на користь реального сектору економіки.

Отже, ключовим завданням економічної політики на найближчу перспективу має стати трансформація існуючої моделі у напрямі стимулювання інвестиційної активності, розвитку внутрішнього фінансового ринку та зниження залежності від зовнішніх джерел фінансування. Лише за таких умов міжнародна допомога зможе виконувати роль каталізатора економічного відновлення, а не лише інструменту підтримання поточної стабільності.

Список використаних джерел:

1. Національний банк України. МВФ та українська влада досягли угоди на рівні персоналу щодо нової чотирирічної програми в межах Механізму розширеного фінансування. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/mvf-ta-ukrayinska-vlada-dosyagli-ugodi-na-rivni-personalu-schodo-novoyi-chotiririchnoyi-programi-v-mejah-mehanizmu-rozshirenogo-finansuvannya-na-sumu-81-mlrd-dol-ssha>
2. KSE Institute. Звіт про непрямі фінансові втрати економіки внаслідок військової агресії Росії проти України до кінця 2026 року. URL: https://kse.ua/wp-content/uploads/2026/02/KSE-Institute_Losses-2026-Report-ua-2.pdf
3. Національний банк України. Статистика фінансового сектору. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>
4. Національний банк України. Оперативні дані, що характеризують ліквідність банківської системи та чинники її зміни. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/fm-liquidity>