

Поточний стан і перспективи воєнної економіки Росії

З М І С Т

Вступ	2
I. Середньострокові тренди російської економіки та їх драйвери	3
II. Поточний стан реального сектору економіки Росії	7
III. Енергетичний експорт Росії та наслідки українських ударів	14
IV. Стан федерального бюджету та податкова політика уряду	18
V. Обсяги бюджету війни, бюджетний дефіцит і фіскальна стійкість	24
VI. Курс монетарної політики і стан міжнародних резервів у 2022–2026 роках	31
VII. Кредитування воєнної економіки, динаміка депозитної бази та ліквідності банків	35
VIII. Оцінка стійкості російської економіки та її потенціалу фінансувати війну високої інтенсивності	45
Висновки і пропозиції	51

Вступ

Стан економіки Росії та якість життя широких мас населення безпосередньо впливають на спроможність агресора продовжувати війну проти України. Повномасштабна війна докорінно змінила структуру та механізми функціонування економіки Росії. В 2023–2024 роках масштабне державне фінансування військово-промислового комплексу та значні доходи від експорту енергоносіїв забезпечили прискорення економічного зростання, але в даний час потенціал цієї моделі вже вичерпано.

З 2025 року економіка перебуває в стані стагнації, сповільнюється промислове виробництво, скорочуються інвестиції, погіршується динаміка цивільних секторів, поглиблюються дефіцит робочої сили, технологічна деградація економіки, зростає бюджетний дефіцит і вичерпуються фінансові резерви агресора. Зазначені процеси ще не підірвали спроможність Росії вести війну проти України, водночас вони підвищили ціну ведення війни.

Метою дослідження є комплексна оцінка поточного стану воєнної економіки Росії, її ключових драйверів і структурних обмежень, стійкості до санкцій та зовнішніх шоків, а також здатності економіки Росії вести війну високої інтенсивності у середньостроковій перспективі.

Дослідження структуровано за такими основними напрямками. У I розділі розглянуто середньострокові тенденції та драйвери економічного зростання, зокрема роль державних стимулів, доходів від нафтогазового сектору та зовнішньо-економічних відносин. II розділ присвячено аналізу поточного стану реального сектору, ринку праці та інвестицій, він розкриває механізми функціонування двошвидкісної моделі економіки. У III проаналізовано енергетичний експорт та економічні наслідки ударів по нафтопереробці та логістиці в Росії.

IV розділ показує особливості бюджетної та податкової політики від початку війни та акцентує увагу на проблемах мобілізаційної моделі державних фінансів. У V розділі розглянуто обсяги військових видатків агресора, проблеми бюджетного дефіциту і можливості утримання довгострокової фіскальної стійкості держави.

У VI розділі окреслено курс монетарної політики центрального банку Росії від початку війни та проаналізовано динаміку міжнародних резервів. VII розділ фокусується на сильних і слабких місцях кредитної системи Росії, депозитної бази банків та розкриває проблематику банківської ліквідності. Заключний VIII розділ пропонує експертну оцінку стійкості російської економіки та часових рамок для ведення війни високої інтенсивності.

I. Середньострокові тренди російської економіки та їх драйвери

Після спаду на 1,4% у 2022 році російська економіка перейшла до стадії швидкого відновлення. У 2023–2024 роках спостерігалось активне зростання реального ВВП, зумовлене безпрецедентним вливанням державних коштів у розширення військово-промислового комплексу (ВПК) і фінансування поточних витрат на ведення війни. У 2023 році темпи зростання реального ВВП становили 4,1%, а в 2024 році – 4,9%.

Після початку повномасштабного вторгнення в Україну і запровадження західних санкцій більшість експертів і міжнародних організацій передбачали для Росії глибоку економічну кризу. Однак, такі очікування не справдилися внаслідок неповноти санкційного режиму (неприєднання країн глобального Півдня), збереження високих цін на нафту в 2022-2024 роках, використання російською владою накопичених фінансових резервів, реалізації політики імпортозаміщення та переходу до політики воєнного кейнсіанства.

У 2025 році темпи економічного зростання різко уповільнилися (див. табл. 1) внаслідок обмеженості виробничих можливостей Росії, перегріву економіки від масштабних фіскальних і кредитних стимулів, зниження світових цін на нафту, дефіциту трудових ресурсів і недоступності передових західних технологій. У минулому році темп зростання реального ВВП дорівнював 1%, а на поточний рік різні установи та експерти прогнозують від 0,5% до 1,1%.

На жаль, вихід країни-агресора з економічного буму не супроводжувався її входом у стадію рецесії чи початком системної економічної кризи. Економіка Росії все ще залишається достатньо адаптивною завдяки мікроекономічній гнучкості ринкових суб'єктів, значним доходам від експорту енергоносіїв, високій централізації та перерозподілу ресурсів у державному секторі, налагодженню активної взаємодії з Китаєм, Індією, Туреччиною, країнами Близького Сходу і Центральної Азії.

Таблиця 1 поєднує офіційні статистичні дані Росстату, оцінки міжнародних організацій та експертні оцінки для тих показників, які офіційно не публікуються (зокрема ВПК). Через закритість офіційної статистики щодо оборонного виробництва наведено експертні оцінки таких установ як IISS, RUSI, Kiel Institute.

Таблиця 1. Основні показники окремих секторів російської економіки у 2023–2026 роках, темпи зростання в % до попереднього року

Показник	2023	2024	2025	2026**
Реальний ВВП	4,1	4,9	1,0	0,5–1,1
Промислове виробництво загалом	3,5	4,6	2,1	0,7–1,0
Обробна промисловість	7,5	8,5	4,0	2 – 3
Галузі ВПК*	25–35	15–20	8–12	3–6
Металургія	–2,0	–1,0	0	–1...–2
Видобуток нафти і газу	–1,5	–0,5	0	–1
Будівництво	7,9	2,3	0–1	–1...0
Роздрібна торгівля	6,4	7,2	2,5	1–2
Інвестиції в основний капітал	9,8	7,4	–2,3	–10 (I кв.: –14,3)

* оціночні дані,

** річний прогноз.

На основі представлених даних можемо виокремити кілька важливих тенденцій в економіці країни-агресора:

1) У 2025–2026 роках відбулося погіршення ключових **макроекономічних показників** Росії. Якщо у 2024 році більшість показників ще демонстрували високі темпи приросту, то вже у 2025 році відбулося охолодження економіки.

2) **Переробна промисловість** випереджає динаміку промисловості в цілому, однак її зростання все більше пов'язується з виконанням державного оборонного замовлення.

3) Основними **драйверами зростання** економіки залишаються виробництво зброї та військової техніки, їх ремонт, будівництво за держзамовленням, логістика війни. Натомість цивільні галузі економіки стагнують або падають.

4) **ВПК** залишається ядром економіки, хоча й тут темпи приросту сповільнюються. Це є закономірним результатом вичерпання вільних виробничих потужностей, наявності дефіциту кадрів та ускладнення доступу до високотехнологічних компонентів.

5) Більшість **цивільних галузей** мають значно слабшу динаміку; особливо це стосується металургії, добувної промисловості, будівництва, які перебувають під негативним впливом високих процентних ставок, санкційних обмежень і нестабільності приватного попиту.

6) Падіння **інвестиційної активності** стало індикатором серйозних проблем в економіці. За даними Росстату в 2025 році інвестиції в основний капітал почали зменшуватися, а в I кварталі 2026 року їх спад становив 14,3% у річному вимірі; інвестиції послідовно знижуються вже чотири квартали поспіль. Такий стан свідчить про погіршення очікувань бізнесу, посилення структурних проблем економіки та вірогідність переходу до рецесії.

Водночас на середньостроковому часовому інтервалі **ключовими факторами відносної стійкості російської економіки та її утримання на плаву** після запровадження санкцій стали:

По-перше, РФ тривалий час готувалася до агресії проти України та конфронтації зі США та ЄС. Після 2014 року влада Росії проводила жорстку фіскальну та монетарну політику, що дозволило їй частково погасити державний борг і створити фінансові буфери. Крім того, до лютого 2022 року центральний банк Росії накопичив понад 600 млрд дол. США міжнародних резервів і 10% ВВП активів Фонду національного добробуту. Підготовка до війни включала також запуск незалежної платіжної системи, технічної та адміністративної інфраструктури для контролю над інтернетом, посилене імпортозаміщення, ін. Економічна політика «фортеці» звела до мінімуму залежність РФ від зовнішнього фінансування на момент повномасштабного вторгнення в Україну.

По-друге, незважаючи на збільшення частки державної власності та державного втручання в підприємницьку діяльність, російська економіка зберегла достатню мікроекономічну гнучкість, що сприяло її швидкій адаптації до нових умов, зокрема, шляхом перенаправлення російських торговельних і фінансових потоків на ринки «дружніх» країн.

По-третє, міжнародна санкційна коаліція була неповною, охоплюючи країни, на які припадає близько половини світового ВВП, а Росія отримала широкі можливості для обходу санкцій. При обмеженні цін на експорт російської нафти країнами G7 у 2023 році та введенні ембарго ЄС на імпорт нафти, збільшення різниці між цінами нафти Brent та Urals було лише тимчасовим. Санкційний механізм не передбачав реальних фінансових покарань за допомогу Росії в обході санкцій, тоді як фінансові стимули для таких «помічників» були значними. В результаті, багато країн, компаній, банків і приватних осіб стали для Росії реальними посередниками з обходу санкцій. Санкції підвищили для Росії витрати на ведення війни, але не заблокували функціонування військової машини.

Китай поступово перетворився на найбільшого торговельного партнера Росії, основного постачальника промислової продукції, ключове джерело надходження машин та обладнання. Наразі на Китай припадає 35% загального обсягу зовнішньої торгівлі Росії. З Китаю надходить приблизно 3/4 приросту імпорту критично важливих компонентів військового призначення, на які накладено санкції в 2022 році.

Разом з тим **запас міцності російської економіки поступово скорочується, а економічний потенціал країни дедалі більше обмежується структурними проблемами.** Все більш відчутно проявляють свою дію фактори **дефіциту робочої сили, технологічної відсталості і обмеженої участі в системі міжнародного поділу праці, структурних перекосів економіки і залежності її зростання від державних замовлень, високої вартості приватного капіталу і скорочення приватних інвестицій.**

Економіка Росії впритул підійшла до межі своїх виробничих можливостей, і стикається зі зменшенням віддачі від вкладень у військові виробництва. Фундаментальна проблема Росії полягає не стільки в нестачі грошей, скільки в нестачі людей та матеріальних ресурсів. Унаслідок цього збільшення витрат трансформується у вищі ціни; при цьому найдефіцитнішим ресурсом є не фізичні активи чи фінансовий капітал, а робоча сила.

Ресурс вільної робочої сили під час війни швидко вичерпався. Попит держави на бійців і робітників ВПК різко підвищився, тоді як воєнні втрати та виїзд людей з країни скоротили чисельність робочої сили. Різні оцінки вказують на те, що у війні з Україною вже загинуло близько 400 тис. росіян, а оцінки загальної кількості втрат (убитих, поранених і зниклих безвісти) сягають 1,5 мільйона. Кілька сотень тисяч цивільних осіб виїхали за кордон. Тому різні сектори економіки стикаються з вкрай гострою нестачею робочої сили.

Графік 1. Драйвери зростання та гальмування економіки Росії.



Джерело: складено автором.

Тобто з 2022 року рушійною силою зростання економіки Росії були військові видатки і державні замовлення. Однак, у поточних умовах додаткові військові видатки вже забезпечують значно менший приріст ВВП, ніж у 2023–2024 роках (величина бюджетного мультиплікатора знижується). Тобто **модель воєнного кейнсіанства як драйвер зростання економіки вже вичерпала свій потенціал**.

Позитивна динаміка інвестицій зберігається переважно у секторах, пов'язаних із виконанням державного оборонного замовлення. Натомість **приватні інвестиції в більшості секторів знижуються під дією високих процентних ставок, режиму санкцій, погіршення інституційного середовища**. Опертя економічного механізму Росії на військові виробництва і висока залежність від бюджетного фінансування роблять економіку агресора вразливою до будь-якого скорочення державних надходжень.

На основі проведеного аналізу середньострокових тенденцій в економіці Росії можемо зробити такі висновки:

1. Російська **економіка вже пройшла стадію швидкого зростання через державні стимули і увійшла в стадію стагнації**. Основним джерелом економічного зростання все ще залишаються державні військові видатки, а внесок приватного сектору є від'ємним.
2. Поточна модель економічного розвитку має певний запас міцності, однак **довгостроковий потенціал зростання розмивається браком приватних інвестицій, дефіцитом трудових ресурсів, погіршенням структури виробництва**.
3. Станом на вересень 2026 року **не спостерігається ознак неминучої економічної кризи в Росії, однак макроекономічні дисбаланси поглиблюються**, посилюючи вразливість економіки до впливу несприятливих зовнішніх чинників (військових, економічних і політичних), а також внутрішніх чинників соціально-політичного характеру.

II. Поточний стан реального сектору економіки Росії

З II півріччя 2025 року російська економіка увійшла в стадію стагнації. В III кварталі 2025 року реальний ВВП зріс на 0,8% до відповідного кварталу 2024 року, тоді як у попередні роки темпи зростання в III кварталі досягали 3,8% і 6,1%. У I кварталі 2026 року реальний ВВП зменшився на 0,2%, а в II кварталі зріс на 1,3% до попереднього року (див. табл. 2).

Таким чином, після різкого уповільнення економічного зростання у 2025 році (до 1%) ділова активність почала падати на початку 2026 року. Сезонно скоригований реальний ВВП у I кварталі 2026 року зменшився на 0,6% до I кварталу 2025 року. Але цю негативну динаміку частково вдалося відіграти вже в II кварталі 2026 року.

Таблиця 2. Квартальні темпи зростання реального ВВП в % без сезонної корекції до відповідного кварталу попереднього року

Рік	Квартал	Темп зростання в %
2022	I квартал	0,3
	II квартал	-3,7
	III квартал	-2,9
	IV квартал	-1,9
2023	I квартал	-0,3
	II квартал	5,3
	III квартал	6,1
	IV квартал	5,2
2024	I квартал	5,9
	II квартал	4,9
	III квартал	3,8
	IV квартал	5,2
2025	I квартал	1,3
	II квартал	1,0
	III квартал	0,8
	IV квартал	1,0
2026	I квартал	-0,2
	II квартал	+1,3

Джерело: Федеральна служба державної статистики.

Місячні показники реального ВВП Росії також вказують на певне охолодження економічної активності (див. табл. 3). **В січні-лютому 2026 року мало місце звуження економічної діяльності, з березня зростання економіки відновилося, але його темпи були істотно нижчими від попередніх років.**

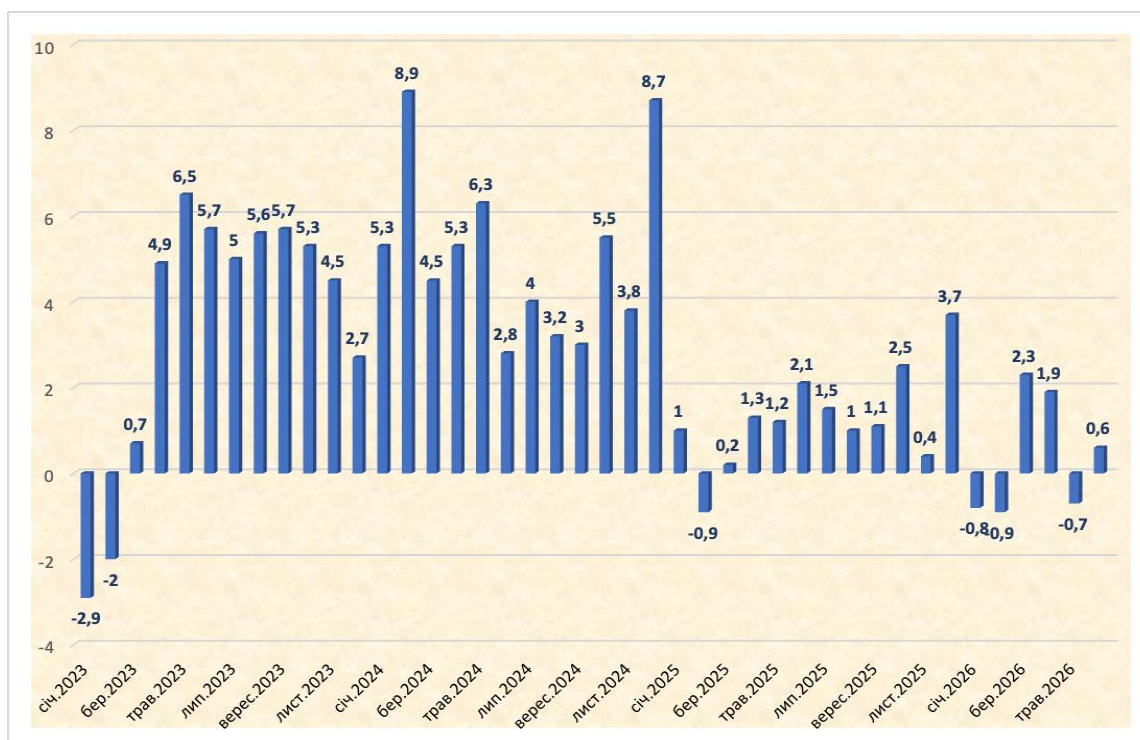
Промислове виробництво в травні 2026 р. скоротилося на 0,7% відносно травня 2025 р., а у червні зросло лише на 0,6%. Динаміка темпів зростання промислового виробництва у 2023-2026 роках (Графік 2) свідчить про різке гальмування промислової діяльності в 2025-2026 роках. Це знову ж таки вказує на **стухання імпульсів військового кейнсіанства під тиском дефіциту людських і матеріальних ресурсів.**

**Таблиця 3. Темпи зростання реального ВВП,
за місяцями до попереднього року в %**

Рік	Місяць	Темп зростання в %
2025	січень	2,7
	лютий	0,5
	березень	1,1
	квітень	1,5
	травень	0,7
	червень	1,1
	липень	0,4
	серпень	0,4
	вересень	0,9
	жовтень	1,6
	листопад	0,1
	грудень	0,9
2026	січень	-1,8
	лютий	-1,1
	березень	1,8
	квітень	1,3
	травень	0,3
	червень	1,1

Джерело: Trading Economics.

**Графік 2. Темпи зростання обсягів промислового виробництва
у відповідному місяці щодо попереднього року в %**



Джерело: складено за Федеральна служба державної статистики,

<https://tradingeconomics.com/russia/industrial-production>

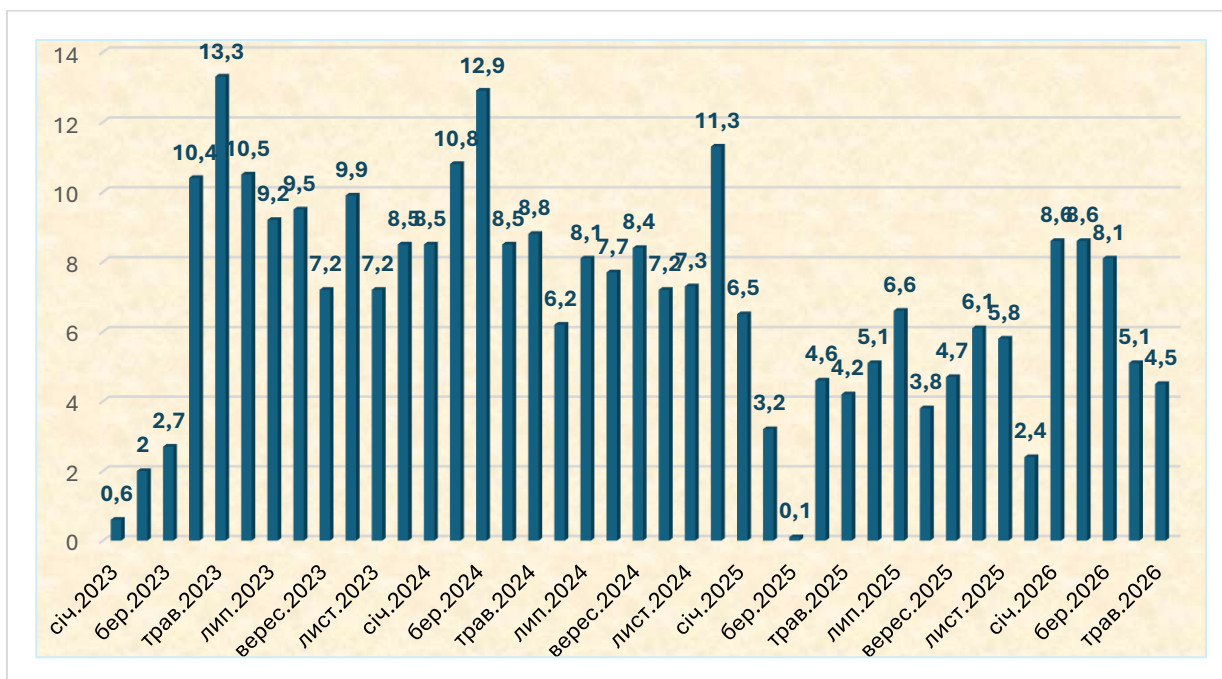
Негативну динаміку демонстрували також показники фондового ринку: індекс Мосбіржі перманентно знижувався і досягав значень 2100–2280 пунктів – вдвічі нижче піку жовтня 2021 року, коли він дорівнював 4292 пункти.

Низькі темпи зростання економіки Росії, промислового виробництва і падіння фондового ринку стали відображенням поганого бізнес-клімату, технологічної деградації, впливу санкцій, жорсткої монетарної політики, дефіциту робочої сили і структурних деформацій воєнного часу.

Всі сектори економіки, особливо цивільні, гостро відчували **дефіцит робочої сили**. Дефіцит працівників закономірно відбивався на показниках заробітної плати (Графік 3).

Починаючи з жовтня 2022 року, темпи зростання реальної заробітної плати були стабільно додатними. І хоча в 2025 році темпи зростання заробітної плати уповільнилися, на початку 2026 року вони знову стали надвисокими. У результаті – в травні 2026 року середня реальна зарплата була на 4,5% більшою від травня 2025 року.

Графік 3. Темпи зростання реальної заробітної плати у відповідному місяці відносно того ж місяця попереднього року в %



Джерело: складено за Федеральна служба державної статистики,
<https://tradingeconomics.com/russia/wage-growth>

Скорочення населення працездатного віку в Росії почалося ще в 2011 році та продовжувалося швидкими темпами навіть у мирний час через старіння населення. Негативний приріст населення до війни становив близько 600 тис осіб на рік. Війна посилила дисбаланси ринку праці через мобілізацію, еміграцію та падіння трудової імміграції з сусідніх країн. Рівень безробіття за методологією МОП у червні 2026 року становив всього 2,2%; такий низький рівень може інтерпретуватися як очевидний показник дефіциту робочої сили.

Таким чином, значний дефіцит трудових ресурсів і перетікання кадрів до ВПК виливається у постійне зростання заробітних плат і підвищення витрат бізнесу. Для цивільних галузей це стає одним із факторів охолодження економічної активності.

У таблиці 4 наведено перелік прискорювачів (акселераторів) і факторів гальмування економіки Росії з оцінками сили їх впливу на економічний розвиток і спроможність агресора фінансувати війну, а також прогнозований напрямок руху у 2026-2028 роках. До групи **факторів-акселераторів** віднесено державні військові видатки, експорт нафти і газу, внутрішній споживчий попит, державні інвестиції, зовнішньо-економічну співпрацю з Китаєм, імпортозаміщення та політично вмотивоване кредитування через банки.

Таблиця 4. Перелік рушійних сил і стримувачів економічного розвитку Росії

Фактор	Поточний вплив на стан економіки	Вплив на спроможність фінансувати війну	Прогнозована тенденція (2026–2028)	Загальна оцінка
Державні військові видатки	+++	+++	↓	Головний драйвер економічного зростання, однак його вплив поступово знижується.
Експорт нафти і газу	+++	+++	↓	Вагоме джерело валютних надходжень і доходів бюджету. Але висока вразливість до коливань світових цін і санкцій.
Внутрішній споживчий попит	++	+	→	Підтримується зростанням зарплат у ВПК і соціальними виплатами, але стримується інфляцією.
Державні інвестиції	++	++	↓	Зосереджені переважно у ВПК та інфраструктурі. Вплив на довгострокове економічне зростання є незначним.
Переорієнтація торгівлі на Китай та глобальний Південь	++	++	→	Компенсує частину втрат від санкцій, але посилює залежність від партнерів і провокує структурну деградацію.
Імпортозаміщення	+	+	↓	Досягло певних результатів у простих виробництвах, але не спрацювало у високотехнологічних галузях.
Політично вмотивоване кредитування через банки	++	+++	→	Дозволяє підтримувати фінансування ВПК, але негативно впливає на довгостроковий фінансовий стан банків.
Висока ключова ставка Банку Росії	—	—	→	Стримує інфляцію, але водночас пригнічує приватні інвестиції та цивільний сектор.
Дефіцит робочої сили	—	—	↓	Один із найсерйозніших факторів, що обмежує виробництво та продуктивність праці, особливо потерпають цивільні галузі.

Фактор	Поточний вплив на стан економіки	Вплив на спроможність фінансувати війну	Прогнозована тенденція (2026–2028)	Загальна оцінка
Санкції в сфері високих технологій	—	—	↓	Обмежують модернізацію виробництва та доступ до сучасного обладнання.
Фінансові санкції	–	–	→	Росія значною мірою адаптувалася, але вартість фіноперацій зросла.
Погіршення інвест-клімату, порушення прав власності	—	–	↓	Обмежує довгострокове економічне зростання, призводить до падіння приватних інвестицій.

Джерело: складено автором.

Важливою особливістю економічної динаміки в Росії є її різновекторний характер для військових і цивільних секторів. **Основною складовою зростання економіки Росії залишається ВПК і пов'язані з ним галузі, тоді як значна частина цивільного сектору перебуває у стані стагнації або падіння.**

Від початку повномасштабної війни ВПК став ключовим сектором російської економіки з найбільшими обсягами державної підтримки. Уряд суттєво наростив оборонне замовлення, що забезпечило різке збільшення виробництва озброєнь, боєприпасів, військової техніки, засобів радіоелектронної боротьби, безпілотних систем та продукції подвійного призначення. З 2022 року підприємства ВПК працюють у кілька змін або в цілодобовому режимі.

Згідно з оцінками Стокгольмського міжнародного інституту дослідження проблем миру (SIPRI) військові фіскальні витрати Росії зросли з 3,6% ВВП у 2021 році до 4,6% у 2022 році, 5,4% у 2023 році, 7,1% у 2024 році та 7,5% ВВП у 2025 році. Окрім явних бюджетних витрат, практикуються і квазіфіскальні операції, що виконуються державними банками, нефінансовими корпораціями, Фондом національного добробуту і не охоплюються фіскальною статистикою.

Військові витрати також дедалі частіше фінансуються через вилучення ресурсів з інших секторів у вигляді вищих податків і процентних ставок, що фактично означає витіснення державними витратами приватної економічної діяльності.

Таким чином, сучасна структура російської економіки дедалі більше набуває ознак **"двошвидкісної економіки"**. **Один її сегмент — ВПК і пов'язані галузі — продовжують зростати завдяки масштабному державному фінансуванню й іншим формам підтримки. Інший сегмент — більшість цивільних виробництв — функціонує в умовах обмеженого доступу до трудових і фінансових ресурсів, браку інвестицій.** Такі розбіжності вказують на функціонування глибоко незбалансованої економіки.

ВПК і пов'язані галузі демонструють додатні, хоча й спадні темпи приросту. А основні галузі цивільної економіки скорочуються (див. табл.1). Важливі галузі, що мають низхідну траєкторію — це транспорт, будівництво, металургія.

Модель двошвидкісної економіки забезпечує нарощування і підтримання військових виробництв, проте одночасно погіршує структуру економіки, стримує підвищення продуктивності праці та знижує потенціал довгострокового економічного зростання.

Таким чином, різні галузі обробної промисловості Росії знаходяться в різних умовах і демонструють різні результати. Тоді як обсяги виробництва у складі ВПК продовжують

зростати, **цивільні виробництва падають або стагнують, оскільки нестача робочої сили, зростання податків, звуження внутрішнього попиту, проблеми з імпортом та експортом неминуче позначаються на обсягах виробництва.**

Показово, що значне розширення ВПК Росії відбулося попри масштабні міжнародні санкції. Тіньові мережі закупівель, діяльність підставних компаній та надходження імпорту з третіх країни (Китай, ОАЕ, Туреччина, Узбекистан, Киргизстан, ін.) створили базис для утримання стабільного потоку компонентів та технологій подвійного використання.

Основу ВПК Росії складають кілька корпоративних груп, що мають міцні зв'язки з державою: «Ростех», «Алмаз-Антей», «КТРВ», «Роскосмос», «Росатом». Державні конгломерати працюють через сотні дочірніх компаній і мають свої ніші як на цивільних, так і на військових ринках.

Надвисокі темпи зростання ВПК Росії поступово згасають під впливом дефіциту кваліфікованих працівників, обмеженого доступу до сучасного обладнання та імпоротної електронно-компонентної бази, зростання собівартості виробництва. Унаслідок цього розширення виробництв ВПК потребує дедалі більших фінансових та організаційних ресурсів, а **результативність державних витрат на ВПК знижується.**

Водночас розвиток цивільних галузей економіки загальмовано. Найбільш плачевна ситуація має місце у сферах, орієнтованих на приватний попит і залежних від приватних інвестицій. Мова йде, зокрема, про цивільне машинобудування, автомобілебудування, житлове будівництво, виробництво споживчих товарів тривалого користування і частину високотехнологічних виробництв. **Висока ключова ставка Банку Росії, дефіцит робочої сили та перерозподіл фінансових ресурсів на користь ВПК суттєво стримують розвиток приватного сектору.**

Особливо помітним є ефект витіснення на ринку праці, коли державні підприємства ВПК завдяки значно вищим заробітним платам і гарантованому бюджетному фінансуванню активно переманюють працівників із цивільних виробництв. Це призводить до зростання витрат бізнесу, зниження продуктивності праці та погіршення конкурентоспроможності.

Близький до Уряду РФ Центр макроекономічного аналізу і короткострокового прогнозування (ЦМАКП) констатував: випуск цивільних виробництв за вирахуванням нафтової промисловості після півторарічного падіння балансує між стагнацією та подальшим зниженням (в останні 3 місяці випуск скорочувався на 0,1% на місяць). При цьому травневий обсяг виробництва становив 96,8% від рівня річної давнини та 95,4% – від середньомісячного рівня 2024 року¹. Також експерти ЦМАКП підраховали, що **у червні темпи падіння виробництва в цивільних галузях становили 2,1% відносно червня попереднього року.**

Водночас окремі цивільні сектори продовжують демонструвати відносно стійкі результати – харчова промисловість, деякі підгалузі хімічної промисловості, інформаційні технології та сектори, які користуються перевагами імпортозаміщення. Однак і їхній внесок у загальне економічне зростання є незначним.

Стан взаєморозрахунків між підприємствами погіршується, однак масштабної платіжної кризи, аналогічної кризі 1990-х років, у Росії наразі немає. У 2025–2026 роках прострочена дебіторська заборгованість підприємств збільшилася приблизно на 26%, а її обсяг досяг 100 млрд дол. США. Частка прострочених боргів зросла до 10,3% загального обсягу дебіторської заборгованості – найвищого рівня з часів фінансової кризи 2008–2009 років.

¹ О динамике промышленного производства в мае 2026 года. ЦМАКП. URL: <http://www.forecast.ru/default.aspx>.

Паралельно збільшується й кредиторська заборгованість підприємств. За даними російських джерел загальна кредиторська заборгованість підприємств вже перевищує 650 млрд дол. США, а частка прострочених зобов'язань постійно збільшується і досягає 8,2%. Фактично вже починають формуватися так звані ланцюги неплатежів, коли затримка платежу однієї компанії породжує касові розриви в її контрагентів.

Основними факторами погіршення платіжної дисципліни є:

1. *Зменшення прибутків реального сектору і зростання собівартості продукції*; підприємства одночасно стикаються із швидким зростанням зарплат, подорожчанням комплектуючих та імпорту, збільшенням транспортних витрат. У результаті, зменшуються обсяги вільних ліквідних коштів і можливості проведення розрахунків з контрагентами.
2. *Уповільнення темпів зростання чи падіння галузей цивільної економіки*; на відміну від підприємств ВПК, цивільні підприємства у багатьох випадках не мають гарантованих державних контрактів і пільгового доступу до банківських кредитів.
3. *Висока ключова ставка Банку Росії*; підприємствам стало значно дорожче фінансувати оборотний капітал, а для багатьох короткострокові кредити банків стали недоступними, з огляду на прибутковість їхнього бізнесу.
4. *Погіршення ліквідності реального сектору*; все більша частина оборотних коштів вилучається через податкові платежі або заморожується у дебіторській заборгованості, в той час як рентабельність бізнесу падає або стає від'ємною.

Таким чином, економіка сповільнюється, проблеми підприємств нарастають, однак повномасштабної платіжної кризи в економіці РФ ще не спостерігається. Зростання простроченої дебіторської та кредиторської заборгованості підприємств і підвищення ризиків ланцюгових неплатежів ще не призвели до повсюдної платіжної кризи та масових банкрутств.

В цілому поточна ситуація в економіці Росії характеризується накопиченням структурних і фінансових дисбалансів. Найбільше потерпають цивільні галузі економіки, тоді як підприємства ВПК підживлюються державними коштами і зазвичай не мають фінансових ускладнень. Проте, якщо високі процентні ставки збережуться, економічне зростання припиниться, а фіскальний тиск посилюватиметься, то ризики трансформації локальних проблем ліквідності у платіжну кризу зростатимуть.

III. Енергетичний експорт Росії і наслідки українських ударів

Доходи Росії від експорту викопного палива у 2025 році були на 13% нижчими від довоєнного рівня через міжнародні санкції, удари України по виробництву та енергетичній інфраструктурі, зниження світових цін на нафту. Однак зусилля російської влади щодо обходу санкцій та пошук нових ринків для експорту допомогли уникнути карколомного зниження доходів від експорту енергоносіїв.

З 2022 року після введення санкцій Росія переорієнтувала експорт до Китаю, Індії та інших азійських країн. Це дозволило запобігти різкому скороченню фізичних обсягів експорту, але, з іншого боку, реалізація нафти зі значними ціновими знижками та збільшення логістичних витрат призвели до зменшення бюджетної ефективності нафтового сектору.

В поточному році **війна на Близькому Сході та стрімке зростання світових цін на енергоносії принесли Росії значні доходи та зламали негативні тенденції в її економіці**. За розрахунками Київської школи економіки, у березні-червні 2026 року Росія отримала, щонайменше, 35,7 млрд дол. США додаткової експортної виручки від зростання світових цін².

За оцінками експертів аналітичного центру Bruegel (2025), зміна світової ціни на нафту Urals на 10 доларів за барель має своїм наслідком зміну федеральних доходів російського бюджету на 1–1,5% ВВП³.

8 серпня 2026 року світова ціна нафти марки Urals становила 81,2 дол./барель, що майже дорівнювало середній ціні за останній рік. Траєкторію ціни сирої нафти марки Urals у дол. за барель, починаючи із серпня 2025 року, відображено на Графіку 4.

Графік 4. Ціни сирої нафти марки Urals у серпні 2025–серпні 2026 р., дол. США за барель



Джерело: <https://tradingeconomics.com/commodity/urals-oil>

² Sanctions and the Russian Economy: 2026 Mid-Year Assessment (August 2026). KSE. URL: <https://kse.ua/about-the-school/news/sanctions-and-the-russian-economy-2026-mid-year-assessment-by-kse-institute/>

³ How resilient is Russia's economy after four year of war (December 2025). Bruegel. URL: <https://www.bruegel.org/working-paper/how-resilient-russias-economy-after-four-years-war>

Як бачимо, відносно 1 січня 2026 року ціна нафти Urals зросла в 1,65 разу (з 49,2 дол. /бар.). Поточні ціни є помітно нижчими від пікових значень початку квітня 2026 року (125 дол. /бар.), але впевнено зростають відносно локального мінімуму початку липня 2026 року (51,3 дол./бар.).

Нинішні ціни нафти Urals майже не відрізняються від цін марки Brent (84,4 дол./бар. на 7 серпня). Натомість на початку 2026 року ціна Brent була на 11,6 дол./бар. вищою. А в перших числах липня, коли ціни були мінімальними для 2026 року, барель Brent був дорожчим за Urals на 20,5 дол. США.

У червні 2026 року експортна виручка Росії від експорту нафти і нафтопродуктів становила 15,8 млрд дол. США, зменшившись на понад 20% відносно квітня і травня 2026 року (див. табл. 5). Таке скорочення пояснювалося, перш за все, падінням світових цін на нафту. Але слід враховувати і те, що склад російського експорту нафти і нафтопродуктів змістився на користь сирової нафти під впливом ударів ЗСУ по нафтопереробних заводах. Зазначені структурні зміни зменшували обсяги грошових надходжень агресора, оскільки більш дорогі нафтопродукти заміщалися дешевою сировиною.

Таблиця 5. Щомісячні доходи Росії від експорту нафти, млрд дол. США

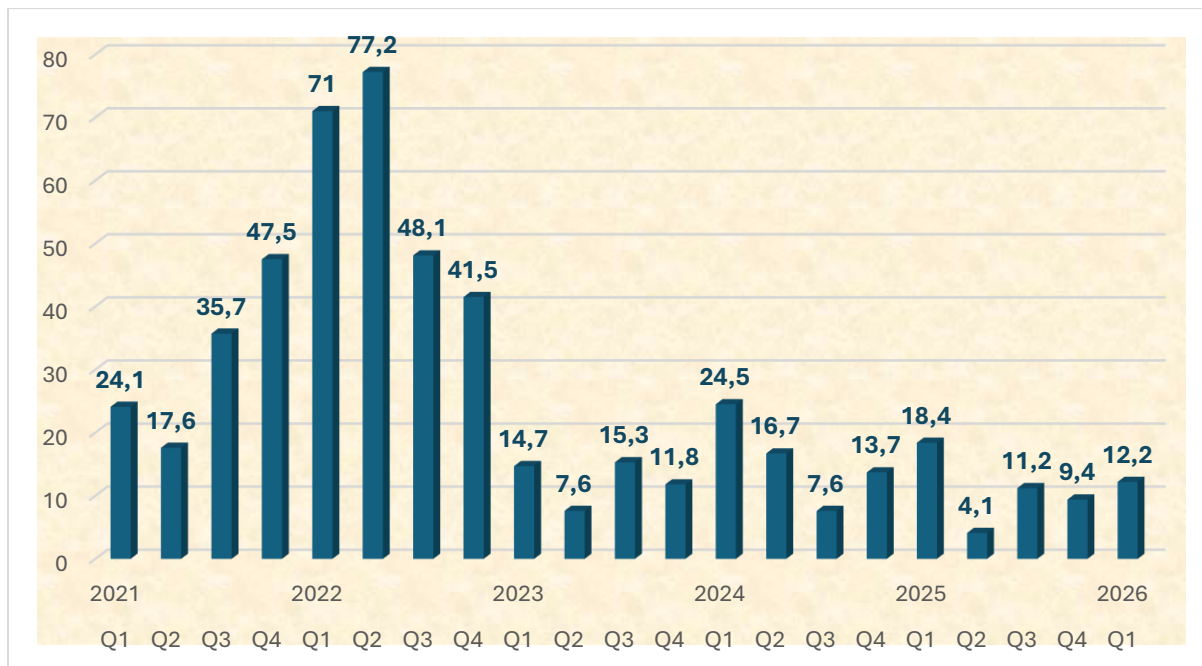
Рік	Місяць	Експортна виручка
2025	січень	15,6
	лютий	13,7
	березень	14,4
	квітень	13,1
	травень	12,9
	червень	13,4
	липень	14,5
	серпень	13,6
	вересень	13,4
	жовтень	12,9
	листопад	11,0
	грудень	10,9
2026	січень	11,0
	лютий	9,8
	березень	19,1
	квітень	21,5
	травень	20,8
	червень	15,8

Джерело: KSE Institute, International Energy Agency.

Як свідчать дані таблиці 5, з листопада 2025 року до березня 2026-го щомісячні доходи Росії від експорту нафти перебували на мінімальному рівні 9,8–11 млрд дол. США на місяць. Однак у березні-травні 2026 р. мало місце їх двократне зростання – до 21,5 млрд дол. на місяць. В червні доходи знову знизилися, а з липня – почали зростати. Ескалація війни на Близькому Сході підштовхнула світові ціни на нафту вгору, згенерувавши позитивні імпульси для енергетичного сектора та бюджетних доходів держави-агресора.

Профіцит поточного рахунку платіжного балансу Росії в I кварталі 2026 року становив 12,2 млрд дол. США і був дещо меншим, ніж у I кварталі 2023–2025 років (Графік 5). Міжнародні резерви центрального банку на кінець I півріччя 2026 року досягли 720 млрд дол. (включаючи знерухомлені підсанкційні активи), з яких майже 300 млрд дол. – вартість золота. Таким чином, **обсяги накопичених зовнішніх активів і наявний профіцит поточного рахунку не сигналізують про вичерпання фінансових можливостей агресора фінансувати війну з Україною у найближчому майбутньому.**

Графік 5. Квартальний профіцит поточного рахунку платіжного балансу в млрд дол. США



Джерело: Trading Economics.

Із березня 2026 року ЗСУ почали завдавати систематичних ударів по енергетиці, нафтовій інфраструктурі та експортним спроможностям Росії. З початку 2026 року зафіксовано щонайменше 200 успішних ударів по НПЗ – в 10 разів більше, ніж за аналогічний період минулого року. Масовані атаки на нафтопереробні заводи (НПЗ), насосні станції, портову та залізничну інфраструктуру почали суттєво обмежувати можливості Росії виробляти нафтопродукти та відправляти їх на експорт. Суттєво постраждала також інфраструктура зберігання та експортування російського зерна.

Атаки України на нафтопереробну промисловість і енергетичну інфраструктуру створили в Росії паливну кризу, яка з червня 2026 року почергово проходить стадії загострення і пом'якшення (завдяки ремонтним роботам та імпорту нафтопродуктів). Експерти говорять про те, що на піку атак на НПЗ близько 40% нафтопереробних потужностей було заблоковано або ж вони працювали з суттєвими обмеженнями; виробництво бензину впало приблизно на чверть відносно показників річної давнини. Російська влада змушена була ввести заборону експорту дизелю та ліміти на експорт бензину й авіапалива. У десятках регіонів РФ запроваджено раціонування відпуску пального (ліміти 20–40 л на автомобіль).

Паливна криза супроводжується зниженням обсягів нафтопереробки, збільшенням логістичних витрат, складнощами з постачанням палива для сільського господарства, транспорту і промисловості. Сільське господарство виявилось особливо вразливим,

оскільки паливна криза збіглася з сезоном збору врожаю, коли стрімко зростає попит на дизельне пальне для тракторів, комбайнів та зерновозів.

Руйнуючи потужності нафтопереробки та інфраструктуру експорту, українські атаки обмежили можливості Росії отримати максимальний фінансовий вигравш від вищих світових цін на нафту, породжених військовими діями проти Ірану. За оцінками KSE, доходи Росії від експорту сирової нафти та нафтопродуктів у червні 2026 року знизилися на 2,5 млрд дол. США і 2,4 млрд дол., відповідно, порівняно з травнем. Паливна криза спричинила й нарощування фіскальних витрат. Зокрема, нафтові компанії Росії протягом квітня-червня 2026 року отримали від держави 622,4 млрд рублів через механізм паливного демпфера, що забезпечує утримання внутрішніх цін на паливо нижче експортного паритету.

ЗСУ застосували також тактику цілеспрямованих уражень логістичної інфраструктури приватного сектору — складів Wildberries, найбільшої компанії у сфері e-commerce в країні. Функціонування такої торговельної інфраструктури забезпечувало добробут тисяч малих бізнесів і наявність товарів для десятків мільйонів росіян. Фінансовий тягар збитків (до 10 млрд дол. США) ліг в основному на плечі дрібного і середнього бізнесу — продавців, які є доволі масовою і соціально чутливою категорією населення.

Синхронізація ударів по НПЗ, портах, нафтобазах, тіньовому флоту і товарній логістиці засвідчила **реалізацію Силами оборони України комплексної стратегії, націленої на масштабне руйнування як військових виробництв, так і вразливих ланок тилової економіки держави-агресора.**

IV. Стан федерального бюджету та податкова політика уряду

Від початку повномасштабної агресії в Україну федеральний бюджет РФ поступово перетворювався на бюджет країни, що тривалий час веде повномасштабну війну. Війна на виснаження передбачає військову стратегію, за якої одна із воюючих сторін намагається здобути перемогу шляхом виснажування ворога, доводячи його до цілковитого занепаду через постійні втрати в особовому складі та військових матеріалах, завдання економічних збитків.

Ключовими рисами такого бюджету є стійкий дефіцит ресурсів, першочергове фінансування військових потреб, активне використання внутрішніх джерел фінансування, зростання податкового навантаження на економіку, посилення централізації державних фінансів та підвищення державного контролю за економікою. Водночас структурна перебудова бюджетної системи РФ на забезпечення воєнних потреб створює довгострокові ризики для економіки, інвестиційної активності та стійкості державних фінансів.

Коефіцієнт відношення усіх податків і зборів до ВВП РФ у середньому за 2021-2025 роки становив 34,6%.

Таблиця 6. Фіскальні показники РФ за 2021–2025 рр., % ВВП

Показники	2021	2022	2023	2024	2025
Надходження	35,7	33,8	33,5	35,3	35,1
Видатки	34,9	35,2	35,7	36,9	37,8
Дефіцит	0,8	-1,3	-2,2	-1,6	-2,7
Державний борг	17,6	16,7	16,7	16,1	18,3

Джерело: складено авторами за даними Міністерства фінансів РФ та [4].

Як бачимо, протягом 2022–2023 років відбулось незначне зменшення обсягу надходжень бюджету відносно ВВП до 33,5-33,8%, але згодом воно повернулось до стандартного значення 35%.

До федерального бюджету РФ, з якого в основному відбувається фінансування військових видатків, зараховуються надходження від сплати таких податків:

- 1) частина надходжень податку на доходи фізичних осіб⁵;
- 2) податок на прибуток організацій;
- 3) податок на додану вартість;
- 4) акцизи;
- 5) податок на видобуток корисних копалин (далі ПБКК);
- 6) водний податок;
- 7) податок на додатковий дохід від видобутку вуглеводневої сировини;
- 8) податок, що сплачується від спеціального податкового режиму «Автоматизована спрощена система оподаткування»;
- 9) державні мита;

⁴ Dabrowski, M. (2025). How resilient is Russia's economy after four years of war? Working Paper 32/2025. Bruegel. URL: <https://doi.org/10.64153/SZJF2677>

⁵ Надходження від сплати податку на доходи фізичних осіб розподіляються між федеральним, регіональними і муніципальними бюджетами.

10) доходи від зовнішньоекономічної діяльності (митні платежі).

За період 2021–2025 років частка податкових надходжень у структурі федерального бюджету дещо зменшились з 90% до 85%.

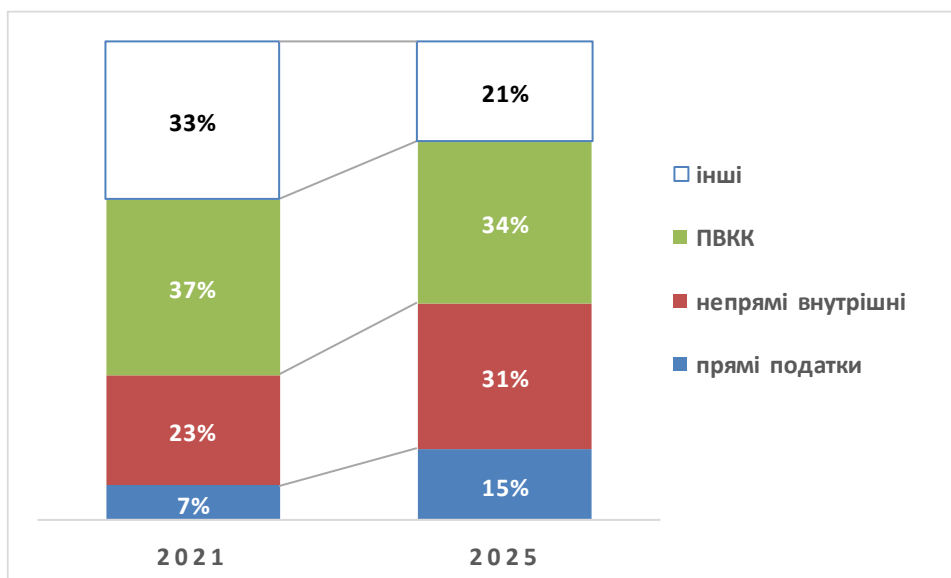
Таблиця 7. Податкові надходження федерального бюджету РФ за 2021–2025 рр., млрд рублів

Статті доходів	2021	2022	2023	2024	2025	Δ
Надходження федерального бюджету всього	24 986,41	27 746,98	28 679,86	35 558,65	36 807,94	
Податкові надходження всього у т.ч.:	22 673,85	25 488,40	25 908,92	31 290,62	31 615,68	
<i>податки на прибуток і доходи</i>	<i>1 643,11</i>	<i>1 818,50</i>	<i>2 393,64</i>	<i>2 629,63</i>	<i>4 699,53</i>	
<i>податки на товари (роботи, послуги), що реалізуються на території країни</i>	<i>5 204,37</i>	<i>4 387,71</i>	<i>5 315,75</i>	<i>6 356,15</i>	<i>9 685,97</i>	
<i>податки на товари (роботи, послуги), що ввозяться на територію країни</i>	<i>3 865,61</i>	<i>3 167,24</i>	<i>4 596,23</i>	<i>5 025,45</i>	<i>4 346,00</i>	
<i>податки на сукупний дохід</i>	<i>-</i>	<i>0,01</i>	<i>0,48</i>	<i>1,07</i>	<i>2,05</i>	
<i>податки за користування природними ресурсами</i>	<i>8 297,75</i>	<i>12 573,47</i>	<i>11 041,77</i>	<i>14 570,36</i>	<i>10 693,60</i>	
<i>державне мито</i>	<i>99,10</i>	<i>96,63</i>	<i>107,71</i>	<i>138,80</i>	<i>252,47</i>	
<i>податки від ЗЕД</i>	<i>3 563,91</i>	<i>3 444,83</i>	<i>2 453,34</i>	<i>2 569,16</i>	<i>1 936,06</i>	

Джерело: складено авторами за даними Міністерства фінансів РФ.

Як засвідчують наведені статистичні дані, податкові надходження федерального бюджету за період повномасштабної війни у номінальному вираженні зросли на 39%. Найвищі темпи приросту продемонстрували надходження від сплати податків на прибуток і доходи (+186%), непрямих податків (ПДВ і акциз) на товари і послуги, що вироблені на території РФ (+86%) і податків на видобуток корисних копалин (+29%). Сумарна частка цих податків у структурі доходів федерального бюджету зросла з 67% у 2021 році до 79% у 2025 році.

Графік 6. Зміна структури податкових надходжень федерального бюджету РФ



Джерело: складено авторами за даними Міністерства фінансів РФ.

На графіку 6 можна бачити, що суттєвим чином у структурі доходів федерального бюджету зросли дві статті доходів – прямі податки та непрямі (внутрішній ПДВ і акциз). Відповідно, їх частка зросла з 7% до 15% та з 23% до 31%. Водночас питома вага податків на видобуток корисних копалин зменшилась з 37% до 34%. **Очевидно, що з падінням нафтогазових доходів**

бюджету держава намагається покривати зростаючі військові видатки за рахунок податків на споживання та доходи платників.

Існує стереотипне уявлення про надмірну залежність федерального бюджету від нафтогазових експортних доходів. Однак ця залежність повільно зменшується. Зокрема, питома вага таких надходжень у доходах федерального бюджету за останні 15 років зменшилась з більш ніж 50% у 2011–2014 роках до 28% у 2025 році.

У довгостроковому періоді це пов'язано з декількома чинниками⁶:

- 1) відносним зменшенням світових цін на нафту, які сьогодні є майже на 50% нижчими рівня 2010–2014 років;
- 2) зменшення фізичних обсягів експорту нафти внаслідок політичних рішень керівництва РФ в рамках угоди ОПЕК+;
- 3) зміцнення курсу рубля відносно долара США (з кінця листопада 2024 року до середини 2025 року курс долара відносно рубля знизився майже на 30%, що суттєво зменшило обсяг податкових надходжень, ставки яких визначаються у доларах);
- 4) запровадження податкового демпфера та податкових стимулів для нафтових компаній щодо модернізації видобутку та переробки нафти (протягом 2023–2024 років майже третина податкових платежів поверталась з бюджету нафтовим компаніям);
- 5) вплив західних санкцій у вигляді дисконту на російську нафту, що продається на світовому ринку;
- 6) зміна галузевої структури економіки, зумовлена зростанням частки послуг у ВВП та (з початком повномасштабної війни) збільшенням питомої ваги ВПК.

Графік 7. Середньострокова динаміка цін на нафту Urals у дол. США/барель



Джерело: <https://tradingeconomics.com/commodity/crude-oil>

⁶ Алексашенко С., Иноземцев В., Некрасов Д. Наследие диктатора: новый застой. CASE. URL: <https://case-center.org/ru/reports/the-dictators-legacy-a-new-zastoy/>

Попри вищезазначені тенденції динаміка світових цін на нафту істотним чином впливає на доходи федерального бюджету. Так, за 2022 рік РФ заробила 146,51 млрд дол. на експорті сирої нафти та 106,41 млрд дол. на експорті нафтопродуктів, здебільшого бензину й дизелю. Таким чином, з продажу нафти і нафтопродуктів РФ в середньому отримувала 21,08 млрд дол. щомісяця⁷. У 2024 році надходження від сплати податків на видобуток корисних копалин до федерального бюджету були майже на 30% більшими, ніж у 2023 році (див. табл. 7) у зв'язку з добровільними обмеженнями видобутку країнами ОПЕК+ та геополітичною нестабільністю на Близькому Сході.

Початок війни у Перській затоці наприкінці лютого 2026 року і, як наслідок цього, блокування Ормузької протоки призвели до швидкого зростання цін на нафту, зокрема нафта марки Urals – російська марка експортної нафтової суміші – зросла до 100 дол./барель, а в окремі моменти наближалась до позначки 120 дол./барель. Оскільки через Ормузьку протоку проходить близько 20% світових морських поставок нафти, навіть короточасне обмеження судноплавства викликало стрімке зростання біржових котирувань. Від такої ситуації на світовому ринку виграли країни-експортери нафти, в тому числі РФ.

Reuters зазначає, що доходи російського бюджету від нафти і газу зросли на 70% у квітні порівняно з березнем, досягнувши 0,9 трильйона руб. Це найвищий місячний рівень з жовтня 2025 року, що ґрунтуються на середній ціні на нафту на рівні 75 дол./барель⁸.

Після початку повномасштабної війни РФ проти України, незважаючи на сприятливі для федерального бюджету зовнішні чинники на світовому ринку енергоносіїв, у сфері податкової політики держави відбувається маневр в сторону посилення податкового тиску. Триває поступовий перехід до моделі мобілізаційного фінансування державних видатків.

Поточна паливна криза в РФ, зумовлена далекобійними українськими санкціями, неоднозначно впливає на доходи федерального бюджету, оскільки діє через два протилежні канали. З однієї сторони, відбувається скорочення податкових надходжень від реалізації пального на внутрішньому ринку, але з іншої – спостерігається зменшення бюджетних видатків на демпферні компенсації нафтопереробним компаніям. Тому у короткостроковій перспективі другий ефект може частково або повністю компенсувати перший, що пояснює відносно невеликий вплив паливної кризи на загальний стан федерального бюджету. Водночас довгострокове збереження дефіциту пального, скорочення виробництва та зниження інвестицій у нафтопереробку можуть мати значно глибші макроекономічні та фінансові наслідки, ніж впливає з наведених короткострокових оцінок⁹.

У 2022–2023 роках основний акцент при наповненні бюджету робився на використанні доходів від експорту енергоносіїв і разових фінансових заходів. Зокрема, значні доходи федерального бюджету були забезпечені за рахунок податків на видобуток корисних копалин (див. табл. 7) та запровадження тимчасового додаткового експортного мита з 1 жовтня 2023 року до кінця 2024 року, що принесло 287 млрд руб. додаткових податкових надходжень за січень-листопад 2024 року.

⁷ Як змінилися доходи росії від експорту нафти, бензину і дизеля з 2022 року. Слово і діло. URL: <https://www.slovoidilo.ua/2026/07/03/infografika/ekonomika/yak-zminylasya-doxody-rosiyi-eksportu-nafty-benzynu-dyzelya-2022-roku>

⁸ Як війна з Іраном рятує економіку Росії та дозволяє фінансувати війну в Україні. BBC. URL: <https://www.bbc.com/ukrainian/articles/cg5421407gno>

⁹ Удар не по танкам, а по лояльності. Riddle. URL: <https://ridl.io/ru/udar-ne-po-tankam-a-po-loyalnosti/>

У 2023 році було запроваджено податок на надприбутки великих корпорацій («windfall tax»), який діяв лише протягом 2024 року. Під оподаткування підпадали підприємства, прибуток яких перевищив 1 млрд руб. Додаткові податкові надходження федерального бюджету від сплати цього податку склали 5,2 млрд руб. У зв'язку з низькою фіскальною значущістю з 2025 року цей податок було скасовано.

Протягом 2024 року було проведено комплексну податкову реформу, яка передбачила підвищення ставок ключових податків, запровадження прогресивного оподаткування доходів фізичних осіб та збільшення податкового навантаження на корпоративний сектор з метою забезпечення довгострокового фінансування бюджету в умовах війни.

З 2025 року запроваджено нову прогресивну шкалу ставок податку на доходи фізичних осіб: 13, 15, 18, 20 і 22% замість 13 і 15%, що діяла з 2021 року. Також було підвищено ставку податку на прибуток з 20% до 25%. Відбулось збільшення індивідуальних податків для монополій з транспортування природної нафти, таких як «Транснефть»: з 20% у 2024 році до 40% протягом наступних 6 років.

Було посилено податкове навантаження на суб'єктів малого і середнього бізнесу, а також підвищено ставки акцизного податку за відповідними групами підакцизних товарів. З початку 2026 року підвищено ставку ПДВ з 20% до 22%.

У зв'язку з цими заходами Міністерство фінансів РФ очікує збільшення ненафтогазових доходів федерального бюджету. В цілому з 2011-го по 2024 рік обсяг таких доходів бюджету збільшився з 9,5% до 12,7% ВВП.

Важливо зазначити, що у 2025 році відбулася зміна пропорцій перерозподілу податкових надходжень між федеральним, регіональними та місцевими бюджетами. За загальним правилом до 2025 року 85% базової частини податку на доходи фізичних осіб зараховувалося до бюджетів суб'єктів РФ. Починаючи з 2025 року, згідно із законом №177-ФЗ від 13.07.2024, 26% надходжень, що сплачуються за ставкою вище 13%, надходить до федерального бюджету. Тобто федеральна частка стосується відповідної додаткової частини надходжень, що виникли через прогресивне оподаткування.

Таким чином, у 2025 році в бюджетній системі РФ де-факто відбулася одночасна зміна міжбюджетного розподілу надходжень від сплати податку на доходи фізичних осіб і підвищення рівня податкового навантаження. Відбулась централізація частини додаткових надходжень, отриманих унаслідок запровадження прогресивної шкали оподаткування доходів фізичних осіб. Тут важливо зазначити, що основна частка надходжень не була вилучена у регіонів, а приріст федеральний бюджет отримав у вигляді додаткових надходжень від суми доходу більше 5 млн руб. на рік.

За підсумками 2025 року до консолідованого бюджету РФ надійшло 9 733,6 млрд руб. податку на доходи фізичних осіб, що на 1 361,2 млрд руб. (+16,3%) більше, ніж у 2024 році. Тобто за рахунок реформи цього податку було створено додатковий фінансовий ресурс федерального бюджету у розмірі від 150 до 300 млрд руб.

Проте найбільший фіскальний ефект прогнозується від підвищення ставки ПДВ, що має забезпечити близько 1,2–1,4 трлн руб. додаткових доходів протягом 2026 року. За даними Федеральної податкової служби за перше півріччя 2026 року підвищення ставки ПДВ на два відсоткових пункти принесло додатково до федерального бюджету 426 млрд руб.

Міністерство фінансів РФ очікує, що пакет податкових змін повинен принести близько 1,8 трлн руб. у 2026 році, 2,7 трлн – у 2027 році та 3,1 трлн – у 2028 році. Проте іноземні експерти

дають більш помірковані оцінки. Так, за даними фінського центрального банку (BOFIT) підвищення ставки ПДВ може «генерувати доходи до трильйона рублів (близько 11 мільярдів євро, або 0,5% ВВП). Фактичні податкові надходження можуть бути нижчими за цільові показники через уповільнення економічного зростання та зменшення приватного споживання»¹⁰.

Водночас будь-яке підвищення податкового тиску може мати і негативний вплив на платників податків та економіку в цілому. «Спроби уряду поповнити бюджет податковим терором викликали зворотний ефект – масову тінізацію економіки. За даними центробанку рф, лише за липень 2026 року з банківської системи вилучено рекордні 620 мільярдів рублів готівки, а загалом за пів року – понад 2,5 трильйона»¹¹. Важливо зазначити, що в цілому війна формує негативні очікування у платників податків. За даними соціопитувань більше чверті компаній очікують чергового підвищення податків з 2027 року¹².

Більш достовірні висновки про те, в якому напрямку рухається економіка і система державних фінансів від підвищення податкового тягаря, можна буде отримати лише через деякий час. Проміжний ефект, який не обмежується дією податкових чинників, полягає у тому, що за I півріччя 2026 року зростання економіки РФ суттєвим чином сповільнилось і склало лише 0,6%

¹⁰ BOFIT Forecast for Russia 2026–2028. BOFIT. URL: <https://www.bofit.fi/en/forecasting/latest-forecast-for-russia/>

¹¹ Фурман В. Коли у росії закінчатся гроші? Лівий берег. URL: https://lb.ua/blog/vasyl_furman/756382_koli_rosiyi_zakinchatsya_groshi.html

¹² Более четверти российских компаний ждут нового повышения налогов со следующего года. The Moscow Times. URL: <https://ru.themoscowtimes.com/2026/08/12/bolee-chetverti-rossiiskih-kompanii-zhdut-novogo-povisheniya-nalogov-so-sleduyuschego-goda-a203284>

V. Обсяги бюджету війни, бюджетний дефіцит і фінансова стійкість

Основним джерелом фінансування військових видатків є федеральний бюджет. Частка військових видатків протягом першого кварталу 2026 року досягла 65,3% від доходів федерального бюджету. Для порівняння, у 2025 році ця величина становила 43,3%, у 2024-му – 39,1%, у 2023-му – 32%, у 2022-му – 24,5%, у 2021-му – 18,4%¹³.

За оцінками Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI) прямі військові та пов'язані з війною видатки у 2025 році досягли близько 16 трлн рублів (приблизно 7,5% ВВП). Навіть якщо окремі статті у бюджеті на 2026 рік формально скорочуються, загальні витрати на оборону та безпеку залишаються на історично високому рівні. Водночас експерти зазначають, що реальне зростання військових витрат сповільнилося з 38% у 2024 році до 6,1% у 2025 році¹⁴.

Збільшення витрат державного сектору на фінансування війни і ВПК було найбільшим рушієм економічного зростання в РФ у 2023–2024 роках, але сьогодні очікується сповільнення зростання обсягів споживання державного сектору і суттєве зниження темпів економічного зростання.

Відповідно до офіційної бюджетної декларації витрати консолідованого бюджету РФ у 2026 році зростуть на 4%, що означає скорочення витрат у реальному вираженні. Оборонний бюджет скоротиться в номінальному вираженні, що супроводжуватиметься майже рівномірним збільшенням витрат на внутрішню безпеку.

Детально видатки федерального бюджету з 2021-го по 2028 рік (фактичні і прогнозовані Мінфіном РФ) у розрізі основних статей представлені в таблиці 8. Однак, при аналізі цих показників необхідно враховувати, що видатки на ведення війни (під тиском диктатора і Міноборони РФ) постійно переглядаються у сторону збільшення відносно затверджених бюджетних призначень, тому очікувані та прогнозні показники на 2026–2028 роки, вірогідно, не є остаточними.

Таблиця 8. Видатки федерального бюджету РФ у 2021–2028 рр.

Стаття видатків	2021		2024		2025		2026*		2027**		2028**	
	млрд руб	%	млрд руб	%	млрд руб	%	млрд руб	%	млрд руб	%	млрд руб	%
Видатки, всього	24 762,1		37 182,6		41 469,5		44 069,7		46 096,1		49 383,2	
Загальнодержавні видатки	1 759,5	7%	2 409,6	6%	2 464,7	6%	2 757,5	6%	2 849,1	6%	2 984,5	6%
Національна оборона	3 573,6	14%	10 374,7	28%	13 087,4	32%	12 930,5	29%	13 565,9	29%	13 048,8	26%
Національна безпека і правоохоронна діяльність	2 335,9	9%	3 301,6	9%	3 438,4	8%	3 910,1	9%	4 234,3	9%	4 430,0	9%
Національна економіка	4 356,6	18%	4 295,3	12%	4 377,4	11%	4 768,4	11%	4 916,8	11%	5 476,9	11%
ЖКГ	593,7	2%	1 073,1	3%	1 815,5	4%	1 996,1	5%	1 399,0	3%	1 431,1	3%
Охорона навколишнього середовища	405,1	2%	492,6	1%	891,1	2%	1 102,7	3%	1 370,6	3%	1 627,2	3%
Освіта	1 064,4	4%	1 609,0	4%	1 597,0	4%	1 744,4	4%	1 879,8	4%	2 036,1	4%
Охорона здоров'я	1 473,9	6%	1 650,1	4%	1 884,2	5%	1 877,0	4%	1 923,5	4%	2 087,6	4%
Соціальна політика	6 675,8	27%	7 896,0	21%	6 881,5	17%	7 103,5	16%	7 089,8	15%	7 269,6	15%
Обслуговування державного боргу	1 084,2	4%	2 293,9	6%	3 181,7	8%	3 900,2	9%	3 757,5	8%	4 522,5	9%
Міжбюджетні трансферти	1 107,7	4%	1 371,7	4%	1 403,1	3%	1 452,1	3%	1 457,6	3%	1 483,1	3%

Примітки: * очікування; ** прогноз (бюджетна декларація).

Джерело: складено авторами за даними Міністерства фінансів РФ та SIPRI.

¹³ Кремль впервые стал тратить на войну две трети собранных в бюджет налогов. The Moscow Times. URL: <https://ru.themoscowtimes.com/2026/06/13/kreml-vpervie-stal-tratit-navoinu-dve-treti-sobrannih-vbyudzheta-nalogov-a198091>

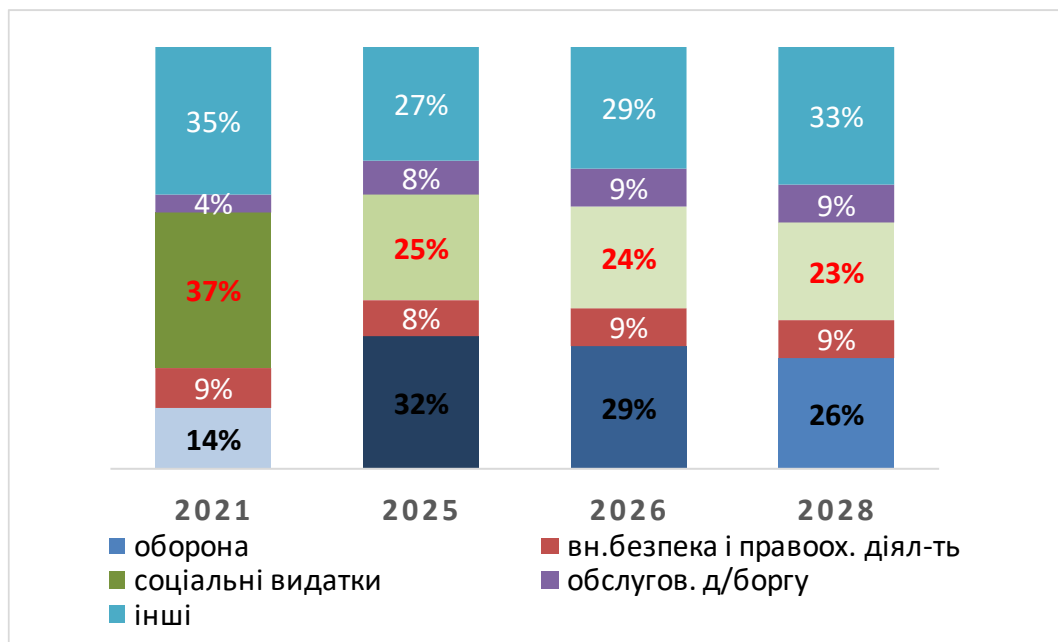
¹⁴ A Budget for a Fifth Year of War: Military Spending in Russia's Budget for 2026. SIPRI. URL: <https://www.sipri.org/publications/2026/sipri-insights-peace-and-security/budget-fifth-year-war-military-spending-russias-budget>

З таблиці видно, що **протягом 2021–2028 років структура федеральних видатків РФ зазнає істотної мілітаризації**. Найбільшою зміною є збільшення видатків на національну оборону з 3,6 трлн руб. (14% видатків) у 2021 році до 13,0 трлн руб. (26%) у 2028-му, при досягненні пікового рівня 13,1 трлн руб. (32%) у 2025 році. Одночасно сукупна частка видатків на національну оборону, національну безпеку та правоохоронну діяльність зростає приблизно з 24% у 2021 році до 40% у 2025-му та залишається на рівні понад 35% у 2028 році.

Це супроводжується відносним зниженням частки видатків на соціальні потреби з 27% до 15%, охорони здоров'я – з 6% до 4% та національної економіки – з 14% до 11%. Таким чином, бюджетна політика РФ трансформується від відносно збалансованої структури державних видатків до моделі, в якій перевага надається оборонно-силовому комплексу та фінансуванню війни з перспективою збереження такої пріоритетності на найближчі роки.

Водночас **потрібно зазначити, що подібне зрушення у бюджетних пріоритетах закладає для соціально-економічної системи певні ризики на майбутнє**. Зокрема, у структурі видатків федерального бюджету частка витрат на соціальні потреби зменшилась з 21,2% у 2024 році до 16,5% у 2025-му¹⁵. У 2021 році, як видно з таблиці 8, питома вага витрат на соціальні потреби була ще більшою і становила 27%. Згідно з прогнозом бюджету до 2028 року обсяги витрат на ці потреби можуть зменшитись до 15%.

Графік 8. Зміна структури видатків федерального бюджету, %



Джерело: складено авторами за даними таблиці 8.

На графіку 8 представлена зміна структури витрат федерального бюджету за основними статтями видатків. Соціальні статті (соціальні видатки, освіта, охорона здоров'я) заміщуються військовими. Іншими словами, витрати на війну витісняють соціальні видатки, що, на нашу думку, створює підґрунтя для соціального невдоволення.

Додатковими джерелами фінансування військових видатків є регіональні та муніципальні бюджети. Регіони встановлюють власні доплати особам, які укладають контракт на військову службу і направляються на війну. Наприклад, у Ленінградській області на квітень

¹⁵ Dabrowski, M. (2025). How resilient is Russia's economy after four years of war? Working Paper 32/2025. Bruegel. URL: <https://doi.org/10.64153/SZIF2677>

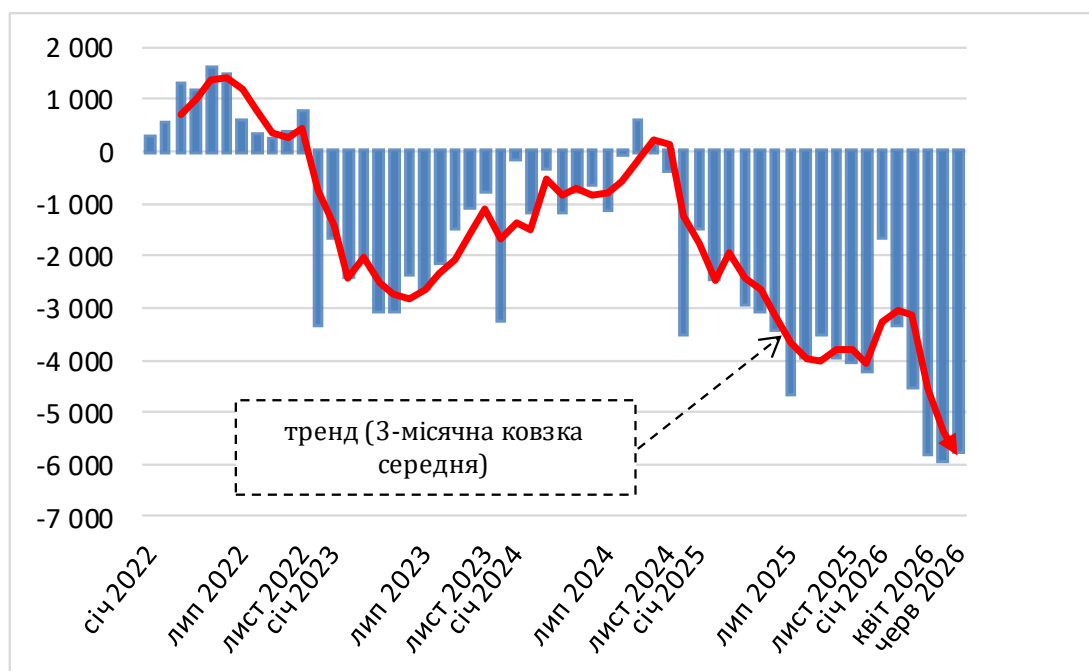
2026 року виникла додаткова потреба майже 8,5 млрд рублів на виплати учасникам війни, причому 8,2 млрд рублів (97%) припадало саме на виплати за укладення контракту¹⁶.

У зв'язку з дефіцитом бюджетних коштів на фінансування військових потреб у червні 2026 року уряд РФ ініціював зміни, які дозволяють окремим регіонам використовувати кошти, що вивільняються внаслідок списання бюджетних кредитів, на витрати, пов'язані з «СВО», зокрема **на вербування контрактників**. Раніше значну частину таких ресурсів вимагалось спрямовувати на модернізацію ЖКГ¹⁷. Наслідком таких дій є істотне підвищення тарифів на житлово-комунальні послуги для населення, черговий етап якого має відбутися 1 жовтня 2026 року¹⁸.

У квітні 2026 року міністр фінансів РФ повідомив, що сукупний дефіцит регіональних бюджетів у 2026 році може зрости до **1,9 трлн руб.**, що на 27% більше, ніж прогнозувалося раніше. Серед причин він називав, зокрема, **зростання соціальних і пов'язаних із війною витрат, включно з підтримкою добровольців та їхніх сімей**.

У РФ немає єдиної бюджетної статті «витрати регіонів на війну». Значна частина проходить через соціальну політику, ЖКГ, охорону здоров'я, цивільну оборону тощо. Тому точну суму видатків на війну з регіональних бюджетів з офіційної статистики отримати неможливо. BOFIT оцінює витрати регіонів на війну в сумі близько 0,5 трлн руб. у 2021 році та майже 1 трлн руб. у 2025 році. До них належать виплати контрактникам, сім'ям військових, інші видатки, пов'язані з війною.

Графік 9. Щомісячний баланс федерального бюджету РФ за 2022–2026 рр., млрд руб.



Джерело: складено авторами за даними Міністерства фінансів РФ.

¹⁶ Власти Ленобласти сообщили о нехватке 8,5 млрд рублей на выплаты «героям СВО». The Moscow Times. URL: <https://ru.themoscowtimes.com/2026/04/24/vlasti-lenoblasti-soobschili-onehvatke-85mlrd-rublei-naviplati-geroyam-svo>

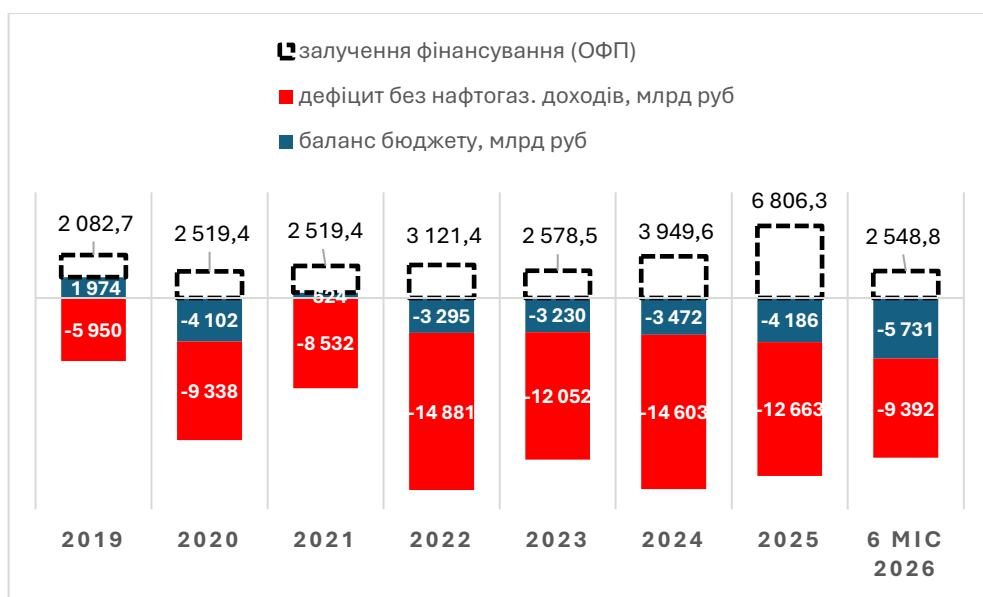
¹⁷ Регионам велели порезать расходы на ЖКХ, чтобы оплатить найм контрактников для войны. The Moscow Times. URL: <https://ru.themoscowtimes.com/2026/06/10/regionam-veleli-porezat-rashodi-nazhkh-chtobi-oplatit-naim-kontraktnikov-dlya-voini>

¹⁸ Правительство запланировало еще на 36% поднять тарифы ЖКХ для россиян. The Moscow Times. URL: <https://ru.themoscowtimes.com/2026/05/12/pravitelstvo-zaplanirovalo-esche-na-36-podnyat-tarifi-zhkh-dlya-rossiyan-a195120>

Як видно з таблиці 6, **дефіцит федерального бюджету протягом періоду повномасштабної агресії поступово збільшується**. Якщо у 2021 році бюджет був взагалі профіцитним, то вже у 2025 році його було виконано з дефіцитом 2,7% ВВП (майже 4,2 трлн руб.). Протягом поточного року ця тенденція посилюється: за I півріччя дефіцит бюджету склав 5,7 трлн руб., в той час як річний плановий показник встановлено на рівні 3,79 трлн руб.¹⁹. Очікується, що до кінця року його величина може бути значно більшою і становити 7–7,5 трлн руб., що відповідає 3–3,5% ВВП.

Дефіцит федерального бюджету за вирахуванням нафтогазових доходів є значно більшим. Ненафтогазовий дефіцит федерального бюджету – це показник того, наскільки видатки федерального бюджету РФ перевищують доходи, якщо повністю виключити нафтогазові доходи (див. граф. 10). З огляду на це, можемо констатувати високу залежність стану федерального бюджету від світових цін на нафту. Експерти зазначають, що прогнози доходів від нафти в російських бюджетних планах на 2026 рік є правдоподібними, але не призведуть до значного збільшення державних доходів, тому федеральний бюджет залишатиметься з великим дефіцитом²⁰.

Графік 10. Дефіцит федерального бюджету РФ за мінусом нафтогазових доходів, млрд руб.



Джерело: складено авторами за даними Міністерства фінансів РФ.

Уряд РФ фінансує зростаючий дефіцит переважно за рахунок збільшення обсягів державних запозичень. З 2022 року в середньому 85% загального дефіциту федерального бюджету фінансується за рахунок цього джерела. У 2024 і 2025 роках обсяги продажу державних облігацій федеральної позики (ОФП) дозволяли повністю покривати загальний дефіцит (див. граф. 10).

Але попит на ОФП, особливо у 2026 році, зменшується, що засвідчують наступні факти. Міністерство фінансів РФ скасувало аукціони з продажу ОФП 24 червня і 8 липня цього року, 15 липня було визнано аукціон таким, що не відбувся «через відсутність заявок за

¹⁹ Дефицит бюджета за первое полугодие 2026-го составил 5,7 трлн. Delo. URL: <https://delo.ua/ru/news/deficit-byudzeta-rf-dostig-57-trln-rublei-iz-za-rasxodov-na-voinu-468842/>

²⁰ BOFIT Forecast for Russia 2026–2028. BOFIT. URL: <https://www.bofit.fi/en/forecasting/latest-forecast-for-russia/>

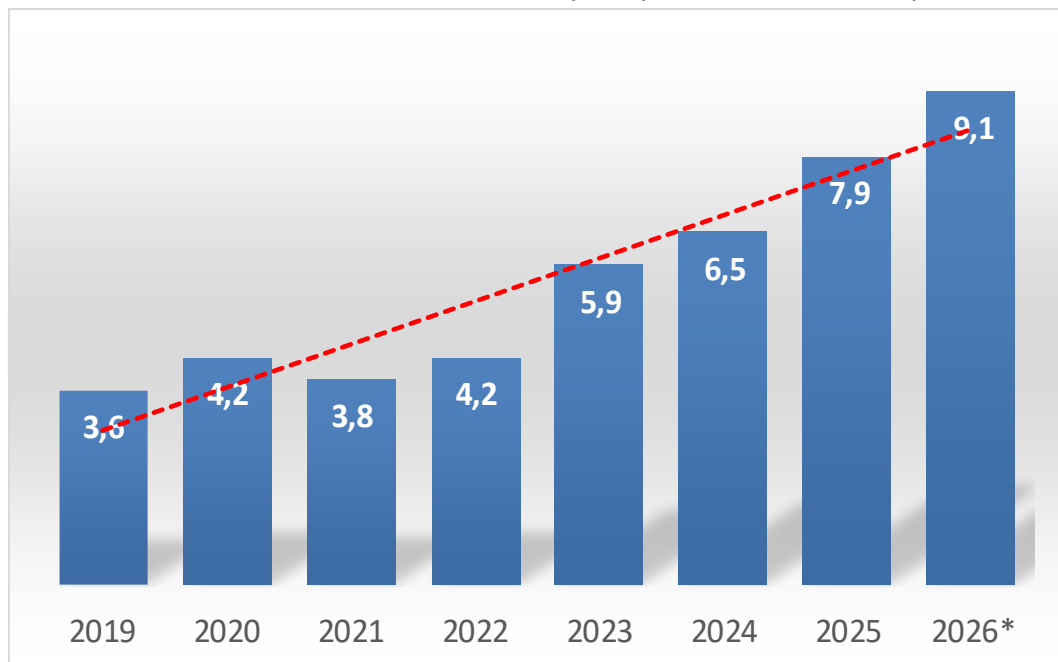
прийнятними рівнями цін», 1 липня було продано лише 10% від запланованого обсягу пропозиції. «У третьому кварталі Мінфін планував залучити на борговому ринку 1,5 трлн руб., але наразі зміг позичити лише 8,8 млрд»²¹.

З огляду на ці обставини виникає суттєвий ризик зростання непокритого загального дефіциту державного бюджету вже за результатами 2026 року.

За міжнародними стандартами рівень державної боргу РФ все ще досить помірний (менше 20% ВВП див. табл. 6). Однак витрати на обслуговування державного боргу зростають зі збільшенням запозичень та підвищенням процентних ставок. Зокрема, у 2025 році витрати на обслуговування боргу зросли майже на 1 трлн руб. порівняно з 2024 роком.

Згідно із законом про федеральний бюджет витрати на обслуговування державного боргу у 2025 році становили близько 3,2 трлн руб. (див. табл. 8). Це означає, що 7,9% податкових надходжень федерального бюджету спрямовується на обслуговування державного боргу. Динаміка цього показника представлена на графіку 11.

**Графік 11. Витрати на обслуговування державного боргу РФ,
% податкових надходжень федерального бюджету**



Джерело: складено авторами за даними Міністерства фінансів РФ.

Як бачимо, у 2026 році очікується перевищення рівня 9% доходів федерального бюджету, що свідчить про істотне зростання вартості обслуговування державного боргу в умовах високих процентних ставок та накопичення дисбалансів у фінансовому секторі.

Дохідність ОФП значно перевищує рівень інфляції. Дохідність 10-річних облігацій досягла свого найвищого рівня 16,8% річних 28 жовтня 2024 року, потім знизилася до 14,4% річних станом на 24 листопада 2025 року. Дохідність 52-тижневих облігацій перевищувала перший показник у період з серпня 2023 року по липень 2025 року, досягнувши свого піку на рівні 23% 2 грудня 2024 року.

Частка витрат державного бюджету на обслуговування державного боргу є одним із показників того, на скільки висока ймовірність фінансової кризи і навіть дефолту. Одне з

²¹ Пластун О. Чому економіка Росії боїться серпня – пояснює економіст. Дзеркало тижня. URL: <https://zn.ua/ukr/war/chomu-ekonomika-rosiji-bojitsja-serpnja-pojasnjuje-ekonomist.html>

досліджень експертів МВФ показує, що співвідношення **процентних платежів до доходів бюджету понад 16–19%** статистично пов'язане з істотно вищою ймовірністю фіскального стресу (неможливості фінансувати базові видатки, втрати доступу до ринків капіталу або дефолту). Оптимальним і безпечним рівнем для країн, що розвиваються, МВФ вважає показник менше 10%²².

Враховуючи ці обставини потрібно зробити висновок, що **незважаючи на стрімке зростання вартості обслуговування державного боргу для федерального бюджету в цьому аспекті він залишається поза зоною ризику.**

Фонд національного добробуту (далі ФНБ) є важливим джерелом покриття дефіциту федерального бюджету разом з ОФП. Фонд сформований переважно з доходів, отриманих від продажу нафтогазових ресурсів в часи сприятливої ринкової кон'юнктури, високих цін на енергоносії. **Якщо на початку повномасштабної агресії активи ФНБ досягали 10% ВВП, то станом на травень 2026 року ця величина зменшилася до 5,8% ВВП, що становить 13,6 трлн руб.**

Війна істотним чином скоротила ліквідні активи ФНБ. За весь період повномасштабної війни до ФНБ надійшло 5,4 трлн руб., а вилучено – 8,2 трлн руб. Лише у першому кварталі 2026 року з ФНБ було вилучено 458 млрд руб. Тому Міністерство фінансів РФ заявило, що більше не буде вилучатись жодних активів з ФНБ для покриття дефіциту бюджету, хоча очевидно, що до таких заяв потрібно ставитись з достатньою обачністю.

На рахунках ФНБ у центробанку РФ станом на початок липня 2026 року перебувало **189,7 млрд китайських юанів та 141,08 тони золота в знеособленій формі. Ліквідна частина ФНБ, яка може бути використана для фінансування федерального бюджету, становила на початок липня приблизно 3,61 трлн руб., тобто лише 1,5% ВВП.**

Слід зазначити, що в останні роки, з початком повномасштабної війни, роль ФНБ дещо змінилась. Якщо до початку війни це був певний фінансовий демпфер втрати нафтових доходів, то протягом 2023–2025 років значна частина його коштів була використана для покриття дефіциту федерального бюджету. **Сьогодні його ліквідна частина є незначною, тому кошти ФНБ не можна розглядати як єдине джерело фінансування військових видатків.**

Чи загрожує війна поточної інтенсивності фіскальній стійкості Росії? **Федеральний бюджет РФ має достатньо фінансових ресурсів для ведення війни у поточному форматі. Хоча ми бачимо, що збільшується бюджетний дефіцит і зростає вартість обслуговування боргу, втім сам борг залишається відносно низьким порівняно з більшістю економік світу, що дозволяє уряду РФ продовжувати здійснювати внутрішні запозичення та мобілізувати саме внутрішні податкові джерела для фінансування війни.**

Фінансова стійкість щодо фінансування війни у 2025–2026 роках зберігається завдяки концентрації бюджетних ресурсів на військових потребах, високому рівню фіскальної мобілізації, внутрішнім запозиченням та коригуванню податкової політики. Але така модель супроводжується наростанням бюджетного дефіциту, витісненням соціальних та економічних видатків і підвищенням макрофінансових ризиків, що може зрештою привести до поступового зниження довгострокової стійкості економіки, системи державних фінансів та можливостей фінансування військових потреб.

²² Comelli, F., Furceri, D., Jalles, J. T. & others. (2023). Navigating Fiscal Challenges in Sub-Saharan Africa. IMF Departmental Paper No. 2023/007. URL: <https://www.imf.org/-/media/files/publications/dp/2023/english/apcfsfssacea.pdf>

Важко реалістично спрогнозувати, скільки часу потрібно для того, щоб економічні проблеми, дисбаланси у фінансовому секторі економіки РФ могли призвести до неможливості фінансування військових видатків. Очевидно, що *ceteris paribus* на горизонті декількох років такого варіанту розвитку подій не варто очікувати.

При аналізі перспектив утримання фінансової стійкості в РФ необхідно враховувати кілька **важливих особливостей**.

Перша полягає у тому, що на початку повномасштабної військової агресії економіка РФ та фінансовий сектор перебували у досить доброму стані. Тому об'єктивна тенденція наростання макрофінансових ризиків і дисбалансів, спричинених війною, нівелюється саме цим фактором. У зв'язку з цим, у РФ все ще існує довгострокова спроможність підтримувати високий рівень військових витрат без суттєвого погіршення фінансової стабільності.

Друга – стабільність російського режиму частково пов'язана з тим, що вище політичне керівництво країни делегує повноваження щодо формування бюджетної, податкової, монетарної політик професіоналам і не втручається в їх діяльність без зайвої на те потреби. Хоча політичний тиск на економічних policy makers може виникати час від часу, однак ми не можемо констатувати якихось очевидних помилок в процесі формування цих політик. Це створює додатковий запас міцності економічної системи в цілому, який принаймні у середньостроковій перспективі залишатиметься основним чинником стабільності для економічної бази режиму.

Водночас потрібно зазначити, що ***поширення війни на територію РФ та збитки, які завдаються Силами оборони України нафтовій, транспортній та логістичній інфраструктурі, формують у бізнесу та суспільства негативні очікування.*** На нашу думку, саме це може стати **слабким місцем економічної стійкості системи.** Адже відносна міцність економічного базису може досить швидко опинитись під загрозою через прояви громадського невдоволення, саботажу, економічного опортунізму.

Наприклад, у зв'язку зі **зростанням рівня податкового навантаження на бізнес та споживачів** вірогідним є сценарій, за якого відбудеться збільшення обсягів тінізації економіки, ухилення від сплати податків. Або може виникнути загроза неможливості фінансування військових видатків без подальшого **скорочення соціальних статей бюджету.** Очевидно, що подібні **зміни у бюджетній політиці негативним чином позначатимуться на настроях суспільства.**

Водночас РФ у середньостроковій перспективі зберігає спроможність фінансувати війну, однак ця спроможність дедалі більше забезпечується не накопиченими резервами чи результатами економічного зростання, а мобілізацією внутрішніх податкових ресурсів, державними запозиченнями та перерозподілом фінансових ресурсів від цивільного сектору до військового, що формує кумулятивні ризики для довгострокової фінансової та макроекономічної стійкості економіки агресора.

VI. Курс монетарної політики і стан міжнародних резервів у 2022-2026 роках

Офіційна політика Центрального банку Російської Федерації (далі – ЦБ РФ, Банк Росії або ЦБ) у 2022–2026 роках будувалась в межах режиму інфляційного таргетування з цільовим орієнтиром 4% та ключовою ставкою в якості основного інструменту монетарного регулювання (операційна структура процентної політики ЦБ представлена в таблиці 9). ЦБ РФ позиціонував свої дії як послідовну антикризову та антиінфляційну політику у відповідь на зовнішні шоки та коливання попиту з метою повернення економіки до траєкторії збалансованого зростання.

Таблиця 9. Процентні ставки за інструментами монетарної політики ЦБ РФ протягом 2022–2026 рр. (за датами змін), % річних

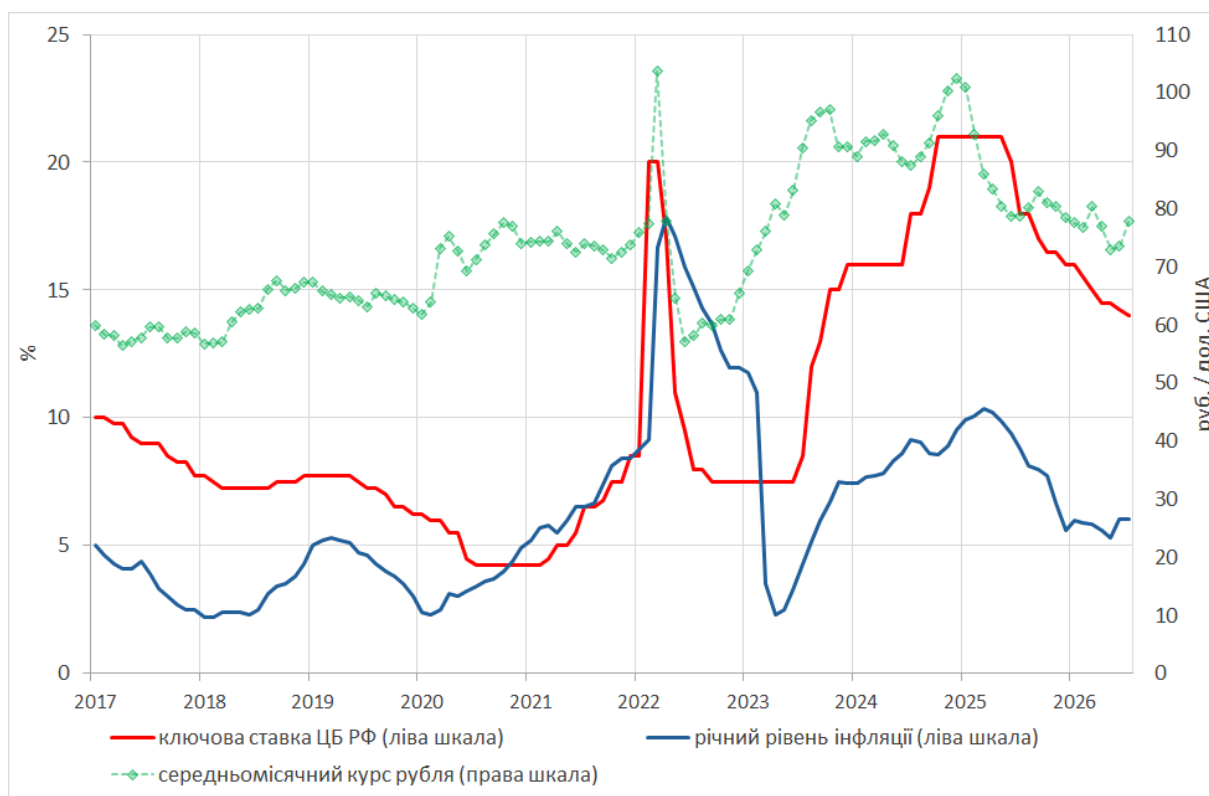
Дата	Ключова ставка	Абсорбування ліквідності		Надання ліквідності				
		Ставка за депозитами овернайт	Ставки за операціями на відкритому ринку (аукціони)			Ставки за операціями з надання ліквідності постійної дії		
			Максимально можлива ставка на депозитних аукціонах (на 1 тиждень)	Мінімально можлива ставка на аукціонах репо				
				основні (на 1 тиждень) "тонкого налаштування" (на 1-6 днів)	на 1 місяць	на 1 рік	Основний механізм (репо на 1 день, кредити овернайт, кредити від 1 до 30 днів)	Додатковий механізм (репо, кредити, забезпечен неринковими активами, від 1 до 180 днів)
20.12.2021	8,50	7,50	8,50	8,50	8,60	8,75	9,50	10,25
14.02.2022	9,50	8,50	9,50	9,50	9,60	9,75	10,50	11,25
28.02.2022	20,00	19,00	20,00	20,00	20,10	20,25	21,00	21,75
01.03.2022	20,00	19,00	20,00	20,00	20,10	20,25	21,00	21,75
11.04.2022	17,00	16,00	17,00	17,00	17,10	17,25	18,00	18,75
04.05.2022	14,00	13,00	14,00	14,00	14,10	14,25	15,00	15,75
27.05.2022	11,00	10,00	11,00	11,00	11,10	11,25	12,00	12,75
14.06.2022	9,50	8,50	9,50	9,50	9,60	9,75	10,50	11,25
25.07.2022	8,00	7,00	8,00	8,00	8,10	8,25	9,00	9,75
19.09.2022	7,50	6,50	7,50	7,50	7,60	7,75	8,50	9,25
24.07.2023	8,50	7,50	8,50	8,50	8,60	8,75	9,50	10,25
15.08.2023	12,00	11,00	12,00	12,00	12,10	12,25	13,00	13,75
18.09.2023	13,00	12,00	13,00	13,00	13,10	13,25	14,00	14,75
16.10.2023	13,00	12,00	13,00	13,00	13,10	13,25	14,00	14,75
30.10.2023	15,00	14,00	15,00	15,00	15,10	15,25	16,00	16,75
18.12.2023	16,00	15,00	16,00	16,00	16,10	16,25	17,00	17,75
29.07.2024	18,00	17,00	18,00	18,00	18,10	18,25	19,00	19,75
16.09.2024	19,00	18,00	19,00	19,00	19,10	19,25	20,00	20,75
28.10.2024	21,00	20,00	21,00	21,00	21,10	21,25	22,00	22,75
09.06.2025	20,00	19,00	20,00	20,00	20,10	20,25	21,00	21,75
28.07.2025	18,00	17,00	18,00	18,00	18,10	18,25	19,00	19,75
15.09.2025	17,00	16,00	17,00	17,00	17,10	17,25	18,00	18,75
27.10.2025	16,50	15,50	16,50	16,50	16,60	16,75	17,50	18,25
22.12.2025	16,00	15,00	16,00	16,00	16,10	16,25	17,00	17,75
16.02.2026	15,50	14,50	15,50	15,50	15,60	15,75	16,50	17,25
23.03.2026	15,00	14,00	15,00	15,00	15,10	15,25	16,00	16,75
27.04.2026	14,50	13,50	14,50	14,50	14,60	14,75	15,50	16,25
22.06.2026	14,25	13,25	14,25	14,25	14,35	14,50	15,25	16,00
27.07.2026	14,00	13,00	14,00	14,00	14,10	14,25	15,00	15,75

Джерело: побудовано за даними ЦБ РФ.

На початковому етапі повномасштабного вторгнення РФ в Україну дії Банку Росії мали характер екстреного реагування. Підвищення ключової ставки наприкінці лютого 2022 року з 9,5% до 20% річних ЦБ пояснював необхідністю підтримання фінансової стабільності на тлі запровадження санкцій (передусім заморожування активів), а також потребою захисту заощаджень від знецінення в умовах девальвації рубля (див. граф. 12).

Після запровадження обмежень на рух капіталу, обов'язкового продажу 80% експортної виручки та розформування буферів капіталу на 900 млрд рублів напруження на ринку знизилося. Зокрема, середньомісячний обмінний курс знизився з 103,68 руб./дол. у березні до 77,81 руб./дол. у квітні. Це дозволило ЦБ РФ вже у квітні 2022 року розпочати цикл пом'якшення монетарної політики і до вересня ставку було знижено до 7,5%, що сприяло поживавленню економічної активності.

Графік 12. Динаміка ключової ставки, річний рівень інфляції та обмінний курс рубля протягом 2017 – липня 2026 р.



Джерело: побудовано за даними ЦБ РФ.

Однак, з середини 2023 року (коли інфляція перебувала на рівні цілі) ЦБ РФ перейшов до тривалого циклу монетарного стиснення: до жовтня 2024 року ключову ставку було підвищено до 21%. Зміна характеру монетарної політики обґрунтовувалась активізацією споживчого попиту в умовах рекордного зниження безробіття та дефіциту робочої сили, прискоренням темпів інфляції, девальвацією рубля та підвищенням інфляційних очікувань. Фактично, ЦБ констатував перегрів економіки та виникнення спіралі «заробітна плата – ціни», а метою підвищення ключової ставки було задекларовано повернення інфляції до цілі 4% у 2024 році.

У підсумку, процентні ставки за депозитами фізичних осіб наприкінці 2024 року підвищились до рівня 21-22% річних, за депозитами нефінансових корпорацій – до 21-24%. Ринкові ставки за кредитами бізнесу на піку сягнули 24-25% річних, а за короткостроковими позиками фізичним особам – перевищували 40%.

На рівні 21% ключова ставка перебувала до червня 2025 року, після чого ЦБ РФ поступово знизив її до 14% у липні 2026 року. Попри підтримання високих ставок темпи інфляції в РФ прискорились до понад 10% у лютому-квітні 2025 року, що було обумовлено, зокрема, черговим сплеском девальвації рубля. З травня 2025 року річні темпи інфляції почали знижуватись і у травні 2026 року був зафіксований локальний мінімум на рівні 5,3%.

Проте, у червні 2026 року ціновий тренд розвернувся: інфляція в річному вимірі прискорила до 6%, що було пов'язано передусім з подорожчанням палива внаслідок ударів Сил оборони України по нафтопереробних заводах.

Тим часом у 2025 році в РФ відбулося різке уповільнення темпів економічного зростання, а в I кварталі 2026 року було зафіксоване падіння реального ВВП на 0,2% порівняно з відповідним періодом 2025 року. Перші ознаки сповільнення економіки спостерігались ще у 2024 році і вже тоді численні представники бізнесу та урядовці відкрито звинувачували ЦБ РФ в пригніченні кредитування, інвестиційної активності та загалом економічного зростання через підтримання надвисокої ключової ставки²³.

Водночас керівництво ЦБ послідовно відкидало ці звинувачення, стверджуючи, що головною перепоною для розвитку є не вартість запозичень, а висока інфляція та гострий дефіцит фізичних ресурсів і робочої сили²⁴. Характерною особливістю вищезазначеного протистояння є те, що президент РФ В.Путін послідовно підтримував позицію ЦБ і його очільниці Е.Набіулліної^{25,26}.

Така позиція найвищого керівництва країни-агресора обумовлена, ймовірно, тим, що дії регулятора де-факто забезпечили функціонування грошово-кредитної системи у двох паралельних вимірах (воєнному та цивільному), що стало дієвим засобом переведення економіки на воєнні рейки.

За даними ЦБ РФ обсяг міжнародних резервів на 1 серпня 2026 року становив 720,3 млрд дол. США, з яких валютні резерви – 427,5 млрд дол., монетарне золото – 292,9 млрд дол. Однак, офіційна сума валютних резервів включає близько 300 млрд дол., які були «заморожені» в різних юрисдикціях після початку повномасштабної агресії РФ проти України.

Тобто, без урахування «заморожених» активів обсяг валютних резервів на початок серпня становив 127,5 млрд дол., що на 70,1 млрд дол. менше рівня на початок 2022 року. На графіку 13 видно, що після скорочення у 2022 році впродовж наступних років обсяг валютних резервів залишався відносно стабільним.

Натомість вартість монетарного золота з початку 2022 року збільшилась на 159,8 млрд дол. (120%), значною мірою компенсувавши втрати від «заморожування» активів. Щоправда, це відбулося виключно за рахунок зростання ціни на золото з 1 820 до 4 027 дол. за тройську унцію²⁷ (зі сплеском до 5 400 дол. у січні 2026 року).

Слід враховувати, що впродовж першої фази війни проти України у 2014–2021 роках РФ збільшила запас золота з 33,3 до 74,0 млн тройських унцій (з 1,0 до 2,3 тис. тон). Протягом 2022–2025 років кількість монетарного золота в міжнародних резервах коливалась в діапазоні 74–75 млн тройських унцій, однак протягом I півріччя 2026 року відбулося скорочення золотого запасу на 1,4 млн унцій (близько 43 тон) до 73,4 млн унцій. Зазначений факт разом з відносною стабільністю валютної складової може свідчити про зародження тенденції до скорочення міжнародних резервів.

²³ Russia's rising stagflation threat. The Bell. URL: <https://en.thebell.io/russias-rising-stagflation-threat/>

²⁴ Butter thefts highlight cost of Russia's war economy. Financial Times. URL: <https://www.ft.com/content/659bb41c-d6f1-4690-8193-647f549d5133>

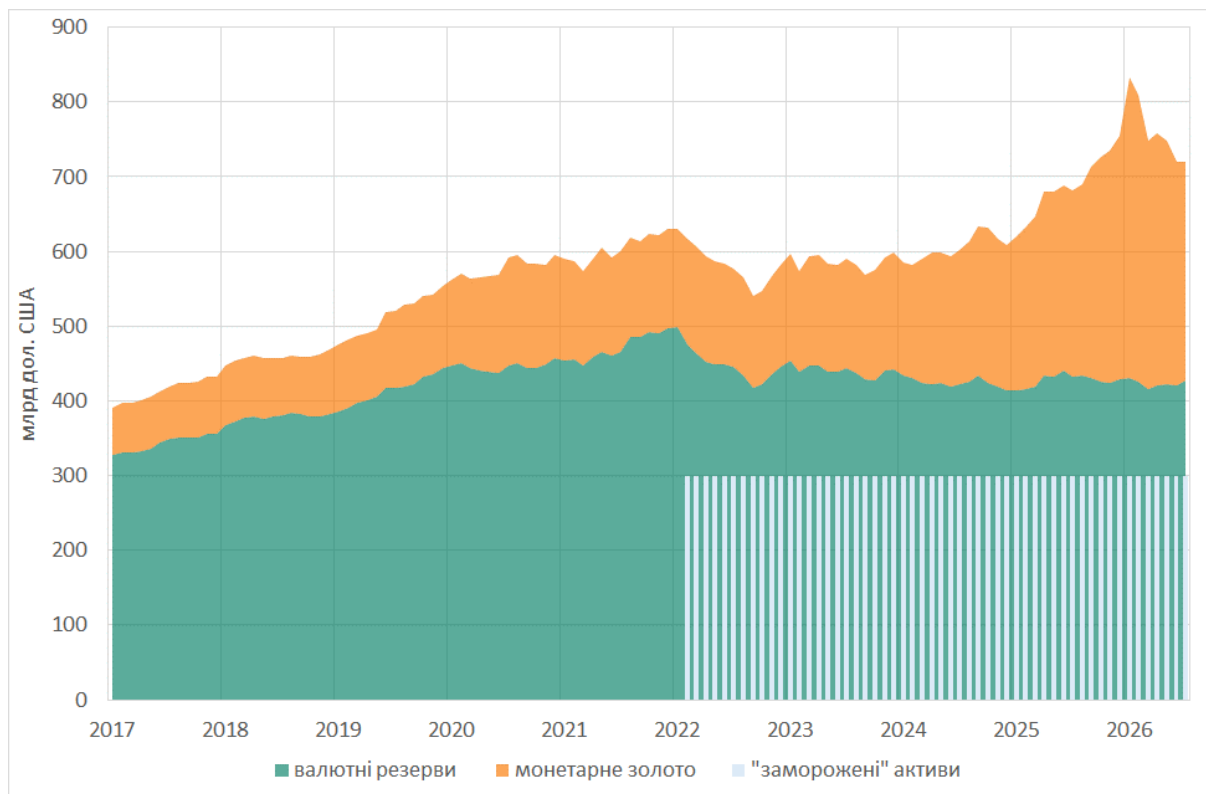
²⁵ Умри ты сегодня, а я завтра. Что стоит за атакой бизнеса на Центробанк. Carnegie Politika. URL: <https://carnegieendowment.org/ru/russia-eurasia/politika/2024/11/russia-central-bank-dilemma?center=russia-eurasia>

²⁶ Путин публично поддержал политику Набиуллиной, направленную на сдерживание инфляции. Агентство. URL: <https://www.agents.media/putin-publichno-podderzhal-politiku-nabiullinoi-napravlenuyu-na-sderzhivanie-inflyatsii/>

²⁷ 1 тройська унція = 31,1034768 грама.

Для порівняння: кількість золота в міжнародних резервах України протягом 2014–2021 років зменшилась з 1,36 до 0,87 млн тройських унцій (з 42 до 27 тон) і зросла до 0,88 млн унцій у 2024 році, після чого залишалася незмінною. У підсумку, переважно за рахунок стрімкого зростання цін номінальна вартість золота в міжнародних резервах України з початку 2022 року зросла на 2 млрд дол. (з 1,6 до 3,6 млрд дол.).

Графік 13. Міжнародні резерви РФ у 2017 – липні 2026 р., млрд дол. США



Джерело: побудовано за даними ЦБ РФ та відкритих джерел.

Згідно з розрахунками ЦБ РФ на початок II кварталу 2026 року офіційна сума міжнародних резервів у сім разів перевищувала мінімально допустимий рівень за показником фінансування тримісячного імпорту. Якщо вилучити з розрахунку «заморожені» 300 млрд дол., з'ясуємо, що обсяг доступних резервів відповідатиме тринадцяти місяцям фінансування імпорту, тобто вчетверо перевищує мінімально допустимий.

За іншим індикатором достатності (20% від обсягу грошової маси) доступні міжнародні резерви на 01.07.2026 р. (420,4 млрд дол.) на 11% перевищували мінімально допустимий рівень (379,3 млрд дол.).

Інформацію щодо достатності міжнародних резервів за композитним критерієм МВФ ЦБ РФ припинив публікувати після накладення санкцій. Проте, екстраполюючи наявні дані (до 01.10.2021 р.) можна припустити, що на сьогодні доступні міжнародні резерви є близькими до нормативного значення.

Якщо оцінювати доступні міжнародні резерви з точки зору величини витрат на війну, то на 01.08.2026 р. їх рублевий еквівалент (33,6 трлн руб.) удвічі перевищував обсяг «воєнних» видатків бюджету РФ у 2025 році (16 трлн руб.).

VII. Кредитування воєнної економіки, динаміка депозитної бази та ліквідності банків

Загальний обсяг кредитів банків в економіку РФ протягом 2022 – I півріччя 2026 року збільшився на 82% – з 88,8 до 161,5 трлн руб. (див. табл. 10). Як наслідок, рівень покриття кредитами ВВП збільшився з 62% у 2021 році до 71% у 2025-му (в Україні відповідний показник знизився з 18% у 2021 році до 13% у 2025-му).

Таблиця 10. Обсяг банківських кредитів в економіку РФ, на кінець періоду, млрд рублів

	2021	2022	2023	2024	2025	I п. 2026
Кредит економіці	88 786	99 493	123 946	145 652	156 620	161 470
Вимоги банків до юридичних осіб	62 438	70 682	88 488	106 736	116 610	120 368
корпоративні кредити	52 402	59 549	74 130	89 295	96 084	99 959
корпоративні облігації	3 720	4 828	5 985	7 169	8 642	8 742
інші вимоги	6 316	6 304	8 374	10 271	11 885	11 668
Вимоги банків до фізичних осіб	26 347	28 811	35 457	38 916	40 010	41 102
кредити фізичним особам	25 601	27 962	34 263	37 572	38 701	39 774
кредити індивід. підприємцям	746	849	1 195	1 344	1 309	1 328

Джерело: складено за даними ЦБ РФ.

На початку 2025 року американський економіст Крейг Кеннеді оприлюднив аналіз позабюджетного механізму фінансування РФ війни за рахунок використання так званої кредитної схеми, яка існувала з 2011 року, проте не була примусовою²⁸.

На початку повномасштабного вторгнення було внесено правку до закону про державне оборонне замовлення²⁹, згідно з якою визначені банки зобов'язувались надавати пільгове фінансування підприємствам ВПК на умовах, які держава встановлює в односторонньому порядку (відповідні механізми на той час вже були передбачені постановами уряду РФ). Зазначена схема виявилась надзвичайно ефективною та дозволила фактично подвоїти офіційні витрати РФ на фінансування війни.

Пільгове кредитування підприємств ВПК здійснюється через дві окремі державні програми. Програма, затверджена постановою уряду РФ від 17.04.2018 р. № 459³⁰, реалізується через державну корпорацію розвитку «ВЭБ.РФ» та орієнтована на компенсацію доходів, які банк недоотримав через надання пільгових кредитів. Механізм передбачає надання кредитів підприємствам ВПК за ставкою від 5% річних.

²⁸ Kennedy C. Russia's Hidden War Debt. Navigating Russia. URL: <https://navigatingrussia.substack.com/p/russias-hidden-war-debt-full-report>

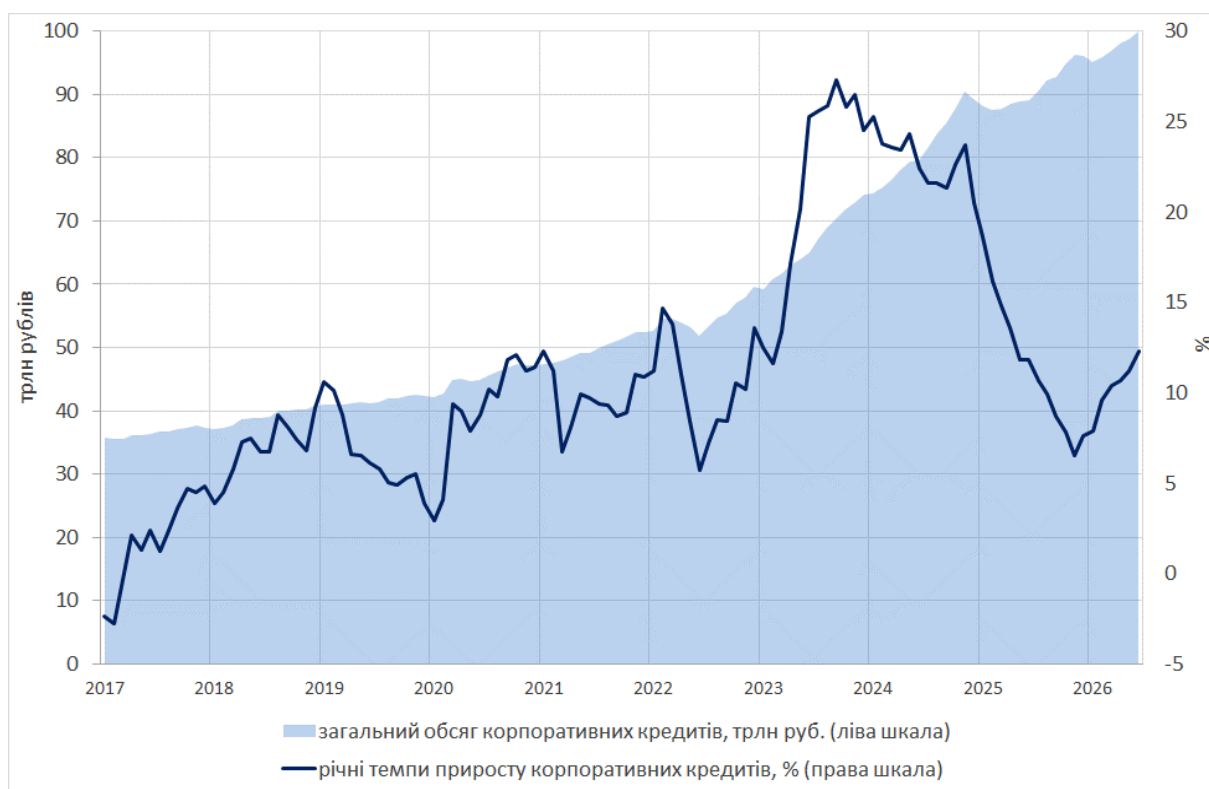
²⁹ О внесении изменений в Федеральный закон «О государственном оборонном заказе» : Федеральный закон от 25.02.2022 г. № 29-ФЗ. URL: <http://government.ru/docs/all/139447/>

³⁰ Об утверждении Правил предоставления субсидии из федерального бюджета в виде имущественного взноса в государственную корпорацию "Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)" в целях компенсации недополученных доходов по кредитам, выдаваемым в рамках поддержки производства высокотехнологичной продукции гражданского и двойного назначения организациями оборонно-промышленного комплекса : Постановление Правительства Российской Федерации от 17.04.2018 г. № 459. URL: <http://government.ru/docs/all/116250/>

Друга програма, передбачена постановою від 21.01.2020 р. № 26³¹, мала ширший інструментарій та розгалужену мережу фінансування через уповноважені опорні банки, такі як «Промсвязьбанк». Цей механізм дозволяв підприємствам ВПК отримувати довгострокові кредити на строк до 15 років з фіксованою ставкою до 5% річних (за іншими даними, 8-9% річних), а обсяг субсидій міг сягати 90% від загального бюджету проекту. Постанова № 26 втратила чинність влітку 2025 року, проте «Промсвязьбанк» (згідно з інформацією на сайті банку) продовжує надавати пільгові кредити підприємствам ВПК.

Протягом 2022 – I півріччя 2026 року загальний обсяг кредитів корпораціям збільшився на 91% – з 52,4 до 100,0 трлн руб. (див. табл. 10). У доларовому еквіваленті обсяг кредитів корпораціям збільшився з 705,3 до 1 285,6 млрд дол. або на 580,2 млрд дол. США. Для порівняння: в Україні загальний обсяг корпоративних кредитів за той самий період збільшився з 774,5 до 943,4 млрд грн, проте в доларовому еквіваленті – скоротився з 28,4 до 21,0 млрд дол. США.

Графік 14. Динаміка корпоративних кредитів протягом 2017 – I півріччя 2026 р.



Джерело: побудовано за даними ЦБ РФ.

Точно визначити частку пільгових кредитів підприємствам ВПК не видається можливим. Проте, абстрагувавшись від змін ключової ставки та екстраполювавши динаміку зростання кредитів протягом 2017–2021 років, з'ясуємо, що без пільгових кредитів воєнного характеру приріст загального обсягу корпоративних кредитів за період 2022 – I півріччя 2026 року не перевищив би 200 млрд дол. З цього випливає, що пільгові кредити, надані безпосередньо

³¹ Об утверждении Правил предоставления субсидий из федерального бюджета российским кредитным организациям на возмещение выпадающих доходов по кредитам, выдаваемым в рамках поддержки производства высокотехнологичной продукции гражданского и двойного назначения организациями оборонно-промышленного комплекса : Постановление Правительства Российской Федерации от 21.01.2020 г. № 26. URL: <http://government.ru/docs/all/125852/>

підприємствам ВПК, а також умовно ринкові позики, орієнтовані на супутні сфери діяльності, могли забезпечити приріст кредитів корпораціям на суму близько 380 млрд дол. США³².

На графіку 14 чітко видно, що різке прискорення зростання обсягу корпоративних кредитів відбулося в середині 2022 року. Причина такого сплеску кредитної активності пов'язана з ухваленням федерального закону від 14.07.2022 р. № 272-ФЗ³³, який, зокрема, надав уряду РФ право зобов'язувати юридичних осіб (незалежно від їхньої організаційно-правової форми та форми власності) укладати контракти на виконувати робіт/послуг для забезпечення збройних сил та підприємств ВПК. Тобто, після ухвалення зазначеного закону примус юридичних осіб, у тому числі банків, набув системного характеру.

Аналіз агрегованих статистичних показників дає підстави висновувати, що зазначена кредитна схема особливо активно працювала до кінця 2024 року, після чого відбулося деяке уповільнення динаміки, яке лише опосередковано пов'язане з підвищенням ключової ставки (через збільшення обсягу відшкодування банкам ставок з бюджету).

Нормативне визначення параметрів пільгових кредитів (передусім процентних ставок) зробило їх фактично нечутливими до сигналів монетарної політики. Восени 2024 року ЦБ РФ в основних напрямках грошово-кредитної політики акцентував увагу на зазначеній проблемі, дійшовши несподіваного висновку: чим вищою є частка пільгових кредитів, тим більше потрібно змінювати ключову ставку для впливу на кредитну активність, попит та інфляцію³⁴.

Зазначена логіка ЦБ до певної міри пояснює мотиви підвищення ключової ставки до 21%, що призвело до відповідного зростання ринкових ставок за кредитами для підприємств цивільного сектору. Тобто, є всі підстави стверджувати, що різке уповільнення темпів приросту корпоративних кредитів у 2025 році було обумовлене саме «ринковою» складовою.

У підсумку, пригнічуючи високими процентними ставками економічну активність в цивільному секторі економіки, ЦБ РФ фактично сприяв примусовому перерозподілу обмежених ресурсів (зокрема робочої сили) на користь пріоритетного та субсидованого ВПК.

Реальну ситуацію з кредитуванням «невоєнного» сегменту бізнесу можна простежити на прикладі кредитів індивідуальним підприємцям (ІП)³⁵, які в статистиці ЦБ РФ класифікуються як складова кредитів населенню. Досягнувши наприкінці 2024 року максимального значення 1 353 млрд руб. протягом 2025 – лютого 2026 року залишки за кредитами ІП скоротились до 1 285 млрд руб., після чого збільшились лише на 43 млрд до 1 328 млрд руб. (див. граф. 15).

Річні темпи приросту кредитів ІП, досягнувши пікового значення 42,9% у жовтні 2023 року, різко уповільнились на тлі підвищення ключової ставки ЦБ РФ, а з серпня 2025 до травня 2026 року перебували в зоні від'ємних значень і лише у червні знову набули додатного значення (0,4%). Така динаміка різко контрастує з динамікою корпоративних кредитів, темпи приросту яких у річному вимірі знижувались лише до 6,5% у листопаді 2025 року, проте прискорились до 12,3% у червні 2026 року.

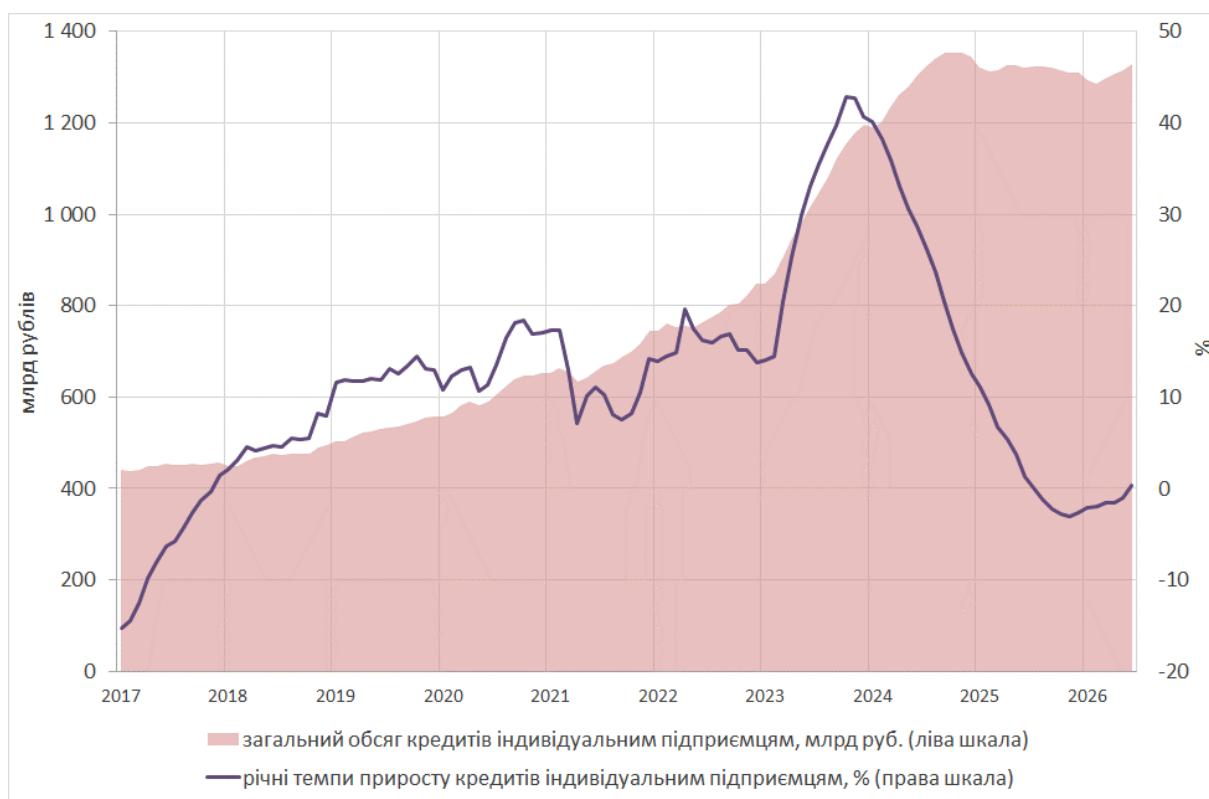
³² Наприкінці 2025 року в публікації The Washington Post під назвою «Russia's economy keeps driving its war, but it could break in 2026» К.Кеннеді оцінював обсяг пільгових кредитів ВПК на рівні 202 млрд дол. США (<https://www.washingtonpost.com/world/2025/12/22/russia-war-economy-ukraine/>). Проте, на нашу думку, така оцінка є занадто консервативною, оскільки передбачає, що приріст «цивільних» кредитів майже вдвічі перевищує приріст «воєнних».

³³ О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : Федеральный закон от 14.07.2022 г. № 272-ФЗ. URL: <http://government.ru/docs/all/142079/>

³⁴ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов. Банк России. URL: https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2025_2027/

³⁵ Станом на квітень 2026 року в РФ налічувалось понад 4,8 млн індивідуальних підприємців.

Графік 15. Динаміка кредитів індивідуальним підприємцям протягом 2017 – I півріччі 2026 р.



Джерело: побудовано за даними ЦБ РФ.

В останньому огляді фінансової стабільності ЦБ РФ констатує, що у 2025 році великі компанії з високим борговим навантаженням збільшували свої зобов'язання за кредитами значно швидше, ніж корпоративний сектор загалом: на 16% та 12% відповідно. З огляду на це ЦБ з 01.03.2026 р. підвищив з 40% до 100% надбавку до коефіцієнтів ризику на приріст кредитних вимог до великих позичальників з підвищеним рівнем заборгованості. За оцінками регулятора це не обмежить істотним чином зазначені компанії в залученні нових кредитів, водночас дозволить сформувати до кінця 2026 року макропруденційний буфер капіталу в сумі близько 200 млрд руб. Також ЦБ повідомив, що може продовжити підвищення надбавки, якщо ризики банків за вимогами до великих позичальників зростатимуть³⁶.

ЦБ РФ звітує, що на початок II кварталу 2026 року частка непрацюючих кредитів у загальному обсязі корпоративних кредитів становила 3,9%. Водночас в сегменті великих компаній цей показник був нижчим і становив 3,1%, що пов'язано з великою кількістю реструктуризацій і повільнішим визнанням банками втрат за великими кредитами.

У сегменті малого та середнього бізнесу частка непрацюючих кредитів на 01.04.2026 р. становила 7,6%, збільшившись з початку року на 1,7 відс. пункту. ЦБ РФ акцентував увагу на тому, що якість обслуговування кредитів суб'єктами МСБ (особливо підприємствами мікробізнесу) продовжує погіршуватись, оскільки платоспроможність цієї категорії позичальників більшою мірою (порівняно з великим бізнесом) залежить від стану економіки.

Станом на 01.07.2026 р. 11,5 трлн руб. або 11,8% від загального обсягу кредитів юридичним особам належало до категорії проблемних, яка окрім визнаних непрацюючих

³⁶ Банк России принял ряд решений по макропруденциальной политике. Банк России. URL: <https://www.cbr.ru/press/pr/?file=639053861302381725FINSTAB.htm>

кредитів включає ризиковані реструктуризації та інші проблемні кредити³⁷. Однак, зазначені показники не враховують проблем тисяч позичальників, які виникли у липні–серпні внаслідок системних ударів Сил оборони України по складах маркетплейсів.

Потенційний ризик для стійкості банківської системи РФ несе у собі значна заборгованість населення за іпотекою: станом на 01.07.2026 р. обсяг іпотечних кредитів становив 24,5 трлн руб., переважну більшість яких надано за державними програмами. Попри те, що за офіційними даними частка проблемної заборгованості за іпотекою становить лише 2,0%, погіршення економічної ситуації може призвести до різкого зниження якості обслуговування таких кредитів з відповідним впливом на капітал банків.

Опосередкованим свідченням того, що офіційні дані ЦБ РФ щодо частки непрацюючих кредитів є заниженими, особливо стосовно великих позичальників, може слугувати той факт, що «Промсвязьбанк» (опорний банк ВПК) лише у 2026 році було докапіталізовано за рахунок федерального бюджету чотири рази³⁸.

Іншим прикладом, який свідчить про вищезазначену проблему, є різке скорочення прибутку ВТБ у II кварталі 2026 року, одним з важливих чинників якого були витрати на формування резервів під знецінені активи (66,5 млрд руб. порівняно з 52 млрд руб. у другому кварталі 2025 року)³⁹. За повідомленням ЗМІ, внаслідок погіршення фінансових результатів та падіння курсу акцій на біржі ВТБ був змушений вдатися до масштабного скорочення персоналу⁴⁰. Зазначені проблеми з високою ймовірністю поглибляться внаслідок втрат, яких зазнає стратегічний партнер ВТБ – група «Wildberries-Russ».

Ще один сигнал про погіршення якості кредитного портфеля банків пролунав з боку голови правління «Сбербанку» Г.Грефа, який 01.07.2026 р. під час Фінансового конгресу ЦБ РФ зауважив: «У мене кредитний комітет перетворився на комітет з проблемних активів. Я значно більше займають реструктуризацією, ніж наданням нових кредитів»⁴¹. Згодом заступник голови правління «Сбербанку» Т.Скворцов констатував погіршення фінансового стану маркетплейсів і повідомив, що банк розглядає можливість збільшення резервів за кредитами таким позичальникам⁴².

Отже, попри прийнятну якість кредитного портфеля банків з точки зору доступних на цей момент офіційних індикаторів, можна дійти висновку, що послаблення пруденційного нагляду, пов'язане зі специфікою кредитування підприємств ВПК, а також об'єктивне погіршення фінансового стану багатьох позичальників внаслідок війни⁴³ створюють передумови для накопичення в банківського секторі значного обсягу «токсичної» заборгованості та розгортання в майбутньому банківської кризи. У цьому контексті ситуація значною мірою залежатиме від можливостей РФ компенсувати втрати капіталу банків за рахунок бюджетних коштів.

³⁷ О развитии банковского сектора Российской Федерации в июле 2026 : Информационно-аналитический материал. Банк России. URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/62296/razv_bs_26_07.pdf

³⁸ Власти докапитализировали банк ПСБ в четвертый раз за 2026 год. Frank Media. URL: https://frankmedia.ru/292478?utm_referrer=https%3a%2f%2fwww.google.com%2f

³⁹ Финансовые результаты по МСФО. ВТБ. URL: <https://www.vtb.ru/ir/statements/results/>

⁴⁰ ВТБ начинает массовые увольнения после падения прибыли и неплатежей по кредитам. The Moscow Times. URL: <https://ru.themoscowtimes.com/2026/07/29/vtb-nachinaet-massovie-uvolneniya-posle-padeniya-pribili-i-neplatezhei-po-kreditam-a202107>

⁴¹ Сбер может повысить прогноз по марже на 2026 год. Интерфакс. URL: <https://www.interfax.ru/business/1099535>

⁴² Сбер отметил рост кредитного риска маркетплейсов. Интерфакс. URL: <https://www.interfax.ru/business/1106293>

⁴³ Информационное письмо Банка России от 07.08.2026 № ИН-03-55/27 о реструктуризации кредитов (займов) субъектов малого и среднего предпринимательства. URL: <https://www.cbr.ru/Crosscut/LawActs/File/12227>

Депозитна база банків

Загальний обсяг депозитів в банках РФ протягом 2022 – I півріччя 2026 року збільшився на 81% – з 70,6 до 127,6 трлн руб. (див. табл. 11). Зростання відбулося виключно за рахунок рублевих депозитів, обсяг яких за чотири з половиною роки збільшився на 117% до 115,1 трлн руб., тоді як вкладення в іноземній валюті зазнали скорочення, що є закономірним наслідком запровадження санкцій.

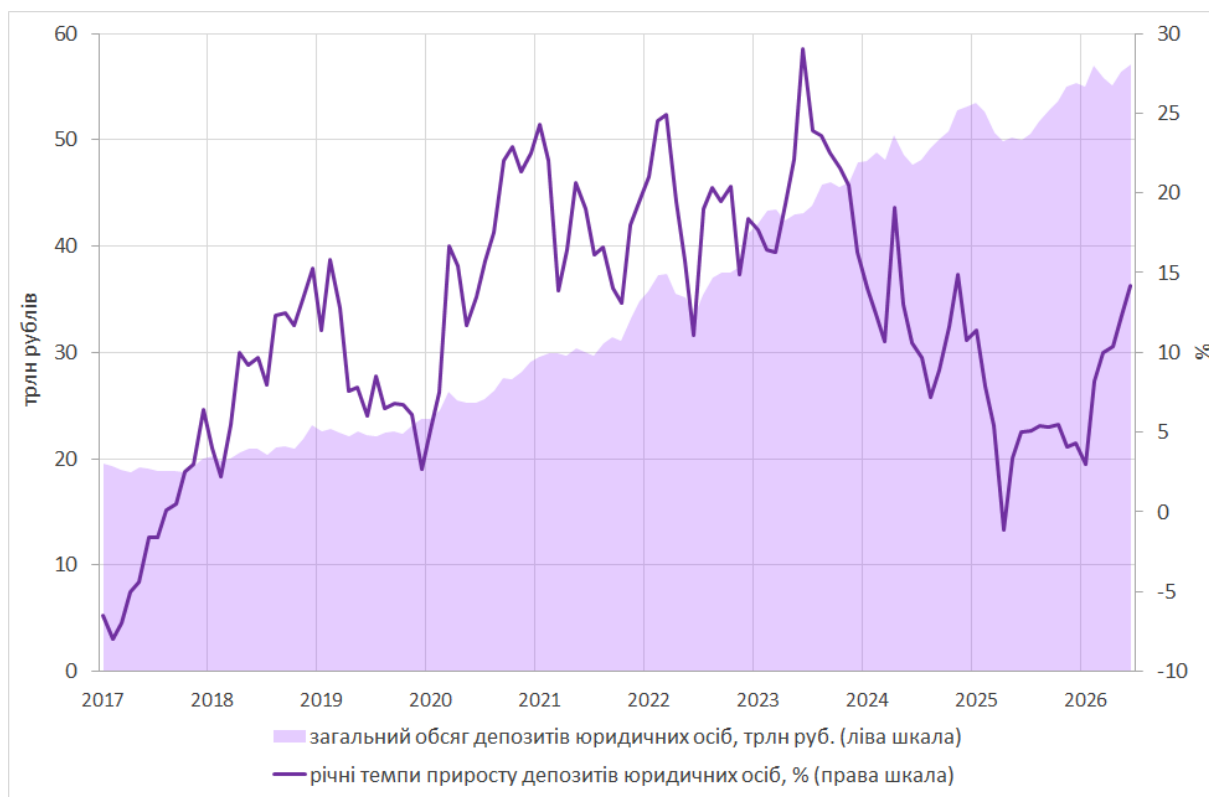
Таблиця 11. Обсяг депозитів у банках РФ, на кінець періоду, млрд рублів

	2021	2022	2023	2024	2025	I п. 2026
Депозити (всього)	70 555	79 275	95 345	113 860	124 955	127 645
Депозити юридичних осіб	34 789	41 176	47 907	53 094	55 375	57 145
Депозити фізичних осіб	35 767	38 099	47 438	60 767	69 580	70 500

Джерело: складено за даними ЦБ РФ.

Депозити юридичних осіб за підсумками 2022 – I півріччя 2026 року збільшились на 64% з 34,8 до 57,1 трлн руб. Значна волатильність темпів приросту корпоративних депозитів (див. граф. 16) свідчить про те, що їхня динаміка визначалась радше господарською діяльністю та взаємодією з бюджетом (отримання фінансування та сплата податків), ніж характером монетарної політики ЦБ РФ.

Графік 16. Динаміка депозитів юридичних осіб протягом 2017 – I півріччя 2026 р.



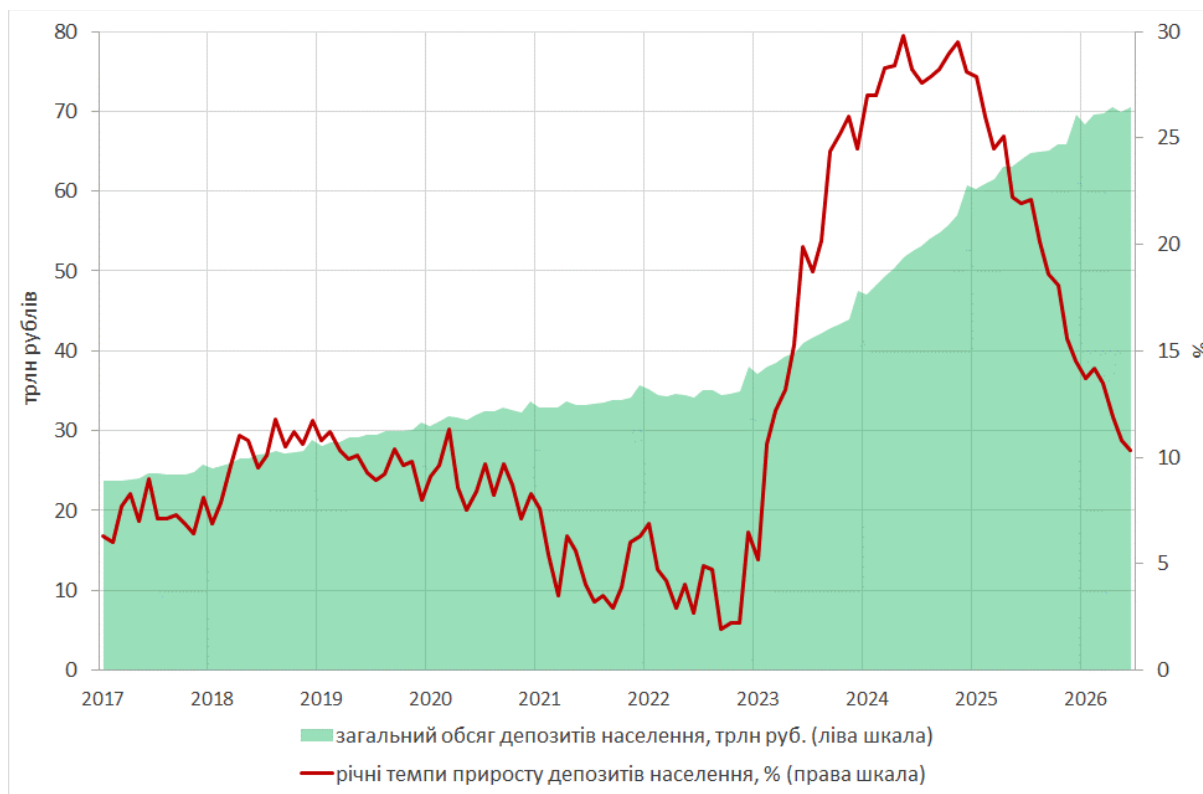
Джерело: побудовано за даними ЦБ РФ.

Натомість депозити фізичних осіб продемонстрували високу чутливість до змін ключової ставки ЦБ та обумовленої ними динаміки ставок за депозитами. Протягом 2022 – I півріччя 2026 року депозити населення збільшились на 97% – з 35,8 до 70,5 трлн руб. Тобто, приріст

вкладень фізичних осіб значно перевищив приріст депозитів юридичних осіб як у відносному, так і в абсолютному вимірах.

На графіку 17 видно, що сплеск річних темпів приросту депозитів населення, пік якого припав на 2024 рік, практично збігся у часі з циклом посилення жорсткості монетарної політики ЦБ. Вагомим ресурсом для збільшення депозитів населення стали значні грошові винагороди особам, які беруть участь у війні проти України, або відповідні виплати їхнім спадкоємцям.

Графік 17. Динаміка депозитів населення протягом 2017 – I півріччя 2026 р.



Джерело: побудовано за даними ЦБ РФ.

Нарощення депозитної бази дозволило банкам упродовж чотирьох років підтримувати достатній рівень ліквідності для активного кредитування воєнної економіки та фінансування дефіциту федерального бюджету шляхом вкладення коштів у державні облигації.

Однак, у 2025–2026 роках відбулося стрімке уповільнення темпів приросту депозитів населення, обумовлене зниженням ключової ставки ЦБ РФ, погіршенням макроекономічної кон'юнктури, а також поширенням у соціальних мережах чуток щодо можливості «заморожування» депозитів державою⁴⁴. В абсолютному вимірі депозити населення за перше півріччя 2026 року збільшились на 920 млрд руб., що значно поступається величині приросту за відповідний період 2025 року (3 162 млрд руб.).

На особливу увагу заслуговують депозити індивідуальних підприємців (у складі депозитів населення), обсяг яких за січень-червень 2026 року скоротився на 175 млрд руб. (6%) до 2 734 млрд руб., що є важливим індикатором погіршення умов ведення мікро- та малого бізнесу.

Вищезазначені процеси знайшли відображення в прискоренні темпів зростання обсягу готівки, що негативним чином позначилось на стані ліквідності банків.

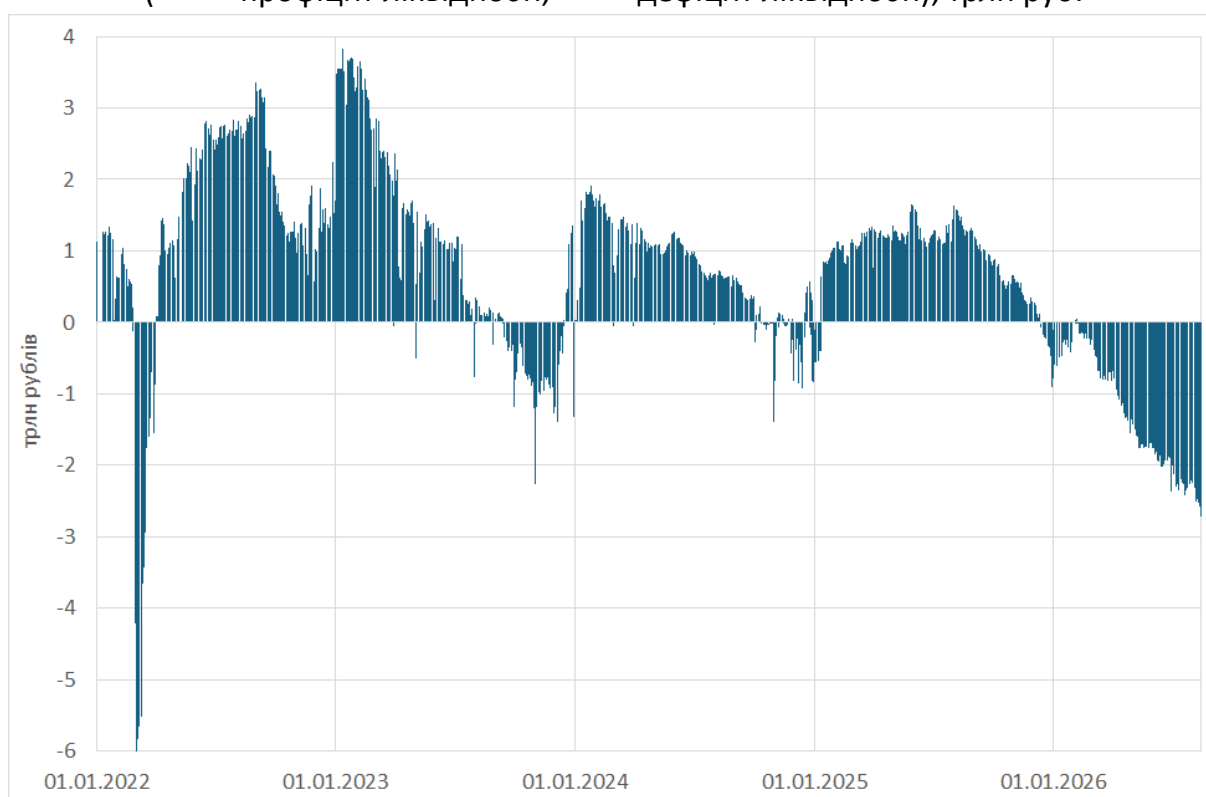
⁴⁴ Заморозка вкладов – одна из самых живучих страховок из соцсетей. [...]. Meduza. URL: <https://meduza.io/cards/zamorozka-vkladov-odna-iz-samyh-zhivuchih-strashilok-iz-sotssetey-novaya-volna-sluhov-u-rossiyan-izymut-nakopleniya-v-obmen-na-bezotzyvnye-sertifikaty-tsb>

Ліквідність банків

Починаючи з лютого 2026 року банківський сектор РФ перейшов у стан прогресуючого дефіциту ліквідності⁴⁵ (див. граф. 18). Станом на 14 серпня дефіцит ліквідності сягнув 2,7 трлн руб.: вимоги ЦБ до банків за операціями з надання ліквідності становили 6,9 трлн руб., зобов'язання перед банками – 4,2 трлн руб., з яких 4,0 трлн – депозити банків, 0,2 трлн – перевищення залишків на коррахунках над обсягом обов'язкових резервів.

Подібної ситуації не траплялось за весь час повномасштабної війни. Після глибокого «провалу» ліквідності у лютому–березні 2022 року, вже у квітні структурна позиція банківського сектору знову стала профіцитною. Протягом наступних років війни періоди, коли банківський сектор перебував у стані дефіциту ліквідності, були нетривалими.

Графік 18. Структурна позиція банківського сектору РФ у 2022 – серпні 2026 р.
(«+» – профіцит ліквідності, «-» – дефіцит ліквідності), трлн руб.



Джерело: побудовано за даними ЦБ РФ.

Найбільший від'ємний вплив на ліквідність банків мала зміна обсягу готівки поза ЦБ РФ, який за січень–серпень 2026 року збільшився на 2,5 трлн руб., значно перевищивши відповідні показники за повні дванадцять місяців 2022, 2023 та 2025 років, тоді як у 2024 році обсяг готівки взагалі скоротився майже на 50 млрд руб. (див. табл. 12).

Представники «Сбербанку» вважають, що попит на готівку формується переважно бізнесом і акцентують увагу на тому, що дефіцит ліквідності в банківському секторі призвів до нетипової ситуації, за якої ставки міжбанківського ринку перевищують ключову ставку ЦБ РФ⁴⁶.

⁴⁵ У цьому контексті під дефіцитом ліквідності розуміється перевищення вимог ЦБ до банків за операціями з надання ліквідності над зобов'язаннями ЦБ за депозитами банків (аналог депозитних сертифікатів) та залишками коштів на коррахунках банків понад обсяг обов'язкових резервів.

⁴⁶ Сбер фиксирует дефицит ликвидности в секторе в условиях спроса бизнеса на наличность. Интерфакс. URL: <https://www.interfax.ru/business/1106288>

На думку багатьох аналітиків, зростання попиту бізнесу на готівку може бути пов'язане з тінізацією господарської діяльності через підвищення податків з початку 2026 року.

Таблиця 12. Фактори формування ліквідності банківського сектору, млрд руб.
(«+» – збільшення, «-» – зменшення залишків коштів на коррахунках банків)

	Зміна обсягу готівки	Зміна залишків коштів на рахунках уряду	Операції ЦБ з надання та абсорбування ліквідності	Інтервенції ЦБ на валютному ринку
2022	-1707,1	2204,8	-200,1	-103,6
2023	-1565,2	372,3	2736,1	-
2024	49,5	78,3	49,6	-
2025	-752,3	749,2	1120,1	-
січ-серп 2026*	-2471,1	514,9	1970,5	-

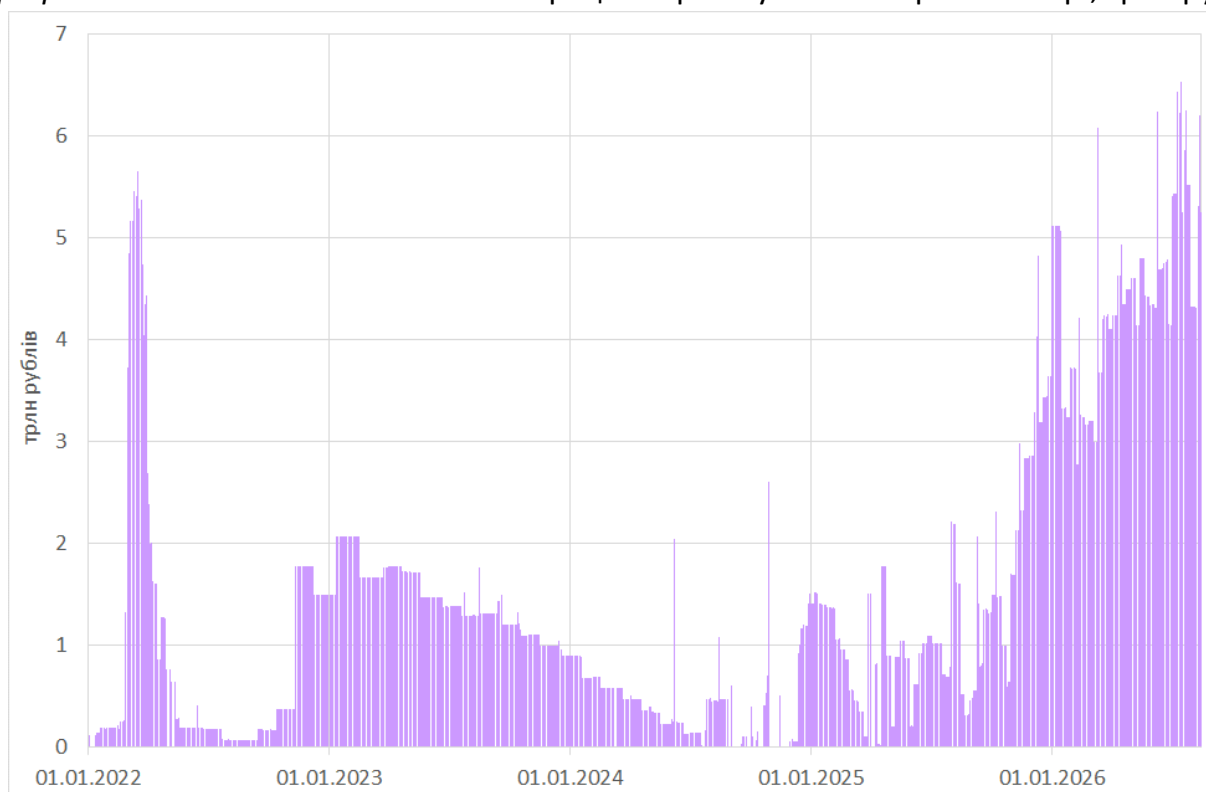
Примітка: * станом на 14.08.2026 р.

Джерело: власні розрахунки на основі даних ЦБ РФ.

Оскільки дефіцит бюджету в РФ, на відміну від України, фінансується за рахунок внутрішніх джерел, рух коштів на рахунках уряду починаючи з 2023 року мав порівняно обмежений вплив на ліквідність банківського сектору. Винятком був 2022 рік, коли витрачання коштів державою компенсувало скорочення ліквідності за всіма іншими каналами (див. табл. 12).

За таких обставин основним джерелом поповнення ліквідності банків стали операції репо ЦБ. На графіку 19 видно, що активність цього каналу значно зросла починаючи з осені 2025 року і в липні 2026-го зобов'язання банків за операціями репо досягнули рівня 5–6 трлн руб., а в окремі періоди навіть перевищували його.

Графік 19. Зобов'язання банків за операціями репо у 2022 – серпні 2026 р., трлн руб.



Джерело: побудовано за даними ЦБ РФ.

З високою ймовірністю можна стверджувати, що ресурси, отримані через операції репо, банки використовують для подальшого вкладення у державні облігації. Тобто, у такий спосіб ЦБ РФ опосередковано фінансує дефіцит федерального бюджету, що з точки зору законів макроекономіки несе у собі ризики прискорення інфляційних процесів.

Проте наприкінці липня 2026 року заступник голови правління «Сбербанку» Т.Скворцов повідомив, що банк не має вільної ліквідності для купівлі державних облігацій, оскільки вона потрібна для кредитування клієнтів⁴⁷. Можна припустити, що зазначена заява відображає загальні настрої в банківському секторі країни-агресора.

Небажання банків вкладати кошти у державні облігації за пропонованими ставками (в межах 15% річних), а також зростання ринкової дохідності облігацій, призвели до того, що Міністерство фінансів РФ 20 липня 2026 року призупинило проведення аукціонів з їх розміщення на невизначений термін⁴⁸.

⁴⁷ Сбербанк заявил об отсутствии у банков денег на финансирование дефицита бюджета Путина. The Moscow Times. URL: <https://ru.themoscowtimes.com/2026/07/31/sberbank-zayavil-obotsutstvii-ubankov-deneg-nafinansirovanie-defitsita-byudzheta-putina-a202399>

⁴⁸ Информационное сообщение о приостановке аукционов по размещению ОФЗ. Минфин России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=40510-informatsionnoe-soobshchenie-o-priostanovke-auksionov-po-razmeshcheniyu-ofz

VIII. Оцінка стійкості російської економіки та її потенціалу фінансувати війну високої інтенсивності

Більшість міжнародних організацій прогнозують уповільнення зростання реального ВВП Росії в 2026 році відносно попередніх років і наближення цих темпів до нульової позначки. ***Російська економіка, вірогідно, входить у стадію стагнації, яка триватиме, щонайменше, до кінця 2026 року.*** Основні фактори невизначеності – це тривалість та інтенсивність війни на Близькому Сході та дієвість українських ударів по вразливих точках економіки РФ.

Тривала глобальна нафтова криза, вочевидь, підтримуватиме експортні та бюджетні доходи Росії та віддалятиме перспективи завершення агресії РФ проти України. Проте *якщо світовий ринок нафти швидко стабілізується, то російська влада змушена буде реагувати на падіння нафтових доходів, гальмування економіки, посилення фіскального тиску і звуження джерел фінансування бюджету.*

Оцінки міжнародних та російських експертів щодо ризиків рецесії в економіці Росії

1) Міжнародний валютний фонд (МВФ)⁴⁹

МВФ не прогнозує повноцінної рецесії, найбільш ймовірним він називає сценарій «м'якої посадки» економіки. Базовий сценарій МВФ передбачає, що російська економіка зростатиме з темпом приблизно 1% на рік. Це означає, що економіка фактично перестане розширюватися, але і не перейде до стійкого стиснення. До цього результату має призвести одночасна дія таких факторів: вичерпання ефектів бюджетного стимулювання економіки; майже повна зайнятість і дефіцит робочої сили; високі процентні ставки на ринку; слабе приватне інвестування; зниження темпів зростання реальних доходів населення. Таким чином, МВФ очікує стагнацію, але не кризове падіння економіки.

2) BOFIT (Банк Фінляндії)⁵⁰

Аналітики центрального банку Фінляндії займають більш песимістичну позицію. Вони вважають, що економіка Росії вже досягла межі виробничих можливостей. Основні висновки такі: військовий стимул майже перестав забезпечувати приріст ВВП; приватне споживання слабшає; інвестиції практично не зростають; високі ставки стримують кредитування; надалі зростання триматиметься лише завдяки високим цінам на сировину, але цей ефект слабшатиме у 2027–2028 роках. Таким чином, економіка Росії ще не перебуває у рецесії, але швидко наближається до неї.

3) Кільський інститут світової економіки⁵¹

Даний інститут найбільш песимістично оцінює економічні перспективи Росії серед провідних аналітичних центрів. У доповіді «Endgame: The State of the Russian Economy» (червень 2026 року) фахівці Інституту зазначають, що контури справжнього економічного ендшпілю Росії вже починають проявлятися. Водночас вони наголошують, що модель воєнної економіки поступово втрачає здатність підтримувати зростання через структурні обмеження, але це не означає її швидкого колапсу.

⁴⁹ Global Economy in Crosscurrents of War and Technology. World Economic Outlook Update (July 2026). IMF. URL: <https://www.imf.org/-/media/files/publications/weo/2026/update/july/english/text.pdf>

⁵⁰ BOFIT Forecast for Russia 2026–2028. BOFIT. URL: <https://www.bofit.fi/en/forecasting/latest-forecast-for-russia/>

⁵¹ Endgame The State of the Russian Economy. Kiel Report, 9. Kiel Institute. URL: <https://www.kielinstitut.de/publications/endgame-the-state-of-the-russian-economy-19855/>

Фахівці звертають увагу на те, що держава майже повністю вичерпала ліквідні резерви; різко скоротилися нафтові доходи; державні витрати не забезпечують попереднього мультиплікативного ефекту; інвестиційна активність приватного сектору слабшає; спостерігається погіршення платіжної дисципліни підприємств; дефіцит робочої сили поглиблюється. Таким чином, Росія переходить до тривалого періоду економічного виснаження.

4) New Eurasian Strategies Centre (NEST)⁵²

Експерти NEST Centre говорять про те, що російська економіка вже вичерпала джерела зростання і характеризують 2026 рік як початок затяжної стагнації. На їхню думку інфляцію вдалося частково стримати, але економічне зростання зведено нанівець; цивільні галузі не демонструють ознак відновлення; федеральний бюджет все більше поглинається військовими видатками. Експерти вказують на те, що економіка Росії в цілому стагнує, цивільні виробництва падають і відновлення цивільних секторів, не пов'язаних з ВПК, не очікується.

5) British International Studies Institute⁵³

Експерти Британського інституту міжнародних досліджень (BISI) не прогнозують швидкого економічного обвалу в Росії. Вони зазначають, що РФ навряд чи зіткнеться з економічним колапсом, але прогнозують структурний дефіцит бюджетних доходів унаслідок падіння нафтових доходів. На їхню думку, саме бюджет, а не банківська система, стане головним джерелом проблем в російській економіці, що може запустити в економіці ланцюгову реакцію кризових подій при накладенні впливу негативних факторів.

6) Російські економісти в еміграції

Наталія Зубаревич акцентує увагу на тому, що російська економіка дедалі більше концентрується навколо ВПК; цивільний сектор вже не зростає, а регіональні бюджети стають дедалі залежнішими від федеральних трансфертів. Проте в поточному році Росія входить не у класичну кризу, а в затяжну стагнацію.

Сергій Алекашенко оцінює ситуацію більш песимістично. На його думку, високі відсоткові ставки, дефіцит кадрів в економіці, структурні перекоси, скорочення капіталовкладень і падіння продуктивності праці роблять рецесію у 2026–2027 роках цілком можливою, особливо в умовах зниження світових цін на нафту.

Узагальнюючи вищевикладене, маємо констатувати, що **жодна з провідних міжнародних організацій чи експертів наразі не розглядають глибоку рецесію як базовий сценарій розвитку російської економіки**. Натомість дедалі більше фахівців підтримують тезу про те, що **російська економіка переходить до фази тривалої стагнації з вкрай низькими темпами зростання; такий стан може перерости в економічну рецесію, але при реалізації впливу додаткових шоків факторів**.

Водночас погляди й оцінки найближчих перспектив російської економіки не є однорідними. Так, МВФ і Центральний банк Фінляндії очікують зростання економіки агресора з темпом близько 1% на рік. Однак фахівці Кільського інституту та ряд незалежних російських економістів вважають, що ймовірність переходу до рецесії вже у 2026–2027 роках є високою.

З огляду на зазначені оцінки, на нашу думку, **найбільш ймовірним сценарієм у 2026–2027 роках видається затяжна стагнація російської економіки; при цьому крихкість**

⁵² Slow decline: Russia's economy is worsening, but neither collapse nor recovery is likely. NEST Centre. URL: <https://nestcentre.org/slow-decline/>

⁵³ Revised Economic Forecasts for Russia. Bloomsbury Intelligence and Security Institute. URL: <https://bisi.org.uk/reports/revised-economic-forecasts-for-russia>

економічної конструкції та її вразливість до впливу зовнішніх шоків (падіння цін на нафту, посилення санкцій, військових ударів України) можуть перетворити стагнацію в рецесію вже наприкінці 2026-го чи початку 2027 року.

В цілому, наявні тенденції не свідчать про високу вірогідність економічної чи бюджетної кризи в Росії у короткостроковій перспективі, але вказують на поступове зниження фінансового запасу міцності. **Поточна модель фінансування війни все ще залишається працездатною, однак її стійкість дедалі більше залежить від позитивної динаміки нафтових цін, наявності внутрішніх джерел фінансування дефіциту, можливостей обходу санкцій та постійності й дієвості «далекобійних санкцій» ЗСУ.**

Очевидно, що при падінні світових цін на нафту і посиленні міжнародних санкцій відбуватиметься неминуче скорочення бюджетних надходжень агресора, високий рівень ключової процентної ставки і посилення нервозності ринків звужуватимуть внутрішній канал фінансування дефіциту, скорочення ліквідної частини **Фонду національного добробуту** обмежуватиме можливості уряду компенсувати майбутні бюджетні шоки і змушуватиме уряд вдаватися до подальшого підвищення податкового навантаження.

Але жоден з економічних факторів наразі не є достатнім для дестабілізації економіки держави-агресора. Більшість експертів доходять висновку, що Росія буде в змозі оплачувати воєнні рахунки, принаймні в короткостроковій перспективі. Зокрема, на думку В. Іноземцева, навіть при звуженні традиційних джерел фінансування війни Путін тиснутиме на центральний банк для отримання емісійних коштів, податки будуть підвищуватися, влада зможе також продавати державне майно та націоналізувати бізнес-корпорації; такий підхід дасть достатньо грошей для ведення війни протягом 2026 року, і, найімовірніше, протягом 2027 року.

Таким чином, **найбільш уразливим елементом економіки РФ є не здатність фінансувати війну сьогодні, а зростаюча вартість ведення війни та ізоляції від Заходу для довгострокового економічного розвитку країни, що об'єктивно звужуватиме ресурсну базу для військових апетитів Кремля і підриватиме соціальну стійкість Росії.**

Експерти Центру Bruegel у цьому зв'язку правильно вказують на те, що структурні та інституційні слабкості Росії, такі як несприятливі демографічні тенденції, постійна залежність від видобутку та експорту вуглеводнів, а також поганий бізнес-клімат і слабка інвестиційна діяльність, посилюються втратами від війни та санкцій, затьмарюючи довгострокові перспективи розвитку.⁵⁴

На відміну від поширених на початку війни прогнозів, російська економіка не перебуває на межі системного колапсу, водночас не підтверджується і теза про її необмежену стійкість. Російська економіка все більше демонструє ознаки слабкості і в такому стані вона не зможе нести значні військові витрати безкінечно довго.

На сьогодні найбільш вірогідним виглядає **сценарій тривалого виснаження російської економіки, за якого держава ще зможе певний час підтримувати високі військові видатки, але ціною такого спрямування ресурсів буде економічний спад чи стагнація, погіршення структури економіки, накопичення внутрішніх дисбалансів і зниження соціальної толерантності до тривалої війни.**

Варто враховувати, що у даний час російська економіка має **ряд сильних сторін**, які дозволяють їй все ще підтримувати значні витрати на ведення війни.

⁵⁴ How resilient is Russia's economy after four years of war? Bruegel. URL: <https://www.bruegel.org/working-paper/how-resilient-russias-economy-after-four-years-war>

По-перше, це *експорт енергоносіїв*. Попри санкції, Росія залишається одним із найбільших світових експортерів нафти, газу, нафтопродуктів, вугілля. Саме експорт сировини продовжує генерувати основну частину валютних надходжень агресора. Хоча ціни на російську нафту на тривалому часовому проміжку загалом не є високими, фізичні обсяги експорту залишаються достатніми для фінансування жорстоких авантур кремля.

По-друге, це *адаптація економіки до режиму санкцій*. За чотири роки війни сформувалися альтернативні логістичні маршрути через Китай, Казахстан, Киргизію, Туреччину, ОАЕ, Південний Кавказ, які значно зменшили ефективність торговельних санкцій.

По-третє, це *контроль над кредитною системою*. Російська влада має можливість примусово спрямовувати кредитні ресурси на потреби ВПК через державні і контрольовані банки та змінювати валютне регулювання, що підвищує стійкість воєнної економіки.

Попри наявний запас міцності, російська економіка поступово стикається з дедалі серйознішими структурними обмеженнями. Основними факторами, які **обмежують довгострокову стійкість російської економіки** є такі:

1. Демографічна криза. Найбільш фундаментальною проблемою є скорочення робочої сили і мобілізаційного ресурсу під впливом бойових витрат, переспрямування людей до ВПК і окупаційної армії, еміграції кваліфікованих працівників, зменшення притоку іммігрантів, низької народжуваності. Навіть за умови уповільнення економічного зростання ринок праці фактично перебуває у стані повної зайнятості, а дефіцит працівників дедалі більше обмежує виробничі можливості економіки.

2. Зниження ефективності державних стимулів. У 2023–2024 роках збільшення бюджетних витрат забезпечувало значний приріст ВВП, але в 2026 році гігантські державні видатки все менше впливають на рівень економічної активності. Причинами такої ситуації є брак вільних виробничих потужностей, дефіцит робочої сили, технологічні обмеження.

3. Високі процентні ставки і нестабільність фінансового ринку. Наслідками жорсткої монетарної політики Банку Росії є подорожчання кредитів, скорочення приватних інвестицій, погіршення фінансового стану підприємств, стиснення цивільного будівництва. Таким чином звужується ринкове поле для діяльності приватного сектору.

При комплексному аналізі уразливих місць російської економіки варто відзначити і такі впливові чинники та їх наслідки:

- **Технологічні санкції** – зниження продуктивності праці;
- Розростання ВПК і **витіснення цивільного сектору** – зниження довгострокового потенціалу зростання економіки;
- **Економічна залежність від Китаю** – посилення сировинної спеціалізації економіки, здорожчання і обмеження номенклатури імпорту;
- **Скорочення державних фінансових резервів** – труднощі з фінансуванням військових видатків і бюджетного дефіциту.

В цілому, **дефіцит робочої сили для економіки та людського ресурсу для армії, деградація цивільних секторів економіки і скорочення приватних інвестицій, труднощі з фінансуванням військових видатків розширюють зони вразливості економіки Росії** та поступово скорочують її можливості підтримувати війну високої інтенсивності.

Чи здатна Росія підтримувати нинішню інтенсивність війни з Україною? За нашими оцінками, якщо жорсткість санкційного режиму суттєво не зміниться, світові ціни на нафту коливатимуться у межах 60–80 дол./бар., Китай проводитиме сталу політику відносно РФ, а

військові видатки бюджету залишатимуться на рівні 2025-2026 років, **Росія буде економічно спроможною підтримувати нинішній темп війни, щонайменше, протягом двох років.**

При цьому *стан державних фінансів РФ поступово погіршуватиметься, інфляція залишатиметься високою, цивільний сектор деградуватиме, а ВВП зростатиме з темпом менше 1% або перейде до «від'ємного зростання».*

Істотно скоротити можливості фінансування війни могли б сильний вплив одного з названих факторів або їх сукупна дія:

- 1) *стале і суттєве зниження світових цін на нафту;*
- 2) *значне посилення контролю за дотриманням санкцій, обмеження можливостей їх обходу через треті країни;*
- 3) *виснаження ринку праці при активізації примусової мобілізації.*

Однак, не тільки економічні, а й **соціальні аспекти** мають вагомe значення при аналізі соціально-економічної стійкості Росії в умовах тривалої війни. Готовність широких верств населення толерувати втрату базових свобод і зниження життєвого рівня під тиском військових видатків не є безмежною.

При звуженні фінансових можливостей фінансувати довгу війну російська держава буде неспроможна на ринкових засадах залучати матеріальні, фінансові та людські ресурси, необхідні для ведення війни. Це змушуватиме державний апарат РФ вдаватися до заходів примусу – вилучати ресурси. Вже зараз цей апарат вилучає все більше фінансових ресурсів, підвищуючи податки, вимагаючи «внесків» від олігархів і націоналізуючи приватні активи. Він же вилучає і людські ресурси на війну, посилюючи приховані форми примусу. Але не всі росіяни без нарікань погодяться на швидке позбавлення особистих прав і стрімке погіршення якості власного життя.

Для підтримання тривалої війни російській владі доведеться посилювати командно-адміністративні заходи з примусової мобілізації людських і матеріальних ресурсів на військові цілі. Це вимагатиме обмеження останніх пострадянських ринкових свобод, свободи праці та свободи пересування. Очевидно, що ***такі заходи, будучи дуже непопулярними, підірватимуть соціальну стійкість суспільства.***

Фіскальні аспекти війни тісно переплітаються з соціальними. Вірогідно, російський уряд буде намагатися збільшити доходи бюджету, не пов'язані з нафтогазовим сектором, за рахунок підвищення ставок прямих і непрямих податків та скасування податкових пільг. Видатки бюджету, не пов'язані із забезпеченням війни, будуть і надалі скорочуватися. Однак політика фіскального коригування має свої очевидні межі. ***Навіть у вкрай репресивному політичному середовищі Росії соціальна толерантність не є безкінечною в питаннях підвищення податків і скорочення соціальних видатків.***

Незважаючи на значні нафтогазові доходи в результаті війни в Ірані, економіка Росії перебуває в стагнації, бюджетний дефіцит продовжує зростати, а удари України вже спровокували паливну та зернову кризу. Посилення ресурсних і технологічних спроможностей ЗСУ при ураженні території ворога одночасно запустили в дію негативні процеси у сферах переробки і транспортування нафти, експорту нафтопродуктів та аграрної продукції, логістичних ланцюгів для імпорту і роботи малого бізнесу. Всі ці процеси та ***посилення макроекономічної напруги сигналізують про високу вірогідність появи нових і загострення наявних соціально-економічних проблем у майбутньому.***

Фахівці Стокгольмського інституту перехідних економік справедливо зазначають: хоча російська економіка може роками борсатися в океані турбулентності, **ризики більш руйнівної**

кризи, яка б поклала край цьому сценарію, зростають з кожним місяцем, поки війна триває, територія Росії зазнає військових ударів і санкції залишаються в силі⁵⁵. Всупереч кремлівським наративам, час не працює на боці Росії. Для західних союзників України продовження санкцій, військова підтримка України та єдиний економічний фронт є важливими ланками стримування російської військової машини.

Росія здатна підтримувати високу інтенсивність війни у найближчий рік-два, однак вартість ведення війни для неї збільшуватиметься. А це підриватиме ресурсну базу для ведення війни і порушуватиме суспільний консенсус. Саме тому **ризики для соціально-економічної стійкості РФ в середньостроковій перспективі зростають**. При цьому найбільш вірогідним є не сценарій швидкого колапсу економіки агресора, а сценарій поступового виснаження ресурсної бази та порушення стійкості її соціальної конструкції.

Макроекономічний та соціальний простір Росії для продовження агресивної війни з Україною поступово звужується. Наскільки швидко він зникне залежить, перш за все, від:

- рівня майбутніх експортних цін на нафту,
- ефективності та сфери охоплення міжнародних санкцій,
- дієвості та перманентності ударів ЗСУ по ключових вузлах економіки агресора,
- перебігу соціальних процесів у Росії.

У контексті **посилення санкційного тиску на агресора** експерти Київської школи економіки (KSE) правильно акцентують увагу на необхідності підготовки і запровадження нових заходів у енергетиці, фінансовому секторі та контролі за експортом⁵⁶. Серед цих заходів:

- повне припинення імпорту російського викопного палива, посилення тиску на покупців російських нафти й газу;
- заборона морських послуг для перевезення російської нафти, санкції проти тіньового флоту та його екосистеми;
- розширення обмежень проти російського фінансового сектору;
- підвищення контролю за альтернативними платіжними системами;
- посилення технологічних санкцій;
- жорсткіші заходи проти посередників з третіх країн, які допомагають обходити санкції.

Фахівці Кільського інституту світової економіки пропонують запровадити спеціальний **тариф на підтримку України** ("Ukraine Support Tariff"). Тариф має покладатися на Росію при експорті скрапленого газу, хімічної продукції, добрив та інших товарів, які все ще потрапляють на європейські ринки. Такий тариф може одночасно зменшити експортні доходи РФ для фінансування війни та створити цільове джерело фінансування оборони та реконструкції України⁵⁷. Конструкція тарифу повинна створювати економічні стимули для Росії до серйозних переговорів щодо мирного врегулювання. Потоки надходжень від тарифу мають спрямовуватися до Фонду відбудови України, зменшуючи вразливість бюджетної підтримки України до політичних процесів у країнах-партнерах.

⁵⁵ Financing the Russian War Economy. Report by the Stockholm Institute of Transition Economics (SITE) at the Stockholm School of Economics. April, 2025. URL: <https://www.consilium.europa.eu/media/d4zd40wd/financing-the-russian-war-economy-stockholm-institute-of-transition-economics.pdf>

⁵⁶ Sanctions and the Russian Economy: 2026 Mid-Year Assessment. August, 2026. KSE. URL: <https://kse.ua/about-the-school/news/sanctions-and-the-russian-economy-2026-mid-year-assessment-by-kse-institute/>

⁵⁷ Endgame The State of the Russian Economy. Kiel Report, 9. Kiel Institute. URL: <https://www.kielinstitut.de/publications/endgame-the-state-of-the-russian-economy-19855/>

Висновки і пропозиції

Проведений аналіз засвідчує, що економіка РФ після періоду перегріву перейшла до стадії **стагнації з можливістю входу в рецесію**. Воєнна модель забезпечує мобілізацію ресурсів, але не створює передумов для стійкого економічного зростання. Попри високу адаптивність до санкцій та значний рівень державного контролю над економікою, накопичуються дисбаланси у сфері державних фінансів, ринку праці, інвестицій та продуктивності. У роботі виявлено **поступове виснаження ресурсної бази**, на якій тримається здатність Росії підтримувати війну. Воєнна економіка продовжує функціонувати, але ціною дедалі більших структурних дисбалансів та зниження ефективності використання ресурсів.

Головне обмеження російської економіки – **нестача виробничих ресурсів**: праці, технологій і вільних виробничих потужностей. Такі обмеження накладаються на радикальне **скорочення інвестицій в основний капітал**: після зростання на 7,4% у 2024 році вони зменшилися на 2,3% у 2025 році і впали на 14,3% (у річному вимірі) в I кварталі 2026 року.

Найбільш вагомим структурним гальмом економіки є **дефіцит робочої сили**. При цьому за людський ресурс одночасно конкурують ВПК, цивільні виробництва та армія. Мобілізація, воєнні втрати, еміграція, демографічне скорочення та зменшення припливу трудових мігрантів посилюють структурний дефіцит працівників. Наслідком цього є стійке підвищення заробітних плат і витрат підприємств, що особливо болісно позначається на цивільних галузях.

Російська економіка дедалі виразніше набуває ознак **розділеної економіки** з двома автономними секторами – **ВПК і цивільним сектором**. ВПК є головним осередком економічної активності, тоді як значна частина цивільної економіки скорочується. Переробна промисловість зростає, але значна частина цього приросту пов'язана з державним оборонним замовленням. Натомість металургія, будівництво, видобувні галузі та інші цивільні сектори дедалі сильніше потерпають від дефіциту працівників, санкцій, високих процентних ставок і слабого приватного попиту. У тривалій перспективі така структура знижує потенційне економічне зростання та підвищує залежність стану економіки від обсягів державної підтримки.

Нафтогазовий сектор залишається головним джерелом фінансової стійкості Росії, але його вразливість зростає. Попри санкції, завдяки переорієнтації експорту на Китай, Індію та інші азійські ринки вдалося зберегти значну частину фізичних обсягів експорту нафти і нафтопродуктів. Водночас знижки на російську нафту, збільшення логістичних витрат та санкційні обмеження зменшують бюджетну ефективність експорту. Стійкість російських державних фінансів у середньостроковій перспективі значною мірою визначатиметься рівнем світових цін на нафту, розміром санкційних знижок і логістичних витрат.

Українські удари по енергетичній та логістичній інфраструктурі створюють додатковий канал економічного виснаження та соціальної напруги в РФ. Систематичне ураження НПЗ, портової, залізничної та іншої інфраструктури впливає не лише на фізичні можливості експорту. Зокрема, це сприяє зміщенню експорту від нафтопродуктів до сировини нафти, знижуючи вартісні обсяги експортної виручки та скорочуючи нафтогазові доходи бюджету. Блокування морського експорту зерна веде до накопичення збитків і збільшення кількості банкрутств у сільському господарстві.

Зафіксоване у 2026 році різке збільшення кількості успішних ударів по НПЗ і логістичних вузлах засвідчує, що військовий вплив дедалі більше трансформується у **системний вплив на тилову економіку** агресора. Проявляються накопичувальні ефекти далекобійних санкцій –

збільшення логістичних витрат, перебої у виробничих ланцюгах, необхідність державних компенсацій, зростання дефіциту пального, труднощі з проведенням сільськогосподарських робіт, погіршення умов для ведення бізнесу і банкрутства малих підприємств.

Проведений аналіз **монетарного сектору економіки** Росії дає підстави стверджувати, що політика ЦБ РФ відіграла ключову роль в адаптації економіки країни-агресора до воєнних реалій та її пристосування до режиму війни на виснаження:

- на початку повномасштабної війни антикризові заходи ЦБ допомогли запобігти паніці, зміцнити обмінний курс рубля та забезпечити зниження інфляції;
- швидке зниження ключової ставки у квітні–вересні 2022 року забезпечило пожвавлення кредитної активності, стимулювало попит та сприяло виходу російської економіки на траєкторію зростання;
- жорсткі монетарні умови в 2024–2025 роках сприяли перерозподілу ресурсів на користь «воєнного» сектору економіки за рахунок пригнічення «цивільної» складової;
- активне надання ліквідності банкам через операції репо забезпечило функціонування механізму опосередкованого фінансування центральним банком дефіциту бюджету;
- завбачлива політика управління міжнародними резервами (в частині накопичення значного запасу золота до війни) де-факто допомогла частково компенсувати втрату доступу до «заморожених» валютних активів (за рахунок стрімкого підвищення світових цін на золото) та забезпечити підтримання загального обсягу доступних резервів на достатньому рівні.

Попри численні повідомлення в медіа про передкризовий стан банківської системи країни-агресора, аналіз статистичних даних ЦБ наразі не дає підстав робити висновок щодо безальтернативності такого розвитку подій.

Водночас можна окреслити кілька **проблемних тенденцій у банківському секторі**, посилення яких може спричинити серйозні наслідки для фінансової стабільності в РФ. Зокрема, йдеться про потенційно вищу, порівняно з офіційною, частку проблемних кредитів, передусім, в сегменті великих корпоративних позичальників та іпотеки. Подальше зниження платоспроможності позичальників (чому сприяють як удари Сил оборони України, так і жорстка монетарна політика ЦБ) може призвести до істотних втрат капіталу банків та необхідності їх докапіталізації за рахунок бюджетних коштів, відтак провокуватиме ще більше розширення дефіциту бюджету.

Істотний ризик для стабільності банківського сектору лежить і в площині збільшення дефіциту ліквідності через високий попит на готівку. Для поглиблення зазначеної проблеми Силам оборони України, окрім безпосередніх ударів по нафтопереробці та логістиці ворога, ***доцільно за допомогою всіх доступних методів сприяти поширенню серед населення РФ панічних настроїв щодо можливості «заморозки» депозитів.***

Проведений аналіз **фіскального сектору** показує, що ***від початку повномасштабної війни він зазнав структурної трансформації у бік мобілізаційної моделі державних фінансів***. Пріоритетом бюджетної політики стало забезпечення військових потреб, що супроводжується концентрацією ресурсів у федеральному бюджеті, зростанням податкового навантаження, активізацією внутрішніх державних запозичень та посиленням державного контролю над економікою. Таким чином, бюджетна система РФ дедалі більше пристосовується до тривалого ведення війни, а її ***фінансова стійкість підтримується, передусім, не економічним зростанням як таким, а мобілізацією вже наявних ресурсів економіки.***

Важливою особливістю цієї трансформації є **зміна джерел формування бюджетних доходів**. На тлі скорочення ролі нафтогазових доходів держава дедалі більше зсуває фіскальне навантаження безпосередньо на внутрішню економіку та платників податків. Частка прямих і внутрішніх непрямих податків у структурі доходів федерального бюджету суттєво зросла, тоді як частка податків, пов'язаних із видобуванням корисних копалин, зменшилася. У 2025 році сумарна частка прямих та внутрішніх непрямих податків досягла 46% проти 30% у 2021 році. Це свідчить про поступовий перехід від моделі фінансування держави переважно за рахунок сировинної ренти до моделі фіскальної мобілізації внутрішніх доходів населення та бізнесу.

Водночас **поточна здатність РФ фінансувати війну не означає утримання довгострокової фіскальної стійкості**. Росія зберігає можливість фінансувати нинішній рівень військових витрат завдяки поєднанню чотирьох основних механізмів: концентрації бюджетних ресурсів на обороні, підвищення податкових надходжень, внутрішніх запозичень та використання залишків Фонду національного добробуту. При цьому державний борг РФ залишається відносно невисоким, що поки дозволяє уряду продовжувати залучення внутрішнього боргового фінансування. Однак **працездатність цієї моделі дедалі більше залежить від здатності держави перерозподіляти ресурси від цивільного сектору економіки до військового**.

Ми вже є свідками поступового вичерпання **фінансових буферів**, які Росія накопичила до війни. Фонд національного добробуту у даний час не може розглядатися як достатнє самостійне джерело фінансування військових витрат: значна частина його ресурсів була використана для покриття бюджетного дефіциту у 2023–2025 роках, а ліквідна частина фонду істотно скоротилася. Відповідно, **російська фіскальна система переходить від використання накопичених резервів до дедалі більшого використання поточних доходів та боргового фінансування**.

Вразливим елементом цієї системи є не розмір державного боргу, а **зростання вартості фінансування та нарощування бюджетного дефіциту**. Уряд РФ дедалі активніше покриває дефіцит за рахунок розміщення державних облігацій. Водночас у 2026 році вже спостерігаються ознаки послаблення попиту на державні облігації, а російські банки як основні покупці таких облігацій найближчим часом, вірогідно, зіткнуться з кризою ліквідності. Це створює потенційно небезпечну залежність: **чим довше триває війна, тим більше бюджет потребує боргового фінансування і тим вищою є вартість підтримання військових видатків**.

Таким чином, результати дослідження фіскального сектору не дають підстав говорити про неминучий фінансовий колапс РФ у найближчі роки. Навпаки, за поточної інтенсивності війни російська держава зберігає достатню фіскальну спроможність для її продовження. Проте ця спроможність має дедалі вищу економічну та соціальну ціну. Військові видатки витісняють цивільні та соціальні потреби, дефіцит бюджету зростає, вартість державного боргу підвищується, резервні активи скорочуються, а податкове навантаження переноситься на внутрішню економіку.

Отже, **Росія поки здатна фінансувати війну, але робить це шляхом дедалі більшої фіскальної мобілізації, боргового фінансування та перерозподілу ресурсів від цивільної економіки до військового сектору**. Така модель може бути стійкою протягом певного часу, однак вона поступово знижує потенціал економічного зростання, інвестиційну активність і довгострокову здатність держави одночасно фінансувати війну та виконувати цивільні й соціальні функції.

У загально-економічному плані, за нашими оцінками, найбільш імовірним сценарієм на 2026–2027 роки є **затяжна стагнація економіки РФ**, а не швидкий економічний колапс. У найближчі роки Росія, вірогідно, ще здатна буде підтримувати високі військові видатки, але одночасно отримає дедалі слабше економічне зростання, деградацію цивільного сектору, стиснення основного капіталу та **накопичення фінансових і соціальних дисбалансів**. При цьому перехід від стагнації до рецесії може бути досить швидким у разі одночасного виникнення кількох несприятливих процесів: суттєвого падіння світових цін на нафту, поглиблення дефіциту робочої сили, розширення переліку міжнародних санкцій, ін.

Одночасно не слід недооцінювати здатність Росії підтримувати нинішню інтенсивність війни у короткостроковій перспективі. Згідно з нашими оцінками, за умов збереження жорсткості санкційного режиму на нинішньому рівні, цін на нафту в діапазоні 60–80 дол. за барель, стабільної політики Китаю та військових видатків на рівні 2025–2026 рр. **РФ зможе підтримувати нинішній темп фінансування війни, щонайменше, протягом двох років**. Однак це відбуватиметься за рахунок погіршення стану державних фінансів, високої інфляції, подальшої деградації цивільного сектору та поширення негативних соціальних настроїв.

На сьогодні найбільш вірогідним виглядає не сценарій швидкого колапсу російської економіки, а **сценарій її тривалого виснаження**, за якого держава протягом деякого часу ще матиме можливість підтримувати високі військові видатки. Але ціною такої політики буде економічний спад чи стагнація, погіршення структури економіки, накопичення внутрішніх дисбалансів і **зниження соціальної толерантності до тривалої війни**.

У політичній площині отримані висновки означають необхідність зміщення акцентів від очікування швидкої економічної кризи в Росії до формування середньострокової стратегії економічного виснаження агресора. **Пріоритетними мають бути заходи, які зменшують дохідність російського експорту, підвищують вартість обходу санкцій, скорочують доступ до критично важливих технологій, ускладнюють функціонування логістичних ланцюгів і вражають «болючі точки» тилової економіки, як в економічному, так і соціальному плані.**

Час не є нейтральним фактором для РФ – кожен наступний період війни збільшує її ціну для агресора. З метою підтримки економічного двигуна війни російській владі доведеться посилювати **командно-адміністративні заходи з примусової мобілізації людських і матеріальних ресурсів** на військові цілі. Такі заходи, будучи дуже непопулярними, однозначно підірватимуть соціальну стійкість суспільства і масову підтримку війни серед населення.

Макроекономічний та соціальний простір Росії для продовження агресивної війни з Україною поступово **звужуватиметься**. Наскільки швидко він зникне залежить, перш за все, від рівня майбутніх експортних цін на нафту, ефективності та сфери охоплення міжнародних санкцій, дієвості та перманентності ударів Сил оборони України по ключових вузлах економіки агресора, перебігу соціальних процесів у Росії.

Зупинити військову машину Кремля можливо не тільки через послаблення військово-економічної спроможності агресора, а й через каскадне **наростання економічних труднощів серед широких мас населення**, що підірватиме соціальну стабільність. На нашу думку, **лише масштабні соціальні протести в Росії та внутрішній збройний опір продовженню війни зможуть зупинити потуги російського диктатора знищити Україну.**

В таких умовах **удари Сил оборони України** по економічним цілям в РФ варто було б **зосереджувати на найбільш соціально чутливих напрямках і об'єктах** (або тих, що мають найбільший «соціальний мультиплікатор»). У цьому відношенні обрана українським

керівництвом в 2026 році стратегія ураження нафтопереробки, внутрішньої логістики (e-commerce), знищення інфраструктури морського експорту є цілком обґрунтованою.

Поряд з цим, варто було б **доповнити військові дії проти тилової економіки Росії** такими напрямками:

а) скоординовані удари по енергетичній інфраструктурі Московської агломерації і досяжних міст-обласних центрів для переривання постійної подачі електроенергії в густозаселених житлових районах і промислових зонах;

б) щоденний запуск відповідних моделей БПЛА для перекриття основних аеропортів і зупинки авіасполучення в європейській частині Росії;

в) здійснення кібератак на інфраструктуру цифрового рубля⁵⁸ (що вводиться в дію з 01.09.2026 р.), які провокуватимуть зростання попиту на готівку і розмиватимуть депозитну базу російських банків.

Такі дії дозволили б завдати максимальних збитків агресору, поширити «далекобійні санкції» на більшу частину народонаселення Росії, створити умови для внутрішніх соціальних протестів проти російської диктатури й усунути її можливості для продовження агресивної війни проти України.

⁵⁸ Цифровой рубль. Банк России. URL: <https://www.cbr.ru/PSystem/dr/>