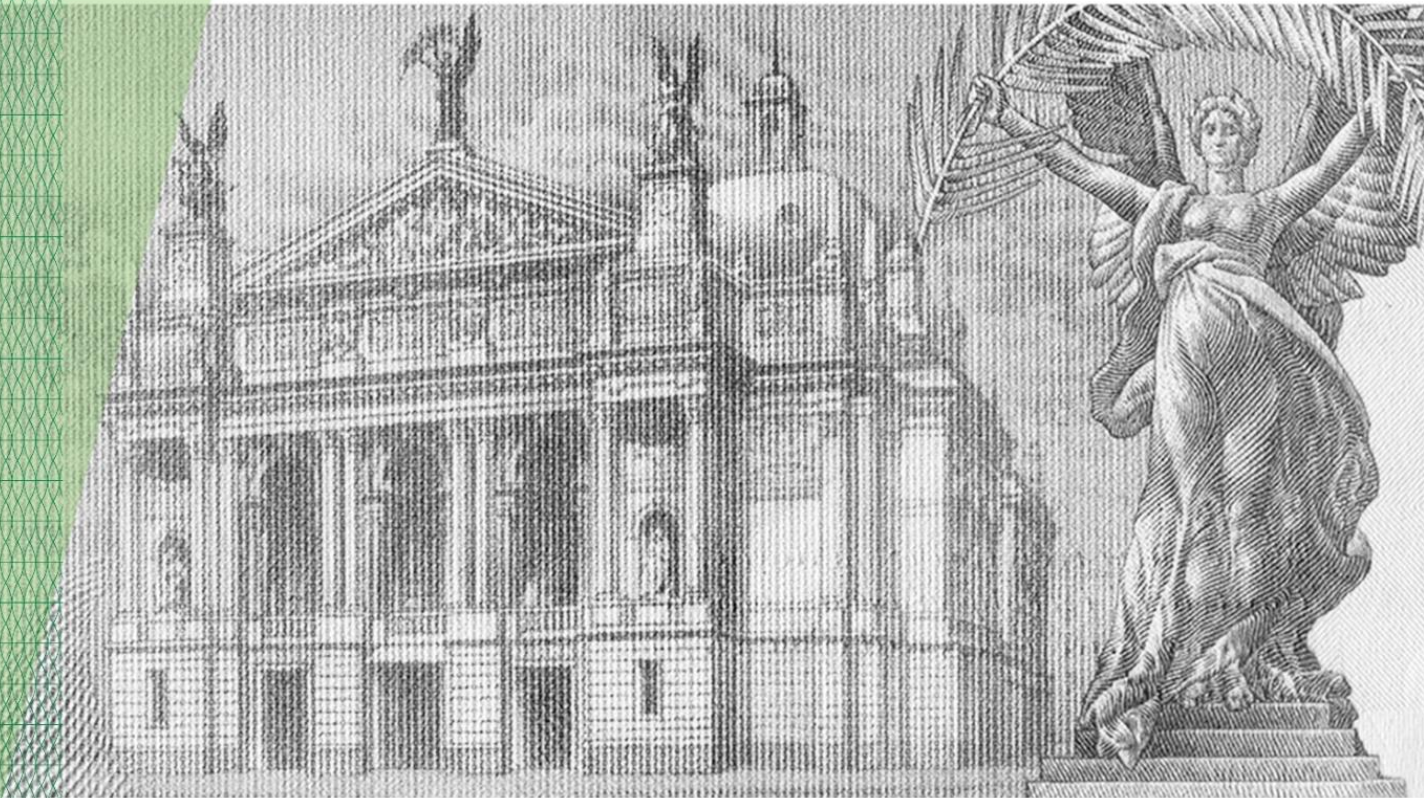




Національний  
банк України

# Інфляційний звіт

Жовтень 2024 року



Попри виклики широкомасштабної війни, НБУ залишається відданим мандату із забезпечення цінової та фінансової стабільності як запоруки стійкого відновлення економіки. На поточному етапі досягнення зазначених цілей забезпечується узгодженою комбінацією інструментів процентної та валютно-курсової політики, а також валютних обмежень відповідно до [Основних засад грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу](#) та [Стратегії пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування](#).

Зокрема, монетарна політика спрямовується на приведення інфляції, яка вимірюється індексом споживчих цін у річному вимірі, до цілі 5% на належному горизонті політики, що не перевищує трьох років. Гнучкість, притаманна поточному монетарному режиму, допускає помірні та відносно короткострокові відхилення інфляції від кількісної цілі під дією внутрішніх і зовнішніх чинників, які є поза ефективним впливом монетарної політики НБУ. Такий підхід, з одного боку, сприяє адаптації української економіки до шоків і підтримує її відновлення, а з іншого, – дає змогу зберігати контроль над інфляційними очікуваннями.

НБУ докладає зусиль для посилення дієвості каналів монетарної трансмісії й подальшого відновлення ефективності виконання ключовою (обліковою) ставкою її ролі як монетарного інструменту. Динаміка облікової ставки й коригування операційного дизайну процентної політики враховують істотні зміни в балансі ризиків і передусім спрямовуються на підтримання стійкості валютного ринку, забезпечення цінової та фінансової стабільності.

Дотримуючись принципів керованої гнучкості обмінного курсу, НБУ зберігає активну присутність на валютному ринку та компенсує структурний дефіцит іноземної валюти в приватному секторі для забезпечення помірних двосторонніх курсових коливань залежно від змін ринкової кон'юнктури. У поєднанні зі згладжуванням надмірної волатильності обмінного курсу це сприяє утриманню інфляційних та курсових очікувань під контролем, збереженню довіри до гривні та приведенню інфляції до цілі 5%. Водночас курсова гнучкість дає змогу посилити стійкість української економіки та валютного ринку до внутрішніх і зовнішніх шоків, зменшує ризик накопичення зовнішньоторговельних дисбалансів.

Усвідомлюючи нагальність мінімізації викривлень на валютному ринку, необхідність поліпшення умов ведення бізнес-діяльності в Україні та виходу вітчизняного бізнесу на нові ринки, підтримки відновлення економіки та сприяння припливу нових інвестицій в країну, НБУ в міру формування належних передумов здійснює поступове пом'якшення валютних обмежень.

НБУ має намір використовувати гнучке інфляційне таргетування до нормалізації функціонування економіки та відновлення повноцінного формату інфляційного таргетування з плаваючим обмінним курсом.

Аналіз у поточному Інфляційному звіті (жовтень 2024 року) ґрунтується на наявних даних на дату його підготовки, тому період аналізу для окремих індикаторів може бути різним. Остання дата оновлення даних за більшістю показників у цьому звіті – 30 жовтня 2024 року. Інфляційний звіт містить прогноз економічного розвитку країни у 2024–2026 роках, підготовлений Департаментом монетарної політики та економічного аналізу та 31 жовтня 2024 року схвалений на засіданні Правління НБУ з питань монетарної політики<sup>1</sup>.

Рішення щодо облікової ставки та інших монетарних інструментів приймаються Правлінням НБУ відповідно [до опублікованого заздалегідь графіка](#). На засіданнях у січні, квітні, липні та жовтні рішення приймаються на підставі нового макроекономічного прогнозу. На інших чотирьох засіданнях (у березні, червні, вересні та грудні) – за результатами оцінки ризиків та невизначеності з урахуванням нової інформації про внутрішні та зовнішньоекономічні події, яка з'явилася після останнього прогнозу. Рішення оголошуються на пресбрифінгу о 14.00 після відповідного засідання Правління НБУ з питань монетарної політики. Одночасно публікується пресреліз, де відображається консенсусна позиція Правління НБУ щодо ухвалених рішень. Підсумки дискусії членів Комітету з монетарної політики публікуються на 11-й день після ухвалення рішення. Вони містять знеособлені позиції всіх членів КМП щодо оптимальних монетарних рішень, у тому числі – альтернативні до прийнятого рішення думки та відповідну аргументацію.

Із попередніми випусками Інфляційного звіту, презентаціями до них, прогнозом основних макроекономічних показників, даними таблиць і графіків можна ознайомитися за [посиланням](#).

---

<sup>1</sup> Рішення Правління Національного банку України від 31 жовтня 2024 року №-392рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

## Зміст

Головне	4
Розділ 1. Інфляційний розвиток	7
Вставка 1. У пошуках оптимальної гнучкості: кількісна ціль з інфляції та горизонт монетарної політики	14
Вставка 2. У пошуках оптимальної гнучкості: яким може бути прийнятне відхилення інфляції від цілі	18
Розділ 2. Економічний розвиток	22
Розділ 3. Монетарні умови та фінансові ринки	31
Вставка 3. Від фіксації курсу до гнучкого інфляційного таргетування під час повномасштабної війни	38
Вставка 4. Відновлення достатньої дієвості ключової ставки як однієї з передумов переходу до гнучкого ІТ	42
Розділ 4. Припущення та ризики прогнозу	46
Абревіатури та скорочення	56



## Головне

Базовий сценарій макроекономічного прогнозу НБУ ґрунтується на припущеннях про подальше проведення виважених монетарної та фіскальної політик, спрямованих на забезпечення макрофінансової стабільності, послідовне виконання Україною зобов'язань за програмами співпраці з міжнародними партнерами, які надалі надаватимуть фінансову підтримку в достатніх обсягах. НБУ припускає поступову нормалізацію умов для функціонування економіки на прогнозному горизонті. Це полягатиме в повноцінному розблокуванні морських портів, розширенні можливостей для інвестиційної та господарської діяльності, поступовому поверненню в Україну вимушених мігрантів

### Упродовж останніх місяців інфляція очікувано зростала, але дещо швидшими темпами, ніж прогнозувалося

У вересні інфляція пришвидшилася до 8.6% у річному вимірі й, за оцінками НБУ, надалі зростала в жовтні. Посилення цінового тиску в другому півріччі 2024 року було очікуваним та передбачалося попередніми прогнозами НБУ (Інфляційні звіти за [січень](#), [квітень](#), [липень](#) 2024 року). Водночас зростання показників як споживчої, так і базової інфляції (7.3% р/р у вересні), виявилось вищим, ніж прогнозувалося.

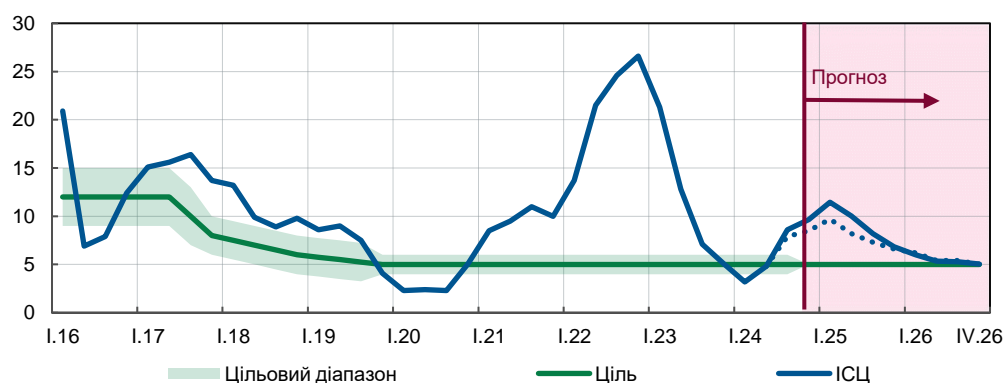
Вагомий внесок у таку динаміку мало подорожчання продовольчих товарів унаслідок гірших, ніж очікувалося, урожаїв різних сільськогосподарських культур і пов'язаного з цим зростання вартості сировини для харчової промисловості. Пришвидшення інфляції також зумовлювалося подальшим збільшенням виробничих витрат, у тому числі на електроенергію й оплату праці, та курсовими ефектами внаслідок послаблення гривні в попередні періоди.

Попри зростання інфляції впродовж останніх місяців, інфляційні очікування економічних агентів залишалися достатньо стійкими та контрольованими, хоч і маржинально погіршилися.

### Ціновий тиск зберігатиметься в наступні місяці, проте навесні 2025 року інфляція почне сповільнюватися

У наступні місяці ціновий тиск зберігатиметься через подальший вплив чинників з боку пропозиції продовольчих товарів, розширення бюджетних видатків, високі темпи зростання заробітних плат і збільшення енергодефіциту під час опалювального сезону. У результаті інфляція сягне 9.7% наприкінці 2024 року.

Графік 1<sup>2</sup>. Зміна ІСЦ (станом на кінець періоду, % р/р) та інфляційні цілі



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Водночас навесні 2025 року інфляція почне знижуватися. Сповільненню темпів зростання цін наступного року сприятимуть зважена монетарна політика НБУ, послаблення зовнішнього цінового тиску, поліпшення ситуації в енергосекторі й

<sup>2</sup> Якщо не позначено інше – пунктирна лінія на графіках означає попередній прогноз.

збільшення врожаїв. Прогноз НБУ передбачає зниження інфляції до 6.9% наприкінці 2025 року та її приведення до цілі 5% у 2026 році.

### **Зростання економіки триває, хоча й залишається обмеженим через вплив війни**

Хвилі атак росії на енергетичну інфраструктуру, похвалення міграції та брак трудових ресурсів гальмували відновлення економіки, однак реальний ВВП надалі зростав – як у II, так і III кварталах 2024 року. Причому менший, ніж очікувалося, дефіцит електроенергії та дещо вищі врожаї ранніх зернових культур дали змогу НБУ підвищити прогноз зростання реального ВВП у 2024 році – до 4%.

Значні бюджетні стимули, підкріплені суттєвими обсягами міжнародного фінансування, зростання доходів домогосподарств, а також нарощування випуску в рослинництві та стійкий зовнішній попит сприятимуть подальшому зростанню української економіки – на 4.3–4.6% у 2025–2026 роках.

### **Невизначеність щодо обсягів міжнародної допомоги знизилася. Завдяки достатнім обсягам зовнішньої підтримки уряд зможе й надалі фінансувати значні видатки бюджету, а НБУ – забезпечувати стійкість валютного ринку**

У жовтні МВФ виділив Україні черговий транш у розмірі 1.1 млрд дол. США за результатами п'ятого перегляду програми розширеного фінансування (EFF). Близько 300 млн дол. США пільгового фінансування надійшло від Канади. До кінця року очікується надходження понад 15 млрд дол. США, з яких 4.8 млрд дол. США – за програмою SPUR зі Світовим банком за підтримки фінансування з боку США. Крім того, досягнуто значного прогресу в підтвердженні майбутніх обсягів допомоги. Міжнародні партнери суттєво наблизилися до надання Україні безповоротної позики, забезпеченої доходами від знерухомлених російських активів, обсягом до 50 млрд дол. США у межах програми Extraordinary Revenue Acceleration (ERA) Loans.

Отже, міжнародна підтримка України залишатиметься суттєвою. Ураховуючи очікувані надходження, НБУ поліпшив припущення щодо зовнішньої фінансової допомоги на 2024–2026 роки. Очікується, що цього року загальна сума міжнародного фінансування сягне 41.5 млрд дол. США, а наступного – 38.4 млрд дол. США. Збереження зовнішньої підтримки разом із достатніми обсягами внутрішніх ринкових залучень дадуть змогу уряду й надалі покривати значний дефіцит бюджету без звернення до емісійного фінансування.

### **Для приведення інфляції до цілі впродовж наступних років НБУ утримує облікову ставку на рівні 13% та зберігає активну присутність на валютному ринку**

Ураховуючи, що пік інфляції ще не пройдено, а проінфляційні ризики на найближчі місяці навіть посилюються, НБУ вважає за доцільне залишатися обережним у процентній політиці, а також вживати вважених заходів для забезпечення стійкості валютного ринку.

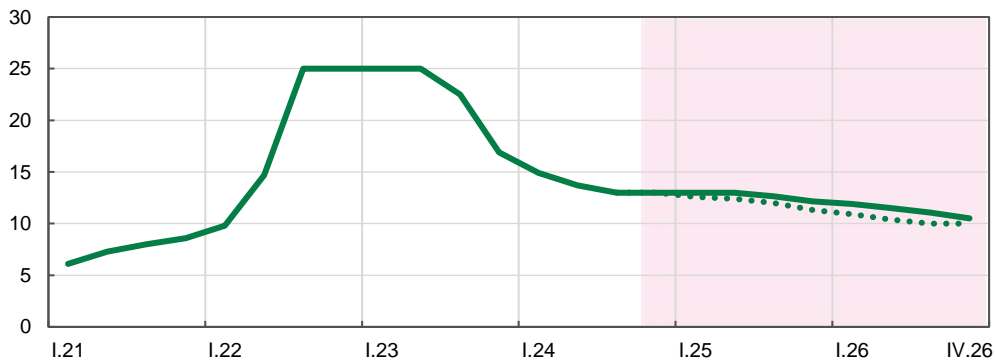
Для протидії ціновому тиску НБУ з липня призупинив пом'якшення процентної політики. Це підтримало інтерес до гривневих заощаджень, ставки за якими нині забезпечують належний захист від інфляційного знецінення. Зокрема, восени відновився приплив строкових депозитів населення в гривні, надалі збільшувалися вкладення в ОВДП у національній валюті.

Політика захисту гривневих заощаджень від інфляції й надалі сприятиме обмеженню тиску на валютному ринку та збереженню міжнародних резервів. Використовуючи режим керованої гнучкості курсу, НБУ компенсуватиме структурний дефіцит валюти у приватному секторі та згладжуватиме надмірні курсові коливання. Курс помірно коливатиметься в обидва боки, реагуючи на зміну ринкових умов, що і надалі посилюватиме адаптивність валютного ринку та економіки. Динаміка курсу узгоджуватиметься із завданнями НБУ зі збереження під контролем інфляційних очікувань, сповільнення інфляції наступного року та її повернення до цілі 5% на горизонті політики.

**У разі подальшої реалізації проінфляційних ризиків НБУ готовий реагувати всіма наявними заходами монетарної політики**

Оновлений прогноз НБУ передбачає триваліше утримання облікової ставки на рівні 13% – щонайменше до літа 2025 року. У разі подальшого зростання цінового тиску понад прогноз та загрози розбалансування інфляційних очікувань НБУ готовий посилювати процентну політику та вживати додаткових монетарних заходів.

**Графік 2. Облікова ставка НБУ, середня, %**



Джерело: розрахунки НБУ.

**Ключовим ризиком для інфляційної динаміки та економічного розвитку залишається перебіг повномасштабної війни**

Унаслідок війни зберігаються ризики подальшого зниження економічного потенціалу, зокрема через втрати людей, територій і виробництв. Швидкість повернення економіки до нормальних умов функціонування залежатиме від характеру і тривалості війни.

Крім того, російська агресія й надалі генерує такі ризики:

- виникнення додаткових бюджетних потреб, передусім для підтримання обороноздатності;
- можливе додаткове підвищення податків, що, залежно від параметрів, може посилювати ціновий тиск;
- подальше пошкодження інфраструктури, передусім енергетичної та портової, що обмежуватиме економічну активність і тиснутиме на ціни з боку пропозиції;
- поглиблення негативних міграційних тенденцій та подальше збільшення дефіциту робочої сили на внутрішньому ринку праці.

Зберігається також ризик посилення геополітичної напруженості у світі на тлі війни на Близькому Сході, електоральних циклів в окремих країнах і намагань росії сформувати коаліцію держав для конфронтації з демократичним світом.

Водночас є ймовірність реалізації низки позитивних сценаріїв, пов'язаних, зокрема, з подальшим пришвидшенням євроінтеграційних процесів і відновлювальних робіт в енергетиці.

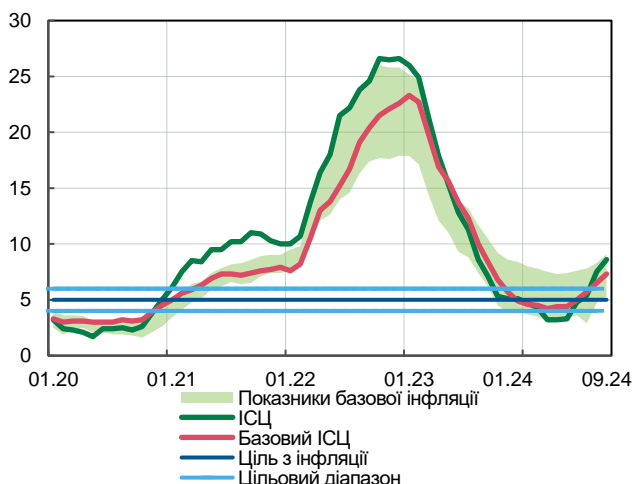
## Розділ 1. Інфляційний розвиток

- У III кварталі 2024 року темпи зростання споживчих цін пришвидшилися до 8.6% р/р, а базового ІСЦ – до 7.3% р/р. Пришвидшення інфляції було очікуваним, однак інфляційний тиск посилюється відчутніше, ніж прогнозувалося раніше, через суттєвіше перенесення на ціни виробничих витрат, зокрема на продовольчу сировину, оплату праці та е/е.
- У найближчі місяці ціновий тиск зберігатиметься через меншу, ніж торік, пропозицію окремих продуктів харчування, розширення сукупного попиту внаслідок значних бюджетних видатків, подальше загострення диспропорцій на ринку праці та дефіцит е/е під час опалювального сезону. У результаті споживча інфляція сягне 9.7% на кінець 2024 року та залишатиметься високою у першому півріччі 2025 року.
- Навесні наступного року інфляція почне знижуватися та в 2026 році досягне цілі 5% завдяки заходам процентної та валютно-курсової політики НБУ, послабленню зовнішнього цінового тиску, поліпшенню ситуації в енергосекторі й збільшенню врожаїв.

**Після тимчасового сплеску, з весни наступного року інфляція знижуватиметься до цілі 5% внаслідок впливу монетарної політики НБУ, розширення пропозиції продовольчих товарів та зменшення зовнішнього цінового тиску**

Упродовж останніх місяців споживча інфляція очікувано зростала – у вересні вона пришвидшилася до 8.6% р/р (порівняно з 4.8% р/р у червні). Проте такі темпи інфляції були вищими, ніж очікував НБУ в [Інфляційному звіті за липень 2024 року](#). Зокрема, помітно сильніше, ніж очікувалося, посилюється фундаментальний ціновий тиск, вимірюваний показником базової інфляції (до 7.3% р/р з 5.0% р/р у червні). Тривало і швидке зростання продовольчої інфляції під впливом обмеженої пропозиції окремих продуктів харчування з огляду на несприятливі погодні умови.

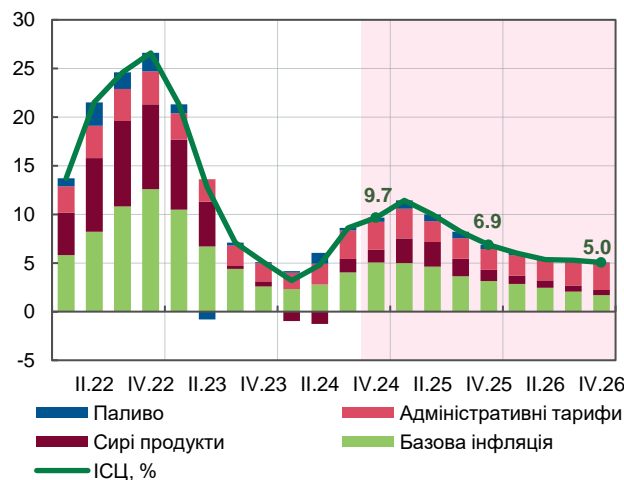
**Графік 1.1.** Споживча інфляція та оцінки основного інфляційного тренду\*, % р/р



\* Детальніше – в [Інфляційному звіті за січень 2017 року](#) (стор. 20–21). Цільовий діапазон діяв до серпня 2024 року включно.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 1.2.** Внески в річну зміну ІСЦ на кінець періоду за компонентами, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

За оцінками НБУ, наприкінці 2024 року – на початку 2025 року базова інфляція надалі пришвидшуватиметься та матиме визначальний внесок у зростання загальної інфляції до 9.7% наприкінці 2024 року. У цей же період надалі зростатиме й продовольча інфляція. У середньостроковій перспективі пришвидшиться зростання адміністративно-регульованих цін через потребу приведення тарифів до рівня собівартості й підвищення акцизних податків. Отже, для досягнення цілі 5% для загальної інфляції в середньостроковій перспективі

монетарна політика має спрямовуватися на утримання інших компонентів ІСЦ, насамперед базової інфляції, на рівні близько 3–4%.

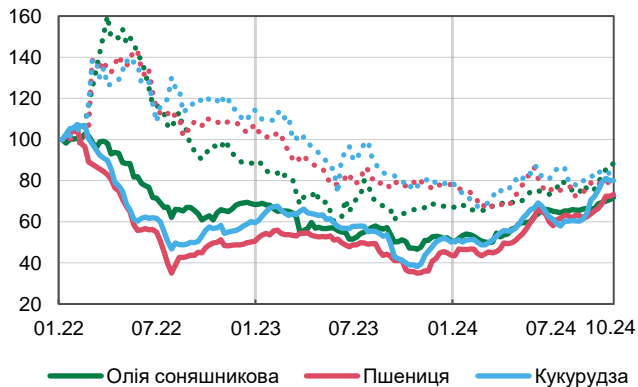
Під впливом заходів монетарної політики, спрямованих на обмеження фундаментального цінового тиску, а також на тлі зростання пропозиції продовольчих товарів і зниження інфляції в країнах – ОТП України споживча інфляція сповільниться до 6.9% наприкінці 2025 року. У 2026 році вона надалі знижуватиметься й досягне цілі 5% завдяки відновленню енергетичного сектору та подальшому зростанню продуктивності в сільському господарстві.

**Продовольча інфляція матиме вагомий вплив на пришвидшення загальної інфляції в короткостроковому періоді, але надалі буде відносно низькою**

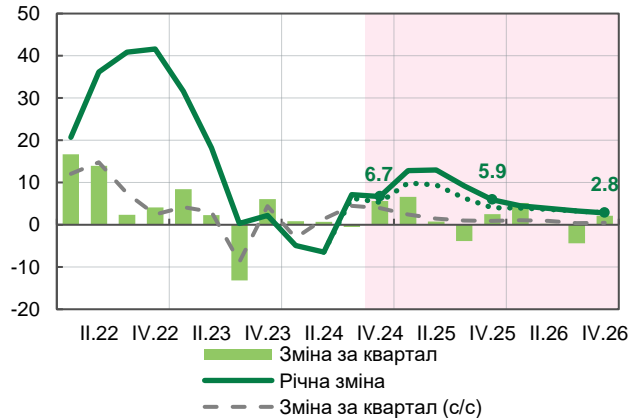
Пришвидшення продовольчої інфляції в III кварталі 2024 року зумовлювалося насамперед вичерпанням ефектів високих минулорічних врожаїв, а також помітним скороченням пропозиції окремих продуктів харчування через несприятливі погодні умови. У поточному році несприятливими для пропозиції продуктів харчування були кількатижнева спека у липні та тривалі періоди без опадів улітку й на початку осені, вплив на врожаї мали й весняні заморозки. Це позначилося на цінах як на сирі, так і оброблені продукти харчування. Зокрема, вплив літньої посухи на пропозицію низки плодово-овочевих культур, а також тваринницької продукції, виявився суттєвішим, ніж очікувалося, що зумовило й погіршення оцінок урожаїв окремих культур у поточному році (детальніше – у розділі "Припущення та ризики" на стор. 46).

У результаті після тривалого зниження цін на сирі продукти харчування, що було зумовлене високими врожаями минулого року, вже з серпня їх зростання відновилося та пришвидшилося у вересні (до 7.1% р/р порівняно зі зниженням на 6.5% р/р у червні 2024 року).

**Графік 1.3.** Ціни на основні с/г товари в Україні та на зовнішніх ринках\* у доларовому еквіваленті, 01.2022 = 100



**Графік 1.4.** Ціни на сирі продовольчі товари, %



\* Суцільні лінії – ціни на с/г в Україні на умовах EXW, пунктирні лінії – ціни на зовнішніх ринках на умовах FOB.  
Джерело: АПК-інформ, розрахунки НБУ.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Спекотна погода без дощів позначилася на врожайності, термінах дозрівання і якісних параметрах низки овочів і фруктів, тому ціни на цю продукцію зростали високими темпами. Вичерпання минулорічних запасів, вищі ціни на сировину нового врожаю та її гірша якість зумовили сповільнення здешевлення круп та пришвидшення подорожчання борошна. Погодні умови вплинули і на кормові культури, а також стримували пропозицію тваринницької продукції. У результаті швидше дорожчали молоко та окремі види м'яса. Проте завдяки достатній пропозиції тривало зниження цін на яйця. Крім того, початок сезону цукроваріння з огляду на високі перехідні запаси зумовив падіння цін на цукор та зниження цін у його виробництві.

Подорожчання продовольчої сировини та її обмежена пропозиція були вагомими чинниками стрімкого пришвидшення зростання цін на оброблені продукти (до 8.9% р/р порівняно з 5.9% р/р у червні 2024 року), що значно перевищило прогноз НБУ. Зокрема, стрімко збільшилися темпи зростання цін на хліб, окремі борошняні



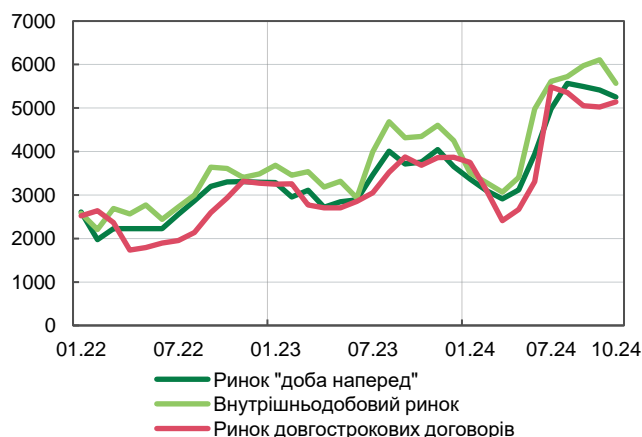
та кондитерські вироби, молочні продукти. Здешевлення олії сповільнилося, а зростання цін на олійні продукти – пришвидшилося. Тривало й подорожчання м'ясопродуктів. Додатково на пропозицію та внутрішні ціни вплинула активізація експорту продовольства. Ці чинники позначилися на збереженні високих темпів зростання цін у харчовій переробці (зокрема, у виробництві молочної та борошномельної продукції), що може бути перенесено на ціни для споживачів у наступні періоди.

Тиск на ціни продовольчих товарів зберігатиметься протягом найближчого часу. У результаті на тлі низької бази порівняння минулого року, продовольча інфляція пришвидшуватиметься до II кварталу наступного року. Подорожчання сирих продуктів через вторинні ефекти позначиться й на цінах на оброблені продукти харчування. Проте з надходженням на ринок пропозиції від нових урожаїв інфляція сирих продуктів почне сповільнюватися та до кінця 2025 року знизиться до близько 6%. Цей процес триватиме й надалі завдяки поступовому нарощуванню виробництва продуктів харчування, подальшому налагодженню логістики, а також зниженню світових цін на продовольство, що сприятиме сповільненню продовольчої інфляції до близько 3% у 2026 році.

**Стрімке зростання заробітних плат, а також збереження тиску з боку інших витрат бізнесу визначатиме тимчасове посилення фундаментального інфляційного тиску протягом наступних кількох кварталів, проте надалі він вщухатиме передусім під впливом заходів монетарної політики НБУ**

Пришвидшення зростання базової інфляції у III кварталі, крім стрімкого подорожчання оброблених продуктів харчування через підвищення вартості продовольчої сировини з огляду на гірші врожаї, значною мірою відображало зростання виробничих витрат. Водночас вплив фундаментального цінового тиску був відчутнішим порівняно з минулими періодами, що пов'язано із більшими ефектами перенесення виробничих витрат на ціни. У результаті швидше дорожчали такі компоненти базової інфляції як послуги та непродовольчі товари (10.9% р/р у вересні порівняно з 9.9% р/р у червні та 2.2% р/р у вересні порівняно з 0.4% р/р у червні відповідно).

**Графік 1.5.** Ціни на е/е для побутових споживачів, грн/МВТ-год



Джерело: Українська енергетична біржа, Оператор ринку.

**Графік 1.6.** Індекс цін на сири продукти порівняно з БІСЦ, 01.2019 = 100, та урожаї основних культур\*



\* Урожаї включають обсяги врожаїв у звітному маркетинговому році (з липня звітного року до червня наступного року) плодово-ягідних культур, овочів та картоплі. 2024 рік – оцінка НБУ.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Як і в II кварталі, на ціни тиснула висока вартість е/е для побутових споживачів. Свідченням цього були високі рівні промислової інфляції (27.1% р/р у вересні порівняно із 26.7% р/р у червні, а пікове значення в липні сягнуло 33.3% р/р), найбільший внесок у яку забезпечило збереження стабільно високих цін у галузі "постачання е/е, газу, пари" (47.1% р/р у вересні порівняно із 48.1% р/р у червні). Це разом із покриттям дефіциту е/е за рахунок імпорту з ЄС за вищими цінами, ніж в Україні, позначилося на підвищенні цін у виробництві енергоємних товарів, що може мати вторинні ефекти і на зростання споживчих цін. Витрати підприємств на

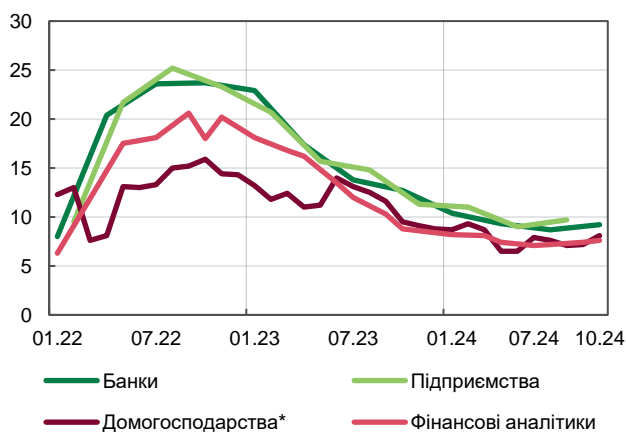
енергію й надалі переноситимуться на загальну інфляцію, у тому числі з огляду на очікуване підвищення граничних цін на ринку  $e/e^3$ .

Збільшення виробничих витрат визначатиме й подальше зростання базової інфляції. Так, [за результатами опитувань щодо ділових очікувань](#), визначальними чинниками формування вихідних цін підприємств у наступні 12 місяців будуть ціни на енергоносії в умовах очікуваного дефіциту  $e/e$  та ціни на сировину, зокрема продовольчу, і матеріали.

Додатковий тиск на виробничі витрати зумовлюватиметься й подальшим збільшенням витрат бізнесу на оплату праці через дефіцит кадрів. Останнє зазначалося підприємствами як вагомий чинник формування цін, хоча його вплив дещо послабився з огляду на збільшення участі в робочій силі у III кварталі. Водночас швидке зростання зарплат на прогнозованому горизонті визначатиме тиск на інфляцію також з боку попиту.

На динаміці базової інфляції можуть позначатися особливості ціноутворення підприємств, які вже закладають підвищенні курсові очікування в поточні ціни. Про це зокрема свідчить посилення впливу чинника "Коливання курсу гривні". Водночас інфляційні очікування різних категорій респондентів, передусім ДГ і фінансових аналітиків, продемонстрували певний рівень стійкості до цінової та курсової динаміки й залишалися на мінімальних рівнях з 2022 року. Це частково стримуватиме інфляційний тиск з боку попиту.

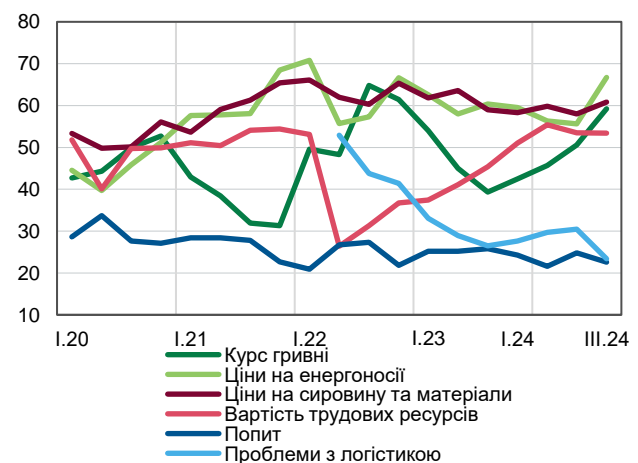
Графік 1.7. Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



\* З березня 2022 року метод опитування домогосподарств змінено з віч-на-віч на телефонні інтерв'ю.

Джерело: НБУ, Info Sapiens.

Графік 1.8. Головні чинники формування очікувань підприємств щодо зміни цін на їхні товари та послуги, % респондентів



Джерело: НБУ.

У результаті дії цих чинників наприкінці поточного – на початку наступного року базова інфляція пришвидшуватиметься, але залишатиметься однознаковою та на своєму піку лише незначно перевищуватиме 9%. Уже в II кварталі 2025 року базова інфляція почне сповільнюватися завдяки заходам монетарної політики та зменшенню імпортованої інфляції. Надалі цьому сприятимуть також вторинні ефекти від здешевлення сирих продовольчих товарів, оптимізація логістики та виробничих процесів.

Проте значна конкуренція за трудові ресурси підтримуватиме фундаментальний ціновий тиск через зростання заробітних плат, що відобразатиметься насамперед у тривалому збереженні високих темпів зростання вартості послуг. Уповільнення базової інфляції майже до 3% наприкінці 2026 року стане визначальним чинником досягнення інфляційної цілі навіть в умовах швидшого зростання адміністративних цін.

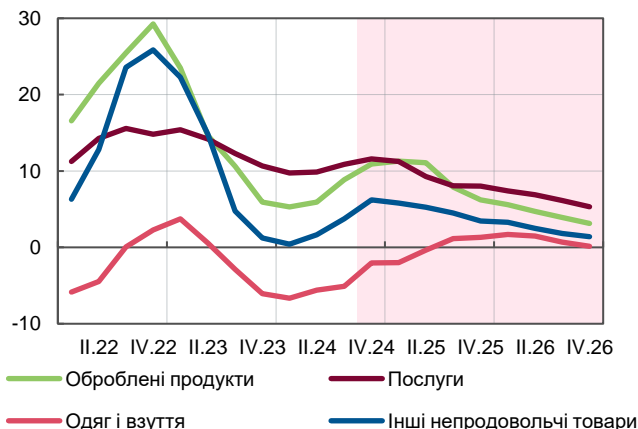
<sup>3</sup> З огляду на потребу фінансування відновлення енергетичної інфраструктури, пошкодженої внаслідок російських обстрілів, а також прагнення вирівняти ціни з європейськими для поліпшення умов на ринку  $e/e$  та забезпечення ефективного балансування з країнами ЄС [НКРЕКП розпочала перегляд граничних цін на ринку  \$e/e\$  для бізнесу](#).

Графік 1.9. Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 1.10. Компоненти базового ІСЦ на кінець періоду, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Адміністративна інфляція залишатиметься високою через подальше підвищення акцизів і потребу в приведенні тарифів на послуги ЖКГ до економічно обґрунтованих рівнів**

Зростання адміністративно-регульованих цін у вересні пришвидшилося (до 14.0% р/р порівняно з 13.3% р/р у червні 2024 року), передусім за рахунок подорожчання тютюнових виробів, у тому числі під впливом курсових ефектів у попередні місяці та заходів боротьби з тіньовою продукцією, що позначається на виробничих витратах підприємств ([відеонагляд на виробництвах](#), [маркування](#) тощо). Ціни на алкогольні напої знижувалися дещо повільніше внаслідок підвищення окремих акцизів.

Натомість, як і раніше, адміністративну інфляцію стримував мораторій на підвищення тарифів для населення на окремі послуги ЖКГ. Очікується, що він обмежуватиме зростання адміністративних цін і в наступному році. Поступове приведення зафіксованих тарифів до ринкових рівнів, яке згідно з припущеннями розпочнеться з 2026 року (детальніше – у розділі "Припущення та ризики прогнозу" на стор. 46), стане вагомим проінфляційним чинником наприкінці прогнозного періоду.

Реалізація окремих податкових ініціатив, спрямованих на збільшення доходів бюджету, також підживлюватиме інфляційний тиск. Насамперед це стосується акцизної політики, що врахована в базовому сценарії прогнозу і має вплив на адміністративну складову інфляції та пальне (детальніше щодо припущень базового сценарію та ризиків запровадження нових податків чи підвищення ставок за наявними – у розділі "Припущення та ризики прогнозу" на стор. 46). Так, з метою виконання євроінтеграційних зобов'язань України далі поетапно підвищуватимуться акцизи на тютюнові вироби, зростатимуть акцизи на алкогольні напої. Триватиме й боротьба з тіньовою підакцизною продукцією<sup>4</sup>. Усе це зумовлюватиме зростання цін на тютюн та алкоголь.

Подорожчання пального суттєво сповільнилося – до 6.0% р/р у вересні (з 25.5% р/р у червні), що було менше, ніж прогнозувалося. Перший етап підвищення акцизних податків<sup>5</sup> на пальне відобразився насамперед на цінах на скраплений газ. Водночас [низькі ціни на нафту та високі запаси мереж АЗС](#), сформовані перед підвищенням акцизів, стримували підвищення цін на бензин та дизель. Стримуючий вплив на ціни мав також ефект бази порівняння, зумовлений податковими змінами в липні 2023 року<sup>6</sup>. Однак ефект значних запасів пального матиме досить короткостроковий знижувальний ефект на ціни. У міру їх вичерпання та під впливом подальшого підвищення акцизів та ефектів перенесення від послаблення обмінного курсу гривні, що відбулося, зростання цін

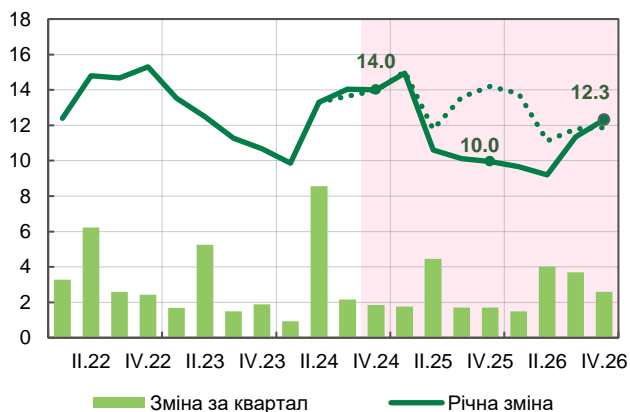
<sup>4</sup> На початку жовтня 2024 року уряд ухвалив нормативно-правові акти про порядок функціонування системи «Акциз», повноцінне запровадження якої заплановано на 2026 рік.

<sup>5</sup> ВРУ 18.07.2024 схвалила закон [№ 11256-2](#) про підвищення акцизів на пальне з вересня 2024 року.

<sup>6</sup> З липня 2023 року ставку ПДВ повернуто на рівень 20% порівняно з 7%, встановленими в березні 2022 року. Також було збільшено акцизи.

на паливо пришвидшиться до понад 9% наприкінці 2024 року та майже весь 2025 рік перебуватиме на високому рівні. Через канали собівартості це додатково тиснутиме на ціни на окремі товари і транспортні послуги. Проте очікуване поступове зниження світових цін на нафту компенсує подальше зростання акцизного навантаження та в середньостроковій перспективі зростання цін на паливо сповільниться.

Графік 1.11. Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 1.12. Ціни на паливо, %

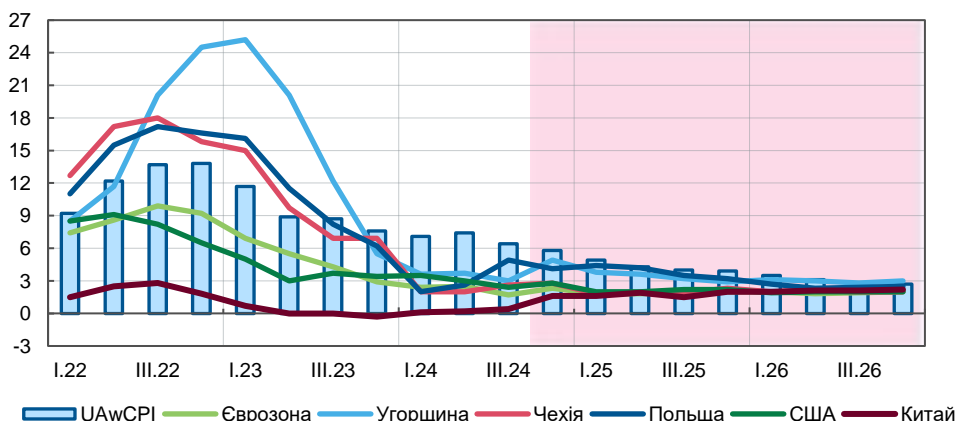


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Послаблення зовнішнього цінового тиску додатково сприятиме зниженню інфляції в Україні**

Інфляція в більшості країн – ОТП України хоча й перебувала вище цільового рівня, однак синхронно сповільнювалася внаслідок зниження цін як на продовольчі товари, так й енергоносії завдяки надлишковій пропозиції. Додатковий внесок мало послаблення споживчого попиту, спричинене поступовим охолодженням ринку праці в Єврозоні, США та країнах ЦСЄ на тлі посилення монетарної політики в попередні періоди. Натомість інфляція у сфері послуг зберігається достатньо високою протягом останніх місяців, що призвело до сповільнення темпів зниження загальної інфляції. Тимчасове зростання інфляції наприкінці поточного року в окремих країнах відбудеться здебільшого через ефекти бази порівняння, що пов'язано зі стрімким зниженням цін на енергоносії у 2023 році.

Графік 1.13. Споживча інфляція в окремих країнах – ОТП України на кінець періоду та середньозважена інфляція в країнах – ОТП України (UAWCPI), % p/p



Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Загалом очікується, що інфляція в більшості країн – ОТП України стійко знизиться до цілей у другій половині 2025 року на тлі здешевлення енергоносіїв на світових ринках. Інфляція послуг знижуватиметься повільніше порівняно з інфляцією товарів внаслідок більш ступінчастої реакції на шоки пропозиції, що стримуватиме



дезінфляційний процес. Натомість його забезпечить краще закріплення інфляційних очікувань на тлі наближення фактичної інфляції до цілей.

Винятками залишатимуться Туреччина та Китай. Зростання прихильності ЦБ Туреччини до ортодоксальної монетарної політики сприятиме подальшому поступовому зниженню інфляції в країні. Однак досягнення цілі очікується поза межами прогнозного горизонту. Водночас стимулювання економіки Китаю фіскальними та монетарними заходами призведе до поступового підвищення інфляційного тиску. Проте, ураховуючи поточний наднизький рівень інфляції, таке підвищення лише наблизить інфляцію до цілі.

Середньозважений показник інфляції в країнах – ОТП України досягне свого довгострокового рівноважного рівня близько 3% не раніше другої половини 2026 року. Зовнішній інфляційний тиск для України, виражений річною зміною середньозваженого ІСЦ у країнах – ОТП України в доларовому вираженні, зменшиться до 5% на кінець 2024 року та до 3.8% і 2.6% на кінець 2025 та 2026 років відповідно.

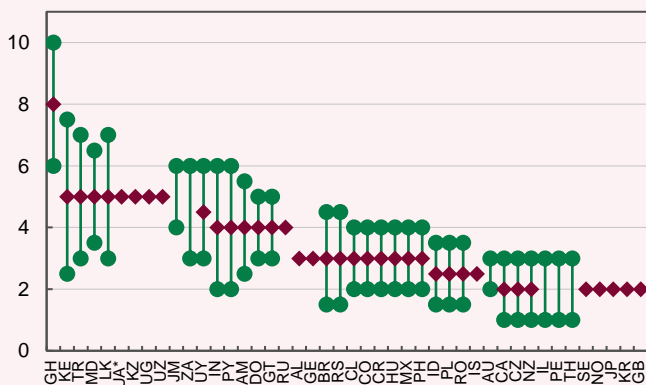
### Вставка 1. У пошуках оптимальної гнучкості: кількісна ціль з інфляції та горизонт монетарної політики

Посилення економічної невизначеності може вимагати від центрального банку (ЦБ) – таргетера інфляції коригування формулювань кількісної інфляційної цілі та тривалості горизонту політики. Це потрібно для гнучкішого реагування на вищу інтенсивність шоків задля адаптації економіки до зміни зовнішніх та внутрішніх умов. Водночас посилення гнучкості монетарної політики не має ставити під сумнів відданість ЦБ мандату та/або його спроможність забезпечувати цінову стабільність. Збереження довіри до ЦБ, зрозумілості та передбачуваності його дій є критично важливою передумовою для закорення очікувань, а відповідно – запорукою збереження макрофінансової стійкості в довгостроковому періоді

**Кількісна ціль і тривалість горизонту монетарної політики – системно важливі елементи режиму інфляційного таргетування (ІТ).** ЦБ – таргетери інфляції зазвичай визначають своєю пріоритетною ціллю забезпечення цінової стабільності. На виконання мандата вони встановлюють та публічно оголошують чітку кількісну ціль з інфляції та декларують зобов'язання її досягати протягом визначеного періоду часу з використанням монетарних інструментів.

Наразі рівні інфляційних цілей у різних країнах варіюються від 2 до 5%, з одним винятком – 8% ціллю в Гані. Більшість ЦБ (25 із 44<sup>7</sup>) у 2024 році визначили для себе точкову ціль з діапазоном прийнятних відхилень інфляції від неї. У ЦБ 13 країн ціль встановлена виключно як точкова, ще у 6 країнах – як цільовий діапазон.

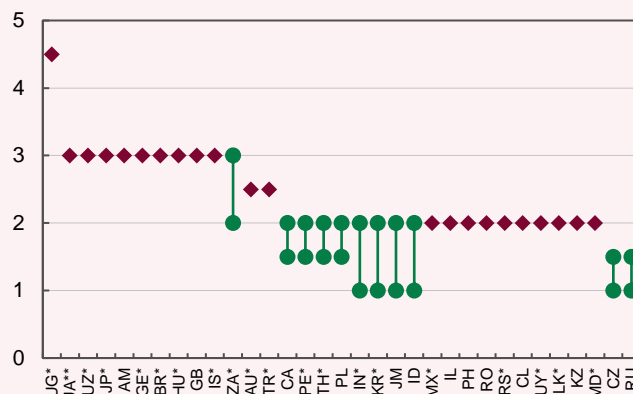
Графік 1. Кількісні інфляційні цілі ЦБ – таргетерів інфляції, %



\* З 11 вересня 2024 року НБУ має точкову інфляційну ціль на рівні 5%.

Джерело: AREAER 2023, офіційні сторінки ЦБ, станом на 11.10.2024.

Графік 2. Тривалість горизонту монетарної політики ЦБ – таргетерів інфляції, роки



\* Тривалість прогнозного горизонту монетарної політики.

\*\* З 11 вересня 2024 року НБУ має горизонт політики до 3 років.

Джерело: AREAER 2023, офіційні сторінки ЦБ, станом на 11.10.2024.

На практиці в окремі періоди інфляція може відхилятися від цілі ЦБ, зокрема під дією внутрішніх і зовнішніх шоків, які є поза ефективним впливом монетарної політики. Це можуть бути зміни цін на сировинні товари й інші високоволатильні компоненти індексу споживчих цін, відхилення адміністративно регульованих цін тощо. І чим більшим є рівень довіри до ЦБ, який історично формується завдяки проведенню послідовної та прозорої монетарної політики, тим вищою є ймовірність, що такі тимчасові відхилення інфляції від цілі не призведуть до розбалансування очікувань, оскільки не викликать сумнівів у відданості ЦБ своєму мандату із забезпечення цінової стабільності. Тому ЦБ разом із визначенням кількісної цілі зазвичай оголошують горизонт політики – період часу, протягом якого беруть зобов'язання усунути будь-яке відхилення фактичної інфляції від цільового значення (Meyer, 2001). Здебільшого ЦБ визначають горизонт політики в діапазоні від одного року до двох – трьох років. Однак деякі

<sup>7</sup> За даними AREAER 2022, ЦБ 45 країн є таргетерами інфляції. До вибірки, що аналізувалася, не ввійшла Республіка Сейшельські острови.

ЦБ застосовують гнучкіше формулювання – "середньостроковий горизонт", а ЦБ [Швеції](#) та [Норвегії](#) взагалі не вважають за доцільне визначати тривалість свого горизонту політики й декларують, що він може змінюватися залежно від умов.

**Варіативність рівнів і типів інфляційних цілей, а також тривалість горизонтів політики різних ЦБ значною мірою зумовлюються історичними аспектами.** Як правило, інфляційні цілі ЦБ країн з ринками, що розвиваються (ЕМ), є вищими, ніж у провідних ЦБ<sup>8</sup>. Це зокрема пов'язано з конвергенцією загального рівня цін (особливо послуг) відповідно до ефекту Баласса-Самуельсона, що зумовлює вищі темпи інфляції в країнах ЕМ порівняно з країнами з розвиненими економіками. Вищі та нестабільні темпи зростання цін, а відповідно – вищі інфляційні очікування економічних агентів, слабша довіра до національних валют та монетарної політики ускладнюють для ЦБ завдання з постійного підтримання низької інфляції та її швидкого повернення до цілі. Крім того, менш розвинені відкриті економіки зазвичай вразливіші до коливань цін на світових сировинних ринках та шоків, які впливають на відносні ціни на внутрішньому ринку ([Городніченко, 2014](#)).

Тривалість горизонту політики в окремих країнах може визначитися ще й з урахуванням часових лагів у монетарній трансмісії. Так, довші затримки реакції можуть об'єктивно обмежувати спроможність ЦБ своїми діями швидко впливати на поведінку економічних агентів і повертати інфляцію до цілі.

**Відносно низький рівень і тривала незмінність інфляційної цілі, а також послідовне повернення інфляції до цієї цілі на осяжному горизонті політики – запорука дієвості режиму ІТ.** Чітке розуміння широким загалом цілей та принципів монетарної політики посилює передбачуваність дій ЦБ, спрощує оцінювання їх результативності, сприяє зміцненню довіри економічних агентів до ЦБ, національної валюти, банків та інших фінансових установ ([Blinder et al., 2024](#)). Це посилює роль інфляції як номінального якоря, сприяє заякоренню інфляційних очікувань, а в результаті – поліпшує монетарну трансмісію ([Schnabel, 2024](#)). Стійкість інфляції за таких умов суттєво знижується, що полегшує її повернення до цілі ([Coletti et al., 2006](#)). У результаті знижується економічна невизначеність і формується передбачуване економічне середовище. Зменшується премія за ризик у структурі ринкових процентних ставок, вони стабілізуються на низькому рівні. Разом із посиленням монетарних імпульсів це дає змогу ЦБ за рахунок забезпечення макрофінансової стабільності усувати викривлення в перерозподілі фінансових ресурсів і надавати дієву підтримку процесам економічного зростання, забезпечувати їх стійкість у довгостроковому періоді.

**Посилення економічної невизначеності може потребувати тимчасової оптимізації формулювань кількісної інфляційної цілі та тривалості горизонту політики.** Загалом вважається, що точкова ціль сприяє кращому заякоренню очікувань, а застосування діапазону прийнятних відхилень чи цільового діапазону – посилює гнучкість політики ЦБ ([Svensson, 2001](#)). На практиці в умовах високої економічної невизначеності все може бути з точністю до навпаки: вихід інфляції за межі зазначених діапазонів може сприйматися як "сигнал тривоги" чи навіть провал політики, що провокуватиме ЦБ до надмірно агресивних дій замість гнучкого реагування ([Apel and Claussen, 2017](#)).

Водночас в умовах зростання інтенсивності та/або очікуваної стійкості немонетарних шоків проведення доволі агресивної монетарної політики для швидкого повернення й стійкого утримання інфляції близько цілі може посилювати волатильність на фінансових ринках, генерувати додаткові негативні ефекти для кредитування, економічного зростання та зайнятості ([Coletti et al., 2006](#)). Тож замість зосередження зусиль на постійному утримуванні інфляції близько цілі за будь-яку ціну ЦБ інколи (принаймні тимчасово) застосовують гнучкіший підхід, заснований на комбінуванні "правил" (зокрема у вигляді зобов'язання досягати

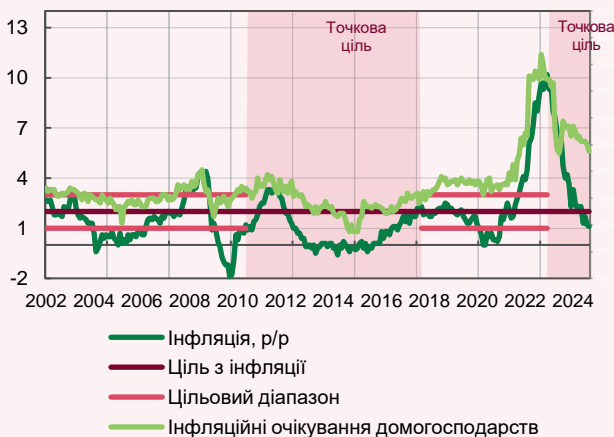
<sup>8</sup> Детальніше – в [Інфляційному звіті за липень 2021 року](#) (вставка 5).

інфляційної цілі у середньостроковій перспективі) та "дискреції" (зокрема толерування тимчасових шоків) (Jahan, 2010; Batini and Nelson, 2000).

Наприклад, перехід до точкової цілі та/або продовження горизонту політики залишає більше простору ЦБ для гнучкого реагування на макроекономічну турбулентність для уникнення зазначених вище негативних ефектів. Такий підхід формує в економічних агентів розуміння неможливості мікроменеджменту та тотального контролю за інфляцією з боку ЦБ. Також поліпшується усвідомлення "природності" тимчасових помірних відхилень інфляції від цілі в умовах інтенсивних шоків, якщо вони до того ж нечутливі до впливу монетарних імпульсів (Apel and Claussen, 2017). Це певною мірою викликає зникання економічних агентів до цінових коливань та в разі їх посилення зменшує ризики розбалансування очікувань і втрати довіри до ЦБ (Bernanke et al., 1999).

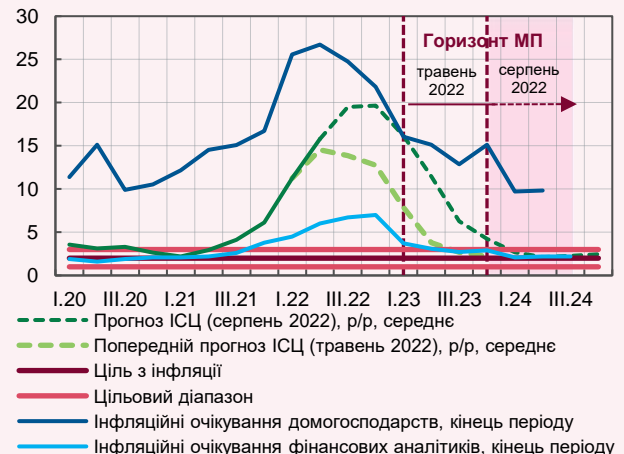
Так, у 2010–2017 роках і з початку 2023 року в умовах суттєвого зростання волатильності цін ЦБ Швеції тимчасово публічно відмовлявся від діапазону прийнятних ("нормальних") відхилень інфляції та переходив до точкової цілі. Водночас ЦБ наголошував на відданості режиму ІТ та незмінності принципів реалізації монетарної політики. У результаті такий перехід додав гнучкості монетарній політиці, проте не спричинив суттєвого відхилення інфляційних очікувань від інфляційної цілі.

**Графік 3.** Швеція: інфляція\*, інфляційна ціль та інфляційні очікування домогосподарств на наступні 12 місяців, %



\* ІСЦ – до серпня 2017 року включно, ІСЦ з фіксованою процентною ставкою (CPIF) – з вересня 2017 року.  
Джерело: [ЦБ Швеції](#), [Статистичне управління Швеції](#).

**Графік 4.** Чехія: ІСЦ, інфляційна ціль та інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



Джерело: [ЦБ Чехії](#).

ЦБ Канади, чий підхід до проведення ІТ часто визнається як "найкраща практика", за кожного перегляду макропрогнозу адаптує горизонт монетарної політики (який в середньому становить шість – вісім кварталів) залежно від природи та очікуваної стійкості інфляційних шоків, ступеня економічної невизначеності та стану кредитування. Водночас ЦБ наголошує, що його можливості демонструвати відповідну гнучкість стосовно змін горизонту політики ґрунтуються на довірі, здобутій завдяки попереднім успіхам у досягненні інфляційної цілі. Гнучкий підхід, за якого горизонт політики коригується відповідно до поточної ситуації та прогнозу, застосовується також ЦБ [Норвегії](#) та [Великобританії](#).

ЦБ Чехії також вдавався до розширення горизонту монетарної політики. Так, у серпні 2022 року ЦБ тимчасово продовжив горизонт монетарної політики на два квартали (з 12–18 місяців до 18–24 місяців) через "надзвичайний тиск витрат на тлі значної невизначеності". Проте щойно ціновий тиск послабився, ЦБ уже у лютому 2023 року звузив горизонт монетарної політики до звичних 12–18 місяців, усвідомлюючи комунікаційні переваги швидшого повернення інфляції до цілі.

**Посилення гнучкості монетарної політики не має зашкодити довірі до монетарної політики ЦБ.** Попри очевидні переваги застосування гнучкого ІТ в



умовах високої невизначеності, занадто значні та тривалі відхилення інфляції від цілі посилюють ризик розбалансування інфляційних очікувань і загрожують втратою контролю над ціновою динамікою. Це й визначає межі гнучкості ЦБ у толеруванні амплітуди і тривалості відхилень інфляції від цілі незалежно від початкової природи їх чинників та чутливості до монетарних імпульсів.

Так, горизонт політики не має бути занадто тривалим, щоб не поставити під сумнів бажання та/або спроможність ЦБ забезпечувати цінову стабільність. Максимальна тривалість "осяжного" майбутнього, на якій ЦБ має змогу публічно проілюструвати та прокомунікувати очікуване повернення інфляції до цілі, нерозривно пов'язана та обмежується тривалістю прогнозного горизонту. Недарма режим ІТ інколи ще називають таргетуванням прогнозу інфляції ([Mu and Voss, 2022](#); [Schnabel, 2024](#)).

І саме тому ЦБ навіть у періоди посилення економічної невизначеності, як правило, не дозволяють собі публічно декларувати намір дотримуватися такої монетарної політики, що не дає змоги привести інфляцію до цілі / цільового діапазону на прогнозованому горизонті.

**Безпрецедентні виклики війни та пов'язана з нею невизначеність зумовлюють доцільність забезпечення високої гнучкості монетарної політики НБУ.** 3 грудня 2019 року й до повномасштабного вторгнення росії в 2022 році НБУ [визначав](#) свою кількісну інфляційну ціль на рівні 5% із допустимим діапазоном відхилень  $\pm 1$  в. п. Горизонт політики для приведення інфляції до цієї цілі становив 9–18 місяців. Режим ІТ передбачав можливість толерування НБУ тимчасових відхилень інфляції від встановленої цілі, якщо це не створювало загрози розбалансування інфляційних очікувань і не перешкоджало поверненню інфляції до цілі на прийнятному горизонті політики.

[Основними засадами грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу](#) у вересні 2024 року було затверджено перехід НБУ до гнучкого ІТ. За такого монетарного режиму НБУ перейшов до точкової інфляційної цілі 5% та розширив максимальну тривалість горизонту політики з 18 місяців до трьох років. Передбачається, що прийнятна тривалість горизонту політики визначатиметься з урахуванням необхідності балансування між сприянням адаптації економіки України до шоків та підтримання її відновлення – з одного боку, і збереження контролю над інфляційними очікуваннями – з іншого. НБУ гнучко адаптуватиме монетарну політику в разі відхилення динаміки макроекономічних показників від очікувань та істотних змін у балансі ризиків для інфляції, стійкості валютного ринку й економічного розвитку.

Гнучке ІТ є проміжним кроком на шляху повернення НБУ до повноцінного формату ІТ з плаваючим обмінним курсом як до режиму, що в практиці багатьох ЦБ продемонстрував свою результативність у забезпеченні макростабільності в довгостроковій перспективі.

## Вставка 2. У пошуках оптимальної гнучкості: яким може бути прийнятне відхилення інфляції від цілі

*Механістична спрямованість ЦБ на постійне утримання інфляції близько цілі може бути малоефективним, а інколи – навіть контрпродуктивним. Водночас стрімке й тривале пришвидшення інфляції відчутно посилює ризики втрати довіри до ЦБ та розбалансування інфляційних очікувань з негативними наслідками для макрофінансової стабільності й економічного зростання. На практиці це спонукає ЦБ – таргетерів інфляції до проведення гнучкої нелінійної монетарної політики в пошуках компромісу між підтримкою адаптивності економіки до шоків та забезпеченням цінової стабільності на середньостроковому горизонті. Для цього в окремі короткострокові періоди ЦБ може утримуватися від посилення монетарної політики, даючи змогу інфляції помірно відхилитися від цілі. Проте ЦБ варто вчасно й рішуче реагувати на ризик тривалого закріплення інфляції вище порогового рівня для уникнення надмірних загроз для цінової стабільності*

**Прагнення ЦБ уникати будь-яких відхилень інфляції від цілі навіть у короткостроковому періоді може бути малоефективним, а інколи – контрпродуктивним.** Монетарні імпульси потребують часу, щоб вплинути на економіку. Крім того, в умовах сповільнення інфляції нижче певного рівня подальше жорстке приведення її до цілі може потребувати суттєвіших монетарних імпульсів ([Orphanides and Wieland, 2000](#)). Це, зокрема, пояснюється небажанням підприємств знижувати номінальні ціни, а працівників – погоджуватися на нижчі зарплати ([Blanco et al., 2024](#)). Крива Філліпса в її ширшому розумінні стає пласкою, тому зростає ціна проведення агресивної монетарної політики: пригнічується економічне зростання й зайнятість, посилюється волатильність на фінансових ринках ([Coletti et al., 2006](#)). За оцінками [Forbes et al. \(2021\)](#), у країнах ОЕСР<sup>9</sup> взаємозв'язок між розривом ВВП та інфляцією майже зникає, коли остання сповільнюється нижче 2–4% (зокрема нижче свого медіанного значення). У країнах EM цей рівень зазвичай є вищим і в окремих випадках може досягати майже 7%.

До того ж економічні агенти стають "раціонально неуважними" до інфляції, коли вона помірно коливається на відносно низькому рівні ([Buelens, 2023](#)). Це, зокрема, пояснюється небажанням шукати релевантну інформацію, труднощами з її опрацюванням ([Cavallo et al., 2017](#)), а також відносно незначними втратами від ігнорування низької інфляції під час ухвалення економічних рішень ([Maćkowiak et al., 2021](#)). У результаті в періоди низького рівня уваги до інфляції вплив її динаміки на інфляційні очікування знижується, стає помірнішим й ефект перенесення вартості високоволатильних компонентів, зокрема енергоносіїв, на базову інфляцію ([Galeone and Gros, 2023](#); [Pfauti, 2024](#)). Це додатково знижує ризики для цінової стабільності, а відповідно – зменшує необхідність проведення агресивної монетарної політики. Крім того, ЦБ може потрапити в "пастку уваги", коли його намагання привести до цілі вже відносно низьку інфляцію залишаться непоміченими, а отже, за каналом очікувань не матимуть належного впливу на поведінку економічних агентів ([Pfauti, 2024](#)).

У сукупності це зумовлює доцільність ЦБ толерувати відносно передбачувані, помірні та нетривалі відхилення інфляції від цілі / цільового діапазону в пошуках короткострокового компромісу між підтриманням економічної активності й послабленням цінового тиску.

**Водночас є порогові рівні інфляції, перевищення яких нелінійно посилює ризики розбалансування інфляційних очікувань.** Так, швидке, суттєве та/або тривале зростання цін привертає увагу економічних агентів ([Link et al., 2023](#)), посилює їх очікування стосовно стійкості інфляційного сплеску ([Sims, 2003](#);

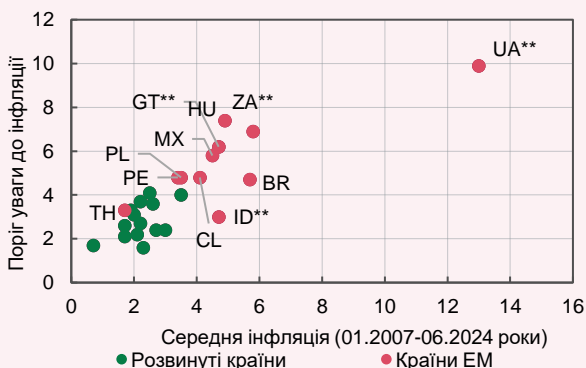
<sup>9</sup> Не враховує Колумбію, Коста-Рику, Естонію, Південну Корею, Литву, Словенію і Туреччину.

[Maćkowiak and Wiederholt, 2009](#)) та погіршує співвідношення витрат і вигід від ігнорування інфляції під час ухвалення споживчих та інвестиційних рішень.

Пошукові запити стосовно інфляції *нелінійно* зростають у періоди, коли вона перетинає певний пороговий рівень, підвищення цін охоплює широкі групи товарів, а новини та політичні дискусії щодо антиінфляційних заходів набирають популярності. Це, зокрема, спостерігалось в Євросоні й інших країнах з розвинутою економікою під час інфляційного сплеску 2021–2023 років ([Buelens, 2023](#)).

Низка емпіричних досліджень останніх років свідчать, що для кожної окремої країни є *пороговий рівень уваги* до темпів зростання цін ([Pfauti, 2024](#); [Buelens, 2023](#)). Він зазвичай вищий в ЕМ, що, зокрема, пов'язане з тривалішою історією високої інфляції, до чого "звикають" економічні агенти ([Cavallo et al., 2017](#)). Так, за оцінками на основі пошукових запитів у Google та Twitter (як у [Korenok et al., 2023](#)), поріг уваги до темпів зростання цін є переважно вищим за їх середнє значення на 0.9 в. п. у середньому в розвинутих країнах, а у ЕМ<sup>10</sup> – на 1.4 в. п.

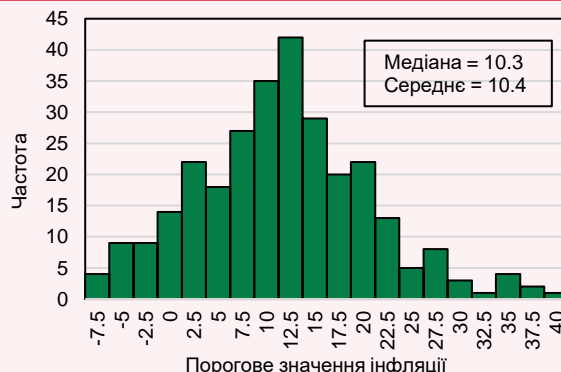
**Графік 1.** Середня інфляція в окремих країнах з ІТ та поріг уваги до неї\*, %



\* Оцінений за методологією [Korenok et al. \(2022\)](#) із с/с індексом у Google Trends за темою "Інфляція" у 2007–2024 роках. Зазначені лише країни, де величини коефіцієнтів у рівнянні відповідали очікуванню.

\*\* Скориговано на тренд у 2007–2010 роках, до зміни методології. Для України також скориговано на періоди активних бойових дій у 2014–2016 роках та з 2022 року за допомогою даммі-змінних.  
Джерело: Google Trends, Bloomberg, розрахунки НБУ.

**Графік 2.** Розподіл оцінених\* порогових рівнів уваги до інфляції в Україні для окремих компонент ІЦЦ\*\*



\* Розрахунки на основі [Korenok et al. \(2023\)](#) з використанням пошукових запитів Google за темою "Інфляція".

\*\* Оцінено для 320 компонент ІЦЦ, які були в споживчому кошику протягом усього періоду спостережень (2018–2024). Оцінені порогові рівні очищено від викидів (зображено результати від 5 до 95 перцентиль).

Джерело: Google Trends, ДССУ, розрахунки НБУ.

Оцінки для України на основі пошукових запитів у Google для різних компонентів індексу споживчих цін свідчать, що найчастіше увага до інфляції стрімко зростає після досягнення її двозначного рівня<sup>11</sup> (10.3%). Це також підтверджується розрахунками для базової інфляції (9.8%), що відображає загальну інфляційну динаміку в країні.

Емпіричні оцінки порогових рівнів інфляції за іншими підходами свідчать, що ЦБ ЕМ варто підтримувати інфляцію на однознакових рівнях ([Khan and Khan, 2020](#)). Це дає змогу уникати асиметрично негативних ефектів від розбалансування інфляційних очікувань і розгортання інфляційної спіралі ([Arias et al., 2020](#)).

**Стійке перевищення інфляцією порогового рівня уваги суттєво посилює ризики для макрофінансової стійкості та економічного зростання.** Так, за перевищення порогу уваги до інфляції чутливість інфляційних очікувань економічних агентів до цінової динаміки *нелінійно* посилюється ([Bracha and Tang, 2022](#); [Weber et al., 2023](#)). Водночас роз'яснення ЦБ чинників інфляційного сплеску для широкого загалу за таких умов можуть виявитися малоефективними ([Coibion et al, 2020](#)). Це підвищує ризик інтерпретації високої інфляції як провалу ЦБ

<sup>10</sup> Усереднено для країн, де порогове значення перевищує середню інфляцію (80% вибірки, наведеної на графіку 1).

<sup>11</sup> Варто враховувати, що оцінки порогового рівня уваги до інфляції за зазначеною методологією для країн з високою та волатильною інфляцією є нестійкими та чутливими до обраного періоду для аналізу. Наведені результати для України відображають період з 2018 року до 2024 року та покривають періоди низької, помірної та високої інфляції.

([Buelens, 2023](#)), що послаблює довіру до монетарної політики ([van der Cruijssen et al., 2023](#)). Погіршення очікувань стосовно стійкості цінового сплеску посилює схильність населення до споживання й вимоги до рівня оплати праці. Фірми швидше переглядають ціни ([Blanco et al., 2024](#)), закладаючи в них зростання виробничих витрат та інфляційну премію ([Joussier et al., 2023](#)). Проінфляційний вплив шоків пропозиції, який зазвичай є відносно нетривалим, за перевищення порогу уваги може посилитися і стати стійким ([Pfauti, 2024](#)). У сукупності це стимулює подальше пришвидшення інфляції та робить ціновий сплеск потужнішим і тривалішим ([Pfauti, 2024](#); [Marcellino and Stevanovic, 2022](#)).

Крім того, коли інфляція починає *стійко перевищувати пороговий рівень*, знижується очікувана віддача від інвестиційних проєктів, зовнішня конкурентоспроможність виробників, скорочується експорт, падає купівельна спроможність та схильність населення до заощаджень у національній валюті. Також погіршується стійкість економічного зростання, поглиблюється нерівність. Це зрештою може спричинити навіть посилення соціальної нестабільності ([Ekinci et al., 2020](#); [Khan and Khan, 2020](#)).

**Спроможність ЦБ приборкувати "понадпорогову" інфляцію знижується.** Це, зокрема, є наслідком зростання економічної невизначеності ([Castelnuovo et al., 2024](#)) та зменшення дієвості каналів монетарної трансмісії ([Schnabel, 2024](#); [Buelens, 2023](#)). Останнє зумовлює потребу в суттєвішому й тривалішому посиленні монетарної політики з відповідними наслідками для економічного зростання та зайнятості ([Forbes et al., 2024](#)). Надалі в міру поступового сповільнення інфляції ЦБ також ризикує потрапити в пастку зниження уваги до цінової динаміки, що породжує проблему тривалого закріплення інфляційних очікувань на високому рівні й ускладнює "останню мілью" повернення інфляції до цілі ([Blanco et al., 2022](#)). До того ж підвищені інфляційні очікування, наближені до порогу уваги, посилюють ризик рецидиву інфляційного сплеску ([Pfauti, 2024](#)). Його тригерами можуть стати навіть рішення самого ЦБ розпочати пом'якшення монетарної політики ([Buelens, 2023](#)).

**Нещодавній досвід ЦБ засвідчив важливість вчасної та рішучої монетарної реакції на загрозу перевищення порогового рівня інфляції.** Надмірно м'яка монетарна політика під час коронакризи стала одним із чинників інфляційного сплеску ([Gagliardone and Gertler, 2023](#)). Протягом тривалого часу ЦБ були переконані в немонетарній природі й тимчасовості інфляційного сплеску, а тому переважно не квапилися з належною монетарною реакцією. Монетарні та фіскальні стимули тривали навіть тоді, коли пришвидшення інфляції вже набирало обертів. Так, навіть у [Бразилії](#), [Чехії](#) чи [Угорщині](#), які були серед лідерів посилення процентної політики, початкова реакція виявилася помірнішою, ніж того вимагали розрахунки індикативної ставки за стандартним правилом Тейлора.

Ціновий сплеск на початковому етапі дійсно не в останню чергу підживлювався шоками пропозиції: розривами ланцюгів постачання через локдауни й стрімким зростанням світових цін на сировинні товари, зокрема енергоносії. Проте рекордне пришвидшення інфляції не залишилося непоміченим: інфляційні очікування погіршилися. Спочатку короткострокові, а згодом – і довгострокові.

Усвідомлення негативних наслідків розгортання інфляційної спіралі спричинило посилення процентної політики, яке стало безпрецедентним у багатьох вимірах, але передусім – у своїй синхронності, агресивності та тривалості ([Forbes et al., 2024](#)). Ключові ставки в країнах ЄМ (переважно за винятком Азії), які першими розпочали цикл підвищення, зросли на 6–12 в. п. менше ніж за півтора року. США та Єврозона були вимушені підвищити ставки з близько 0% до 4–5.5% за аналогічний період.

**Численні дослідження переконливо свідчать, що послідовна та достатньо жорстка монетарна політика знижує ризик рецидивів цінових сплесків і запобігає закріпленню інфляції на високих рівнях.** Послідовна й достатньо жорстка монетарна політика дає змогу швидше впоратися з інфляцією, стримати



девальвацію національної валюти та зростання виробничих витрат. Короткострокові втрати для економіки внаслідок такої політики повністю нівелюються в середньостроковій перспективі ([Ari et al., 2023](#)).

Саме тому НБУ прагне зберегти помірну інфляцію навіть в умовах війни й не допустити її тривалого закріплення на двозначковому рівні. За прогнозом НБУ, цього року інфляція пришвидшиться до 9.7%, але вже навесні наступного року почне сповільнюватися й надалі повернеться до цілі 5% у 2026 році. Для обмеження цінового тиску НБУ із середини року призупинив цикл зниження облікової ставки та доклав зусиль зі збереження стійкої ситуації на валютному ринку. У разі подальшої реалізації проінфляційних ризиків НБУ готовий реагувати всіма наявними заходами монетарної політики.

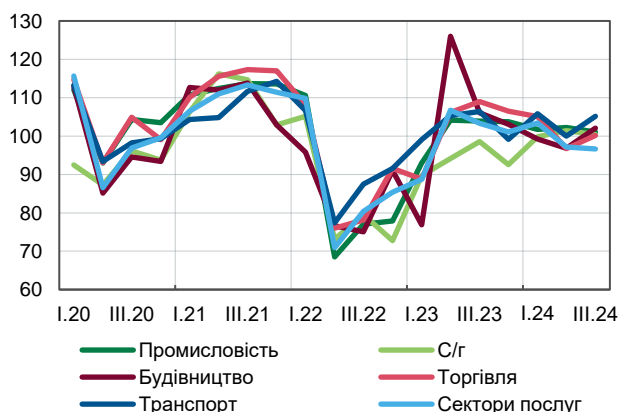
## Розділ 2. Економічний розвиток

- Економіка відновлюється швидше за очікування через більший урожай ранніх зернових культур, менший дефіцит е/е та швидшу адаптацію підприємств до відключень е/е. Оцінку зростання реального ВВП у 2024 році підвищено до 4.0%.
- Економічне зростання пришвидшиться до 4.3–4.6% у 2025–2026 роках завдяки відбудові енергетичних потужностей, стимулюючій ролі державного сектору, зростанню доходів домогосподарств і стійкому зовнішньому попиту. У результаті розрив між реальним ВВП і його потенційним рівнем звужується та практично нівелюється наприкінці прогнозного періоду.

**Оцінку зростання ВВП у 2024 році поліпшено завдяки кращим, ніж очікувалося, врожам ранніх культур, меншому дефіциту е/е та слабшому впливу відключень е/е на виробничу діяльність**

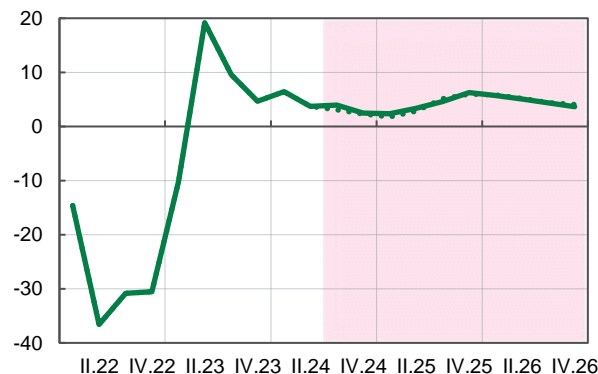
Реальний ВВП у II кварталі 2024 року зріс на 3.7% р/р, що повністю відповідає оцінці НБУ, оприлюдненій в Інфляційному звіті за липень 2024 року. Зростання економіки очікувано сповільнилося на тлі високого дефіциту е/е, що негативно вплинув на ділові та споживчі настрої та зумовив послаблення ділової активності в низці секторів.

Графік 2.1. Індекс ділових очікувань за видами діяльності, %



Джерело: НБУ.

Графік 2.2. Реальний ВВП, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Попри сповільнення, зростання тривало в більшості видів діяльності. Так, сприятливі погодні умови дали змогу обробити більші площі та, відповідно, зібрати більші обсяги врожаю ранніх культур, ніж у II кварталі 2023 року. Повноцінне функціонування морського коридору забезпечило нарощування експорту як с/г продуктів, зокрема нового врожаю, так і продукції ГМК. Останнє стало вагомим чинником збільшення обсягів виробництва в металургії й добуванні руд, а також забезпечило стійке зростання вантажообігу. Бюджетне фінансування оборонних замовлень, будівництва фортифікацій, відновлення пошкодженої критичної інфраструктури та житла й надалі залишалося чинником зростання низки інших видів промисловості, а також будівництва. Високий попит аграріїв на добрива підтримав хімічну промисловість, а переробка значних минулорічних урожаїв – харчову.

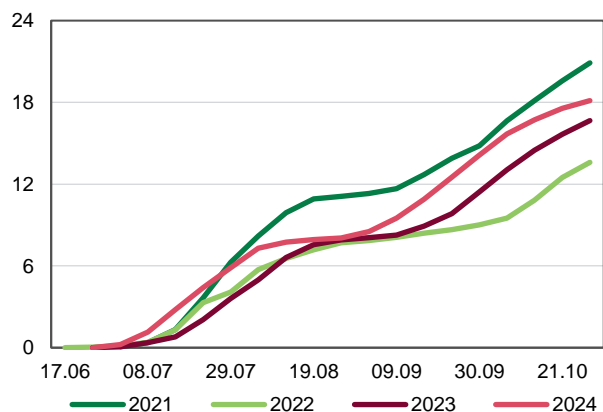
Зростання капітальних видатків бюджету й поліпшення фінансових результатів підприємств зумовили подальше збільшення інвестицій, зокрема в енергоавтономне обладнання на тлі дефіциту е/е, а також розбудову логістичної та торговельної інфраструктури. Стійким залишався й споживчий попит завдяки стрімкому зростанню реальних зарплат (на 17.6% р/р у II кварталі), що, як і раніше, стимулювало роздрібну торгівлю та сектори послуг. Водночас споживчий та інвестиційний попит і надалі задовольнялися переважно імпортом, який зріс на тлі припинення блокади західних кордонів; зріс також імпорт е/е для пом'якшення

наслідків її дефіциту. У результаті внесок чистого експорту в змiну ВВП у II кварталі очікувано став від'ємним.

У III кварталі енергетична ситуація суттєво ускладнилася через потребу в ремонтах АЕС і надзвичайну спеку в липні. Проте в серпні – жовтні поліпшення погодних умов і швидші за очікування ремонтні роботи на енергетичних об'єктах сприяли стабілізації ситуації. У результаті дефіцит е/е в III кварталі виявився меншим, ніж передбачалося. Слабшим був і його негативний вплив на діяльність низки галузей, зокрема завдяки прямому імпорту е/е підприємствами для виробничих цілей, розвитку власного енергозабезпечення та високим лімітам на споживання. Нарощування [видобутку](#) й закачування у сховища газу, у тому числі [імпортованого](#), а також [збільшення потужностей імпорту е/е з ЄС до 2.1 ГВт](#) покликані сприяти стабільному проходженню опалювального сезону.

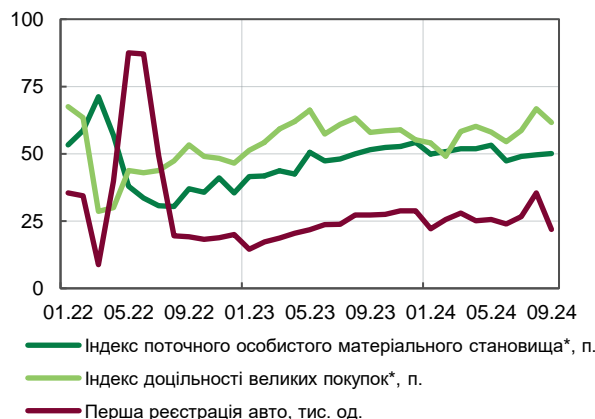
Жнива ранніх культур завершилися швидше, ніж торік. Спека майже не вплинула на їхню врожайність, і обсяги врожаю виявилися більшими за оцінки, наведені в Інфляційному звіті за липень 2024 року<sup>12</sup>. Швидше, ніж торік, розпочалися й тривають жнива пізніх культур<sup>13</sup>, що підтримало показники с/г у III кварталі. Водночас їхня врожайність суттєво поступається минулорічній через вплив посухи. Зміщення строків збирання та менший, ніж торік, урожай за підсумками року (детальніше – у розділі "Припущення та ризики" на стор. 46) зумовлять негативний внесок с/г у змiну реального ВВП у IV кварталі.

**Графік 2.3.** Зібрані площі основних с/г культур з початку відповідного маркетингового року, млн га



Джерело: МінАПК.

**Графік 2.4.** Окремі індикатори споживчого попиту



\*З 03.2022 метод опитування змінено з віч-на-віч на телефонні інтерв'ю.

Джерело: Info Sapiens, Укравтопром.

Стабільна робота морського коридору<sup>14</sup> та м'яка фіскальна політика теж підтримували економічну активність. У результаті оцінку зростання реального ВВП у III кварталі було підвищено з 3.1% до 4.0%, що дало підстави переглянути й прогноз зростання економіки загалом у 2024 році з 3.7% до 4.0%.

Надалі зростання реального ВВП України пришвидшиться (до 4.3% у 2025 році та 4.6% – у 2026 році). Цьому сприятимуть збереження м'якої фіскальної політики, поживлення внутрішнього попиту, що підтримуватиметься зростанням заробітних плат, збільшення врожаїв і стійкий зовнішній попит, а також інвестиції у відновлення, зокрема енергетики. Проте стримувати економічне зростання будуть брак робочої сили, безпекові ризики, міграційні процеси й повільна нормалізація економічних умов.

<sup>12</sup> За даними МінАПК, обсяги збору пшениці станом на 25.10.2024 становили 22.3 млн т (-0.4% порівняно з обсягом врожаю на відповідну дату минулого року), ячменю – 5.5 млн т (-6.0%), ріпаку – 3.5 млн т (-13.7%).

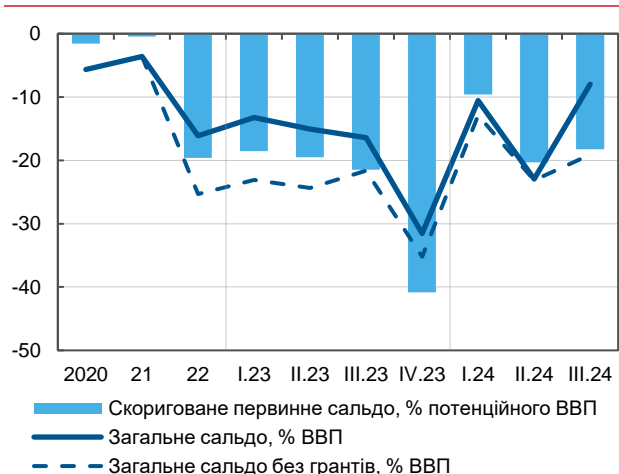
<sup>13</sup> За даними МінАПК, станом на кінець III кварталу площі збору пізніх культур на 81% перевищили минулорічні, а обсяги врожаю – на 68%.

<sup>14</sup> За даними АМПУ, обсяги перевалки вантажів на експорт у морських портах зросли у 2.1 раза р/р у III кварталі 2024 року; за даними УЗ, обсяги вантажних перевезень залізницею зросли на 15% р/р у III кварталі 2024 року.

### М'яка фіскальна політика й надалі стимулюватиме економічну активність, попри ситуативні коливання обсягів витратків

Фіскальна політика залишалася основним чинником економічного відновлення, хоча поточного року її вплив дещо послабився. Від'ємне циклічно скориговане первинне сальдо<sup>15</sup> було суттєвим, але в III кварталі 2024 року зменшилося. Зростання податкових надходжень тривало, хоча дещо сповільнилося через послаблення економічної активності внаслідок дефіциту е/е. Загальний обсяг витратків залишився майже на рівні попереднього кварталу, пріоритетами були витрати на військові потреби, а також гуманітарну сферу, що підтримувало економічну активність у багатьох галузях.

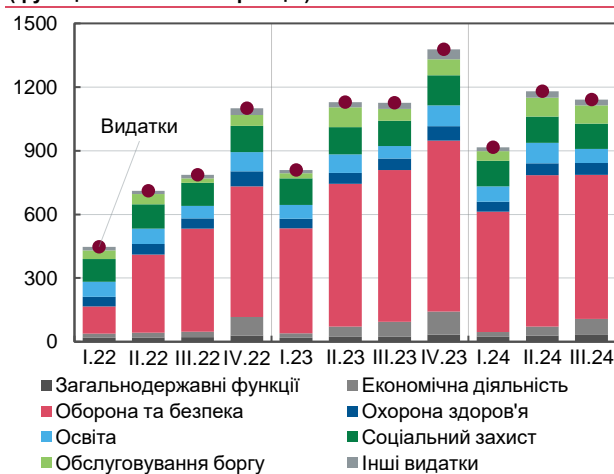
Графік 2.5. Сальдо СЗДУ за різними вимірами\*, % ВВП



Загальне сальдо – сальдо зведеного бюджету з урахуванням позичок ПФУ. Скориговане первинне сальдо – різниця між с/с доходами, у структурі яких податкові надходження скориговано на циклічні зміни ВВП, та с/с первинними витатками. Із доходів вираховано одноразові надходження. Від'ємне значення означає м'яку політику. ВВП 2024 року – оцінка НБУ.

Джерело: ДКСУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.6. Видатки зведеного бюджету, млрд грн (функціональна класифікація)



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

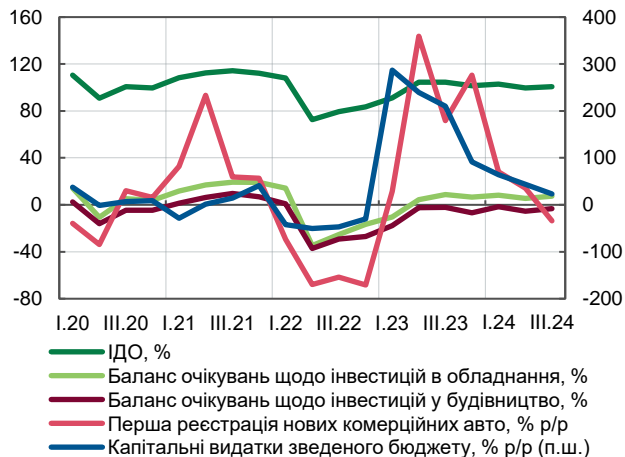
Як і в попередні квартали, у III кварталі додатний внесок у зростання ВВП мав інвестиційний попит. Зокрема, його підтримували державні капітальні вкладення в оборонні та пов'язані проекти, як-от виробництво зброї, а також витрати на ліквідацію наслідків руйнувань. Зростали й інвестиції приватного сектору завдяки подальшому поліпшенню фінансових результатів підприємств<sup>16</sup> та через значні потреби підприємств в енергоавтономному обладнанні з огляду на складну ситуацію в енергосекторі. Збільшувалися інвестиційні вкладення у видобування енергоресурсів.

Державний сектор надаватиме потужний імпульс економічному зростанню й на прогнозованому горизонті, передусім за рахунок значних витратків на оборонно-безпекові потреби, проекти відновлення та гуманітарну сферу, що сприятиме зростанню приватного споживання та інвестиційної діяльності. Отже, дефіцит бюджету залишатиметься суттєвим, хоча поступово скорочуватиметься (з понад 23% ВВП у 2024 році до 12.4% ВВП у 2026 році) за рахунок зміцнення внутрішньої ресурсної бази на тлі подальшого зростання економіки. Скорочення бюджетних стимулів компенсуватиметься активізацією євроінтеграційних процесів із відповідним зростанням інвестиційної привабливості країни, а також ділових і споживчих настроїв, що сприятиме швидшому відновленню інвестиційного попиту та приватного споживання.

<sup>15</sup> Дефіцит зведеного бюджету в III кварталі залишився на рівні попереднього кварталу – 399 млрд грн без урахування грантів у доходах, або близько 19% ВВП.

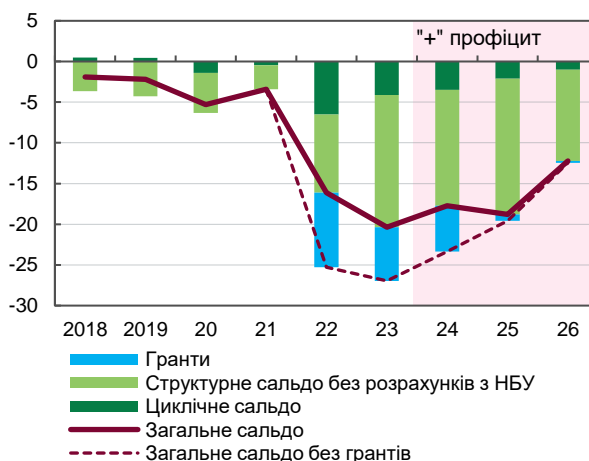
<sup>16</sup> Прибутки підприємств за перше півріччя зросли на 49.7% р/р (порівняно з 39.5% р/р за I квартал 2024), збитки підприємств за перше півріччя зросли на 10.6% р/р (порівняно зі зниженням на 3.5% р/р за I квартал 2024).

Графік 2.7. Окремі індикатори інвестиційного попиту



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.8. Сальдо зведеного бюджету, % ВВП

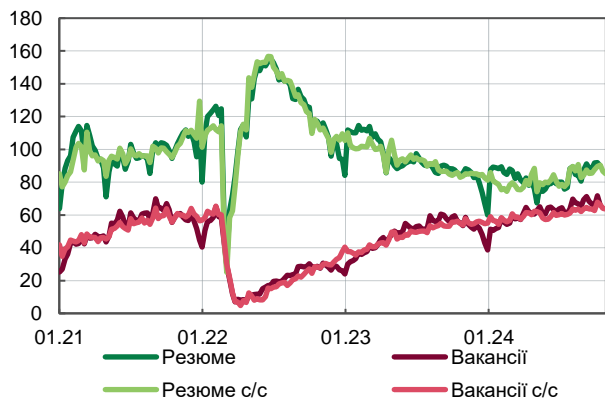


Джерело: ДКСУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

**Ринок праці залишатиметься стисненим та обмежуватиме економічне відновлення**

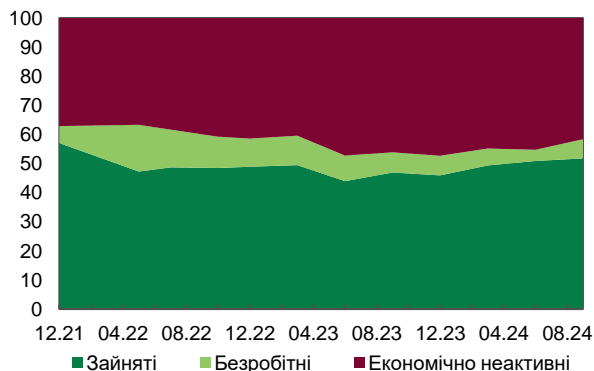
У III кварталі 2024 року стан ринку праці залишався складним. Попит на працівників, вимірюваний кількістю вакансій на сайтах пошуку роботи, і надалі зростав завдяки подальшому відновленню економічної активності. Так, кількість вакансій в абсолютному вимірі була найбільшою з початку повномасштабного вторгнення, а зростання відбувалося практично за всіма професіями. Лідерами попиту залишаються робітничі спеціальності, сфера обслуговування та роздрібна торгівля, а в регіональному вимірі – Київ, Львів та Дніпро. Водночас структура вакансій як за видами діяльності, так і за регіонами практично не змінилася порівняно з вереснем минулого року, що свідчить про певну стабілізацію структури економіки у воєнний час.

Графік 2.9. Нові резюме і вакансії, тис.



Джерело: work.ua, розрахунки НБУ.

Графік 2.10. Структура опитаних за економічною активністю, % відповідей



Джерело: InfoSapiens, розрахунки НБУ.

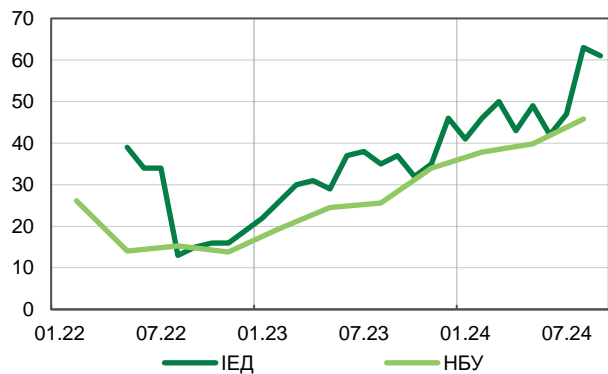
Уперше за останні два роки спостерігається зростання кількості резюме в абсолютному вимірі. Ймовірно, відбувається повернення на ринок праці тих людей, що з різних причин вибули з нього в попередні періоди. Вагомою причиною для цього могло бути збільшення зарплат, а також перехід з тіньової в офіційну зайнятість. Це підтверджується й скороченням частки економічно неактивного населення за даними опитувань InfoSapiens та відповідним збільшенням як зайнятості, так і рівня участі в робочій силі.

Попри зростання пропозиції на ринку праці, дефіцит кадрів та його негативний вплив на діяльність підприємств, за опитуваннями, суттєво посилюлися практично в усіх видах економічної діяльності. Значними залишаються диспропорції на ринку праці та нерівномірними співвідношення вакансій і резюме за різними професіями.



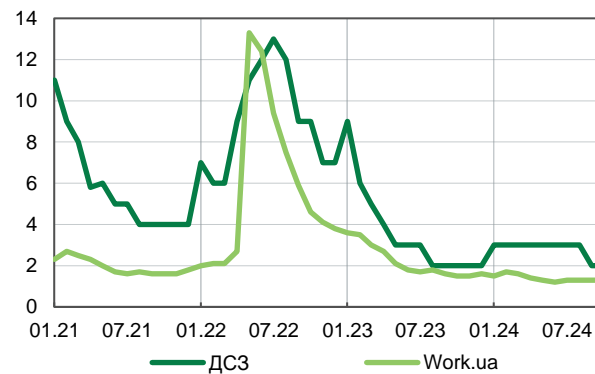
Загалом співвідношення кількості претендентів на одну вакансію наразі нижче навіть за показники 2021 року, що також свідчить про стисненість ринку праці. У результаті штати підприємств переважно недоукомплектовані<sup>17</sup> та, попри загалом сприятливі очікування щодо збільшення обсягів реалізації продукції підприємствами в наступні 12 місяців, вони не прогнозують збільшення кількості працівників<sup>18</sup>. Отже, підприємства очікують збереження дефіциту кадрів і подальшого зростання конкуренції за працівників.

**Графік 2.11.** Брак кваліфікованих працівників як один з найбільш впливових чинників, що обмежують спроможність підприємств збільшувати виробництво, % відповідей



Джерело: ІЕД, НБУ.

**Графік 2.12.** Кількість претендентів на одну вакансію, осіб



Джерело: ДСЗ, work.ua, розрахунки НБУ.

Значною мірою посилення тиску на діяльність підприємств з боку нестачі працівників у III кварталі було зумовлене збільшенням міграційного відпливу за кордон понад очікування, зокрема через тривалі відключення е/е влітку. Так, за даними ООН, кількість українських мігрантів упродовж III кварталу зросла майже на 200 тис., зростання тривало й на початку IV кварталу – до майже 6.8 млн. осіб станом на середину жовтня 2024 року. Ризики подальшого посилення міграційного відпливу залишаються значними (детальніше – у розділі "Припущення та ризики" на стор. 46).

Як і раніше, дефіцит кадрів на ринку праці підживлює зростання заробітних плат. Зокрема, у II кварталі 2024 року в середньому реальні заробітні плати збільшилися на 17.6% р/р, номінальні – на 22.1% р/р. Згідно з наявними непрямыми даними, високі темпи зростання номінальних зарплат збереглися й у III кварталі. Проте посилення інфляційного тиску зумовило певне сповільнення темпів зростання реальних зарплат, хоча вони все ще залишалися доволі високими й надалі підтримували приватне споживання.

Очікується, що вже наприкінці поточного року реальні заробітні плати перевищать довоєнний рівень та підвищуватимуться надалі через значну конкуренцію роботодавців за наявну робочу силу. Це разом із м'якою фіскальною політикою сприятиме подальшому зростанню споживчого попиту.

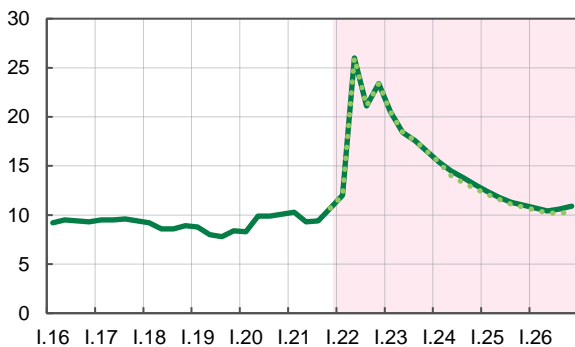
Рівень безробіття в економіці поступово зменшуватиметься під впливом зростання попиту на робочу силу, проте залишиться вищим за рівень у період до повномасштабного вторгнення. Він визначатиметься тривалим збереженням диспропорцій на ринку праці насамперед через обмежену пропозицію кваліфікованої робочої сили, на якій позначатимуться наслідки війни, зокрема й складнощі з поверненням демобілізованих до роботи. Також її обмежуватимуть міграційні процеси (детальніше – у розділі "Припущення та ризики" на стор. 46) та подальша адаптація мігрантів до життя за кордоном, що зменшує ймовірність для масового та швидкого їх повернення в Україну. Через міграцію та зміни структури

<sup>17</sup> Згідно з опитуванням Advanter у серпні 2024 року штати підприємств укомплектовано на 71%, зокрема у майже у чверті (23%) підприємств – менше 50% штату.

<sup>18</sup> За опитуванням підприємств, проведеним НБУ у III кварталі 2024 року, баланс відповідей щодо зміни кількості працівників у наступні 12 місяців залишився від'ємним (-10.9%, зокрема, частка тих, хто очікує зростання 12.3%, зниження 23.2%, без змін 64.5%). Скорочення кількості працівників очікують підприємства усіх видів діяльності, найбільше – будівництва (-20%), найменше – торгівлі (-5.2%).

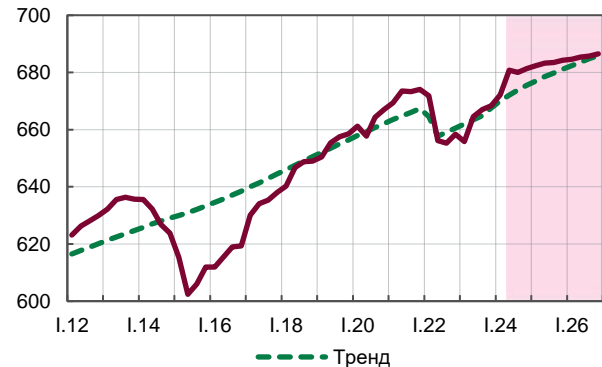
економіки вплив диспропорцій на ринку праці буде нерівномірним за регіонами й галузями.

Графік 2.13. Рівень безробіття за МОП, с/с, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.14. Реальна зарплата, рівень (логарифми)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

### Економіка країн – ОТП України поволі зростатиме, що утримуватиме стійким зовнішній попит

Випереджаючі [індикатори](#) свідчили про відносну слабкість економіки більшості країн – ОТП України в III кварталі через подальше звуження активності в промисловості на тлі жорстких умов фінансування та інвестицій. Натомість сектор послуг зберігає відносну стійкість. Додаткову підтримку економічному зростанню надавало збільшення заробітних плат (хоча й сповільненими темпами), що підтримувало споживчий попит та зростання світової [торгівлі товарами](#). Однак на регіональному рівні спостерігається слабша європейська торгівля та сильніша азійська. Крім того, окремі [індикатори](#), зокрема низькі експортні замовлення та оцінки товарообігу на основі руху суден, свідчать про сповільнення зростання торгівлі в III кварталі. Проте до кінця року розвиток торгівлі підтримуватимуть високі товарні запаси й поживлення зовнішнього попиту.

Очікується, що в наступні роки економіка країн – ОТП України помірно зростатиме, що утримуватиме стійкий зовнішній попит на українську продукцію. Середньозважений показник UAWGDP підвищуватиметься темпами близько 3%, що є близьким до середнього рівня за останні вісім років до шоку, спричиненого пандемією COVID-19. Стійке зростання буде забезпечено синхронним пом'якшенням фінансових умов і стабільним функціонуванням глобальних ланцюгів постачання, що сприятимуть зростанню [світової торгівлі](#) й інвестицій. Крім того, технологічний прогрес і цифрова трансформація, особливо в таких секторах, як охорона здоров'я, чиста енергетика та цифрові фінанси, зумовлюватимуть підвищення продуктивності, передусім у країнах EM.

Так, помірне зростання економіки США значною мірою пояснюється агресивною монетарною політикою ФРС, що призвела до сповільнення попиту, насамперед у таких секторах, як житлове будівництво та споживчі товари. Очікується, що наслідки попереднього посилення монетарної політики досягнуть піку в першій половині 2025 року, що призведе до сповільнення темпів найму на роботу в корпоративному секторі. Це пригнічуватиме зростання доходів домогосподарств та обмежуватиме споживчі витрати, які є критично важливими рушіями поживлення економіки. Водночас поступове пом'якшення фінансових умов стимулюватиме нарощування інвестицій, що підтримуватиме економічну активність.

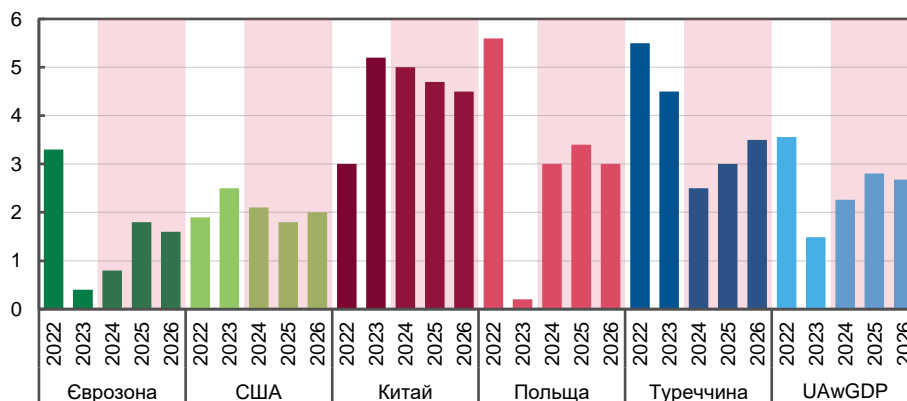
Зростання реального ВВП Єврозони та більшості країн ЦСЄ у 2024 році залишиться низьким через слабкість у переробній промисловості, тоді як сектор послуг розвивається помітно краще. Слабкі інвестиції бізнесу й значні заощадження домогосподарств залишаються перешкодами для сильнішого економічного відновлення. У наступні роки стійкий ринок праці разом із поступовим зростанням споживчих настроїв та зниженням невизначеності підтримають витрати домогосподарств. Безробіття зберігатиметься на історично низьких

рівнях, тоді як продуктивність праці поступово поліпшуватиметься. Додатковою підтримкою будуть збільшення державних видатків у межах фонду відновлення ЄС [NextGenerationEU](#) і поживлення інвестиційної активності бізнесу завдяки послабленню монетарної політики.

Економіка Китаю сповільнюватиметься через подальшу стисненість внутрішнього попиту, зокрема споживчих витрат, і проблеми на ринку нерухомості. Останні дані свідчать про широкомасштабне охолодження активності в ключових секторах, у тому числі в переробній промисловості й роздрібній торгівлі. Це свідчить про циклічний спад, що збережеться й у наступних роках. Однак прихильність уряду до фіскального стимулювання та структурних реформ, спрямованих на підтримку споживання та інновацій, а також пом'якшення монетарної політики забезпечуватимуть відносно високі темпи зростання економіки Китаю.

На відміну від Китаю, Індія надалі зберігає економічну стійкість завдяки високому внутрішньому попиту, який стимулюється швидким зростанням середнього класу та збільшенням державних і приватних інвестицій. Крім того, очікується, що сприятлива демографічна ситуація та продовження структурних реформ, зокрема спрямованих на поліпшення інфраструктури та бізнес-середовища, забезпечать міцний фундамент для стійкого зростання в наступні роки.

**Графік 2.15. Реальний ВВП окремих країн – ОТП України та UAwGDP, % р/р**



Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Проте геополітична напруженість залишається високою, що зумовлено тривалими конфліктами та помітним охолодженням у відносинах між ЄС, США та Китаєм. Крім того, все більше ознак фрагментації торгівлі через геополітичні проблеми та зсув у бік регіоналізації, зокрема внаслідок намагань росії сформувати коаліцію держав для конфронтації з демократичним світом. Такі процеси можуть призвести до перебоїв у ланцюгах постачання, зростання цін на сировинні товари та посилення волатильності товарних і фінансових ринків, що негативно вплине на зовнішній попит (детальніше – у розділі "Припущення та ризики" на стор. 46).

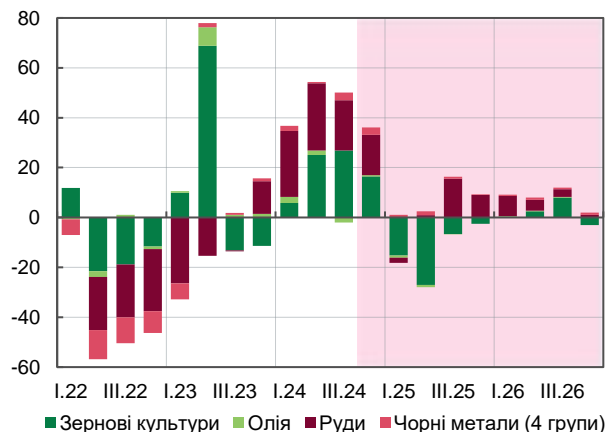
**Внесок чистого експорту у ВВП залишатиметься від’ємним в умовах посилення конкуренції на зовнішніх ринках та значних потреб в імпорті для відновлення**

Темпи зростання експорту товарів у III кварталі 2024 року не змінилися, проте за товарними групами спостерігалася різноспрямована динаміка. Так, звуження попиту на продукцію ГМК з боку Китаю в умовах послаблення його економічної активності призвело до сповільнення зростання експорту залізної руди. Крім того, суттєво скоротилися поставки соняшникової олії через обмежену пропозицію сировини на внутрішньому ринку. Водночас повноцінне функціонування морського коридору забезпечувало стабільні поставки зернових культур, зростання яких у річному вимірі пришвидшилося через низьку базу порівняння минулого року. Остання була зумовлена повною зупинкою "зернового коридору" та слабкими темпами функціонування морського коридору на початку його відкриття. Натомість зростання експорту послуг відчутно сповільнилося: слабший зовнішній попит та високі безпекові ризики зумовлюють тривале звуження попиту на послуги

української IT-індустрії. У результаті зростання експорту товарів та послуг у III кварталі сповільнилося порівняно з попереднім кварталом.

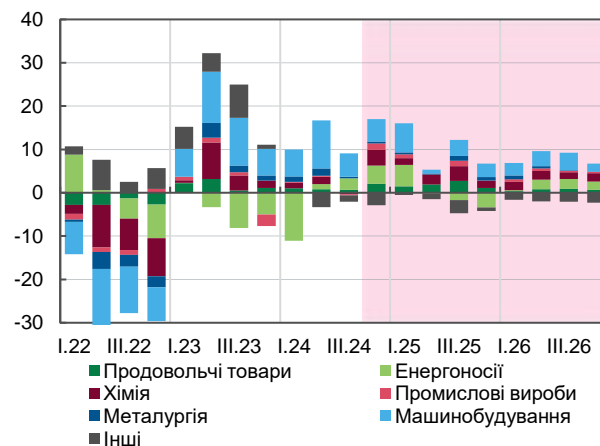
Зростання імпорту товарів та послуг сповільнилося відчутніше за рахунок неенергетичної складової. Так, нарощування внутрішнього виробництва призвело до звуження попиту на окрему імпорتنу продукцію машинобудування та металургії. Крім того, подальша зміна резидентності вимушених мігрантів зумовила скорочення імпорту послуг за статтею "Подорожі". Водночас значний дефіцит е/е та поліпшення споживчих настроїв населення сприяли нарощуванню закупівель енергообладнання та споживчої продукції. У результаті від'ємний внесок чистого експорту в зростання ВВП у III кварталі дещо скоротився.

**Графік 2.16.** Внески в річну зміну фізичних обсягів експорту окремих товарів, в. п.



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.17.** Внески в річну зміну імпорту товарів, в. п.



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Швидке нарощування експорту товарів на прогнозованому горизонті стримуватиметься обмеженим виробничим потенціалом та посиленням світової конкуренції. Так, на тлі поштовху ділової активності країн – ОТП України поставки продукції ГМК поступово зростатимуть, проте їх обмежуватиме боротьба основних виробників сталі у світі за частку ринку. Збільшення ємності внутрішнього ринку та брак персоналу гальмуватимуть швидке відновлення експорту машинобудування та хімічної продукції. Водночас безперебійне функціонування морського коридору та обмежена світова пропозиція забезпечуватимуть стабільні поставки зернових культур. Проте зниження врожаю у 2024 році зумовить тимчасове скорочення експорту в наступному році. Крім того, у 2025 році попит на українські IT-послуги залишиться слабким. У результаті експорт товарів та послуг знизиться у 2025 році, проте вже у 2026 році відновить зростання завдяки поступовому поверненню економіки до нормальних умов функціонування.

Темпи зростання імпорту товарів та послуг хоч і сповільняться, але залишаться високими. Це зумовлюватиметься все ще високими потребами сектору оборони, поточним споживанням та необхідністю інвестицій у відновлення інфраструктури. Зокрема, очікується значний попит на продукцію машинобудування, енергообладнання, метали та пластмаси. Крім того, нарощування видатків бюджету стимулюватиме й імпорт продовольчих та промислових товарів, електроприладів та побутової техніки. Суттєві енергодефіцити стимулюватимуть імпорт е/е та нафтопродуктів. Лише імпорт послуг знизиться у наступні роки насамперед за статтею "Подорожі" на тлі як подальшої зміни податкової резидентності українських мігрантів, так і часткового їх повернення. У результаті зростання імпорту товарів та послуг перевищуватиме нарощування експорту, отже від'ємний внесок у зростання ВВП збережеться до кінця прогнозного періоду.

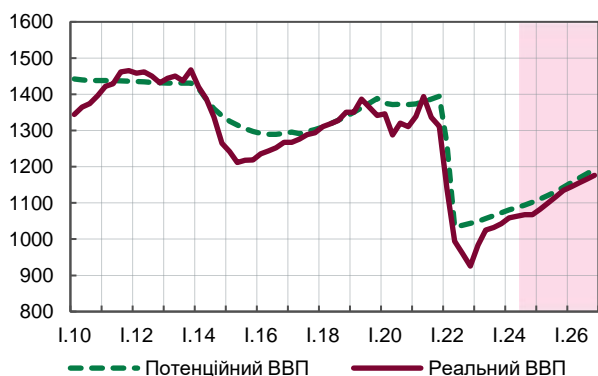
**Реальний ВВП наблизиться до свого потенційного рівня на прогнозованому горизонті**

Значні руйнування виробничих потужностей, втрати людського капіталу та ринків збуту з початку повномасштабного вторгнення призвели до значного падіння потенційного ВВП. Проте завдяки адаптації економіки до нових реалій потенційний

ВВП відновив зростання. На прогнозному періоді цей тренд зберігатиметься. Цьому сприятиме подальша оптимізація бізнесу з впровадженням нових технологій, що компенсуватимуть дефіцитні чинники зростання (робочу силу та капітал). Подальша інтеграція України в європейські ринки, побудова нових сучасних виробництв, налагодження логістики будуть чинниками зростання потенційного ВВП у середньостроковій перспективі. Проте через масштабні втрати потенційний ВВП у прогнозному періоді не досягне свого довоєнного рівня.

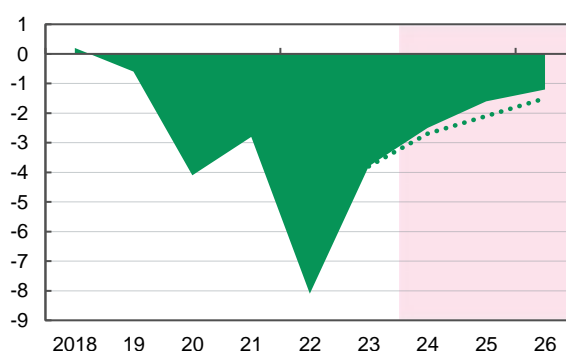
Розрив ВВП суттєво скоротився, проте залишається від’ємним через диспропорції на ринку праці, обмеження економічної активності через дефіцит е/е та стримувальний вплив значної невизначеності на інвестиції. Частина виробничих потужностей залишатиметься недозавантаженою через втрату частини зовнішніх ринків збуту та дефіцит кваліфікованої робочої сили на внутрішньому ринку праці. Ця ситуація буде неоднорідною за регіонами України, але поступово диспропорції вирівнюватимуться, що дасть змогу суттєво скоротити від’ємний розрив ВВП.

Графік 2.18. Реальний та потенційний ВВП, с/с, у постійних цінах 2021 року



Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ.

Графік 2.19. Розрив ВВП, % потенційного ВВП



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.



## Розділ 3. Монетарні умови та фінансові ринки

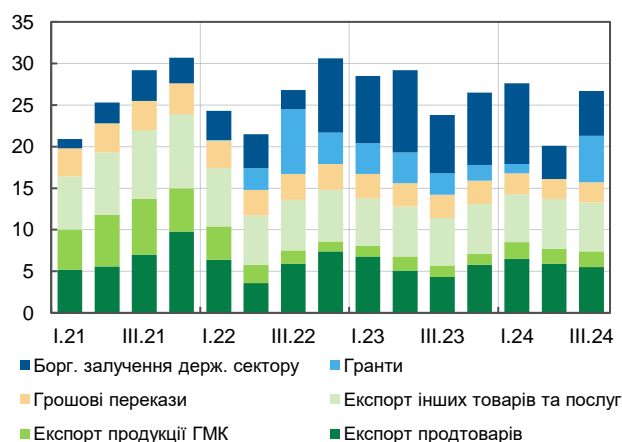
- Оновлений прогноз НБУ передбачає триваліше утримання облікової ставки на рівні 13% – щонайменше до літа 2025 року. Це рішення в поєднанні з підтриманням стійкості валютного ринку дасть змогу зберегти контроль над інфляційними очікуваннями, сповільнити інфляцію наступного року та надалі повернути її до цілі 5%.
- Значні обсяги фінансової допомоги й надалі забезпечуватимуть достатній рівень міжнародних резервів, що дасть змогу НБУ компенсувати структурний дефіцит валюти в приватному секторі та згладжувати надмірні курсові коливання.
- Вжиті НБУ заходи зі збільшення гнучкості банків в управлінні власною ліквідністю та стимулювання додаткового попиту на ОВДП підтримуватимуть здатність уряду залучати необхідні обсяги фінансування на внутрішньому борговому ринку без звернення до емісійних джерел.

### Ситуація на валютному ринку є стійкою та контрольованою

Відносна стабільність чистого попиту на іноземну валюту, що узгоджувався з оцінками НБУ структурного дефіциту, створювала фундаментальне підґрунтя для збереження бокового тренду в динаміці обмінного курсу гривні впродовж останніх місяців. НБУ і надалі залишався активним учасником валютного ринку з метою уникнення розбалансування інфляційних та курсових очікувань.

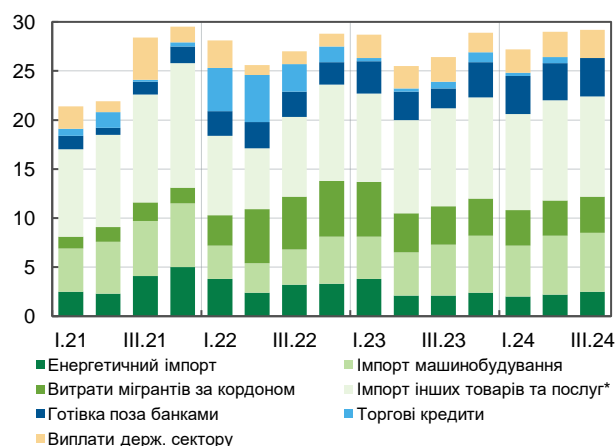
Дотримуючись задекларованих принципів керованої гнучкості, НБУ забезпечував помірні двосторонні коливання офіційного курсу гривні до долара США, напрям руху якого визначався змінами в балансі попиту та пропозиції на ринку. Загалом у III кварталі середній офіційний курс гривні до долара США послабився на 3.2%, насамперед унаслідок посилення турбулентності на валютному ринку в липні. У відповідь на певне погіршення курсових очікувань та з огляду на інфляційну динаміку НБУ збільшив чистий продаж іноземної валюти в III кварталі до 9.2 млрд дол. (порівняно з 8.3 млрд дол. у II кварталі). Це дало змогу знизити амплітуду коливань обмінного курсу гривні та заспокоїло учасників ринку. Цьому також сприяло надходження значних обсягів офіційного фінансування в серпні.

Графік 3.1. Основні компоненти валютних надходжень у країну, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Графік 3.2. Основні компоненти відпливу валюти, млрд дол.



\* Без урахування гуманітарної допомоги.

Джерело: НБУ.

Серед ключових чинників, що визначали попит на валюту залишалися високі видатки бюджету з огляду на значні обсяги міжнародної допомоги. Вплив на валютний ринок мало і сезонне (через вичерпання залишків кукурудзи та поставки нового врожаю с/г продукції) та ситуативне (пов'язане з регуляцією термінів розрахунків) коливання попиту та пропозиції валюти з боку виробників аграрної продукції. В умовах слабого світового попиту знизилися надходження від експорту залізних руд, що втім було компенсоване нарощуванням поставок

металургії на тлі поступового [відновлення феросплавної галузі](#). Водночас попит на валюту дещо збільшився через значну потребу в закупівлях енергетичного обладнання та е/е з огляду на складну ситуацію в енергосистемі та зростання імпорту пального як унаслідок сезонного чинника, так і в очікуванні підвищення податків. Активізація літнього відпочинку та поживлення міграції зумовило вищі витрати українців за кордоном. Крім того, зросли обсяги дозволених у межах лібералізації валютних обмежень операцій бізнесу.

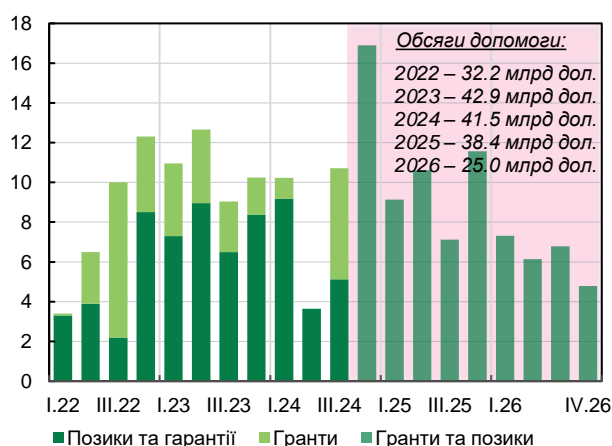
Протягом III кварталу високим залишався і попит на готівкову іноземну валюту, хоча й дещо знизився в серпні разом зі стабілізацією ринкової ситуації. Різниця між готівковим та офіційним курсами в III кварталі, попри ситуативні сплески, була низькою та майже не перевищувала 1%. Помірні курсові коливання у відповідь на дію фундаментальних та ситуативних ринкових чинників не порушили стійкості інфляційних очікувань, які залишалися відносно резистентними до цінової та курсової динаміки. Це, разом із доволі високою дохідністю гривневих інструментів, є важливим чинником обмеження тиску на валютному ринку, збереження його стійкості й закореності інфляційних очікувань у майбутньому.

Заспокійливий вплив на ринок мали й новини про надходження міжнародного фінансування в значних обсягах, успішну реструктуризацію зовнішнього державного боргу та проходження п'ятого перегляду програми з МВФ. Ці новини стали позитивним сигналом щодо збереження достатніх обсягів зовнішньої допомоги для забезпечення макрофінансової стійкості.

Саме завдяки надходженню міжнародної допомоги в значних обсягах за результатами III кварталу сформувався чистий приплив валюти, а НБУ зміг підтримувати належний рівень резервів (38.9 млрд дол. станом на кінець вересня). Цей обсяг більше ніж на 10% перевищив мінімально необхідний рівень за композитним критерієм адекватності МВФ.

Таким чином НБУ, зберігав високу спроможність забезпечувати стійкість валютного ринку. Водночас актуальним завданням НБУ залишалося ощадливе використання міжнародних резервів. З огляду на це НБУ [продовжував](#) зважені поетапні заходи валютної лібералізації для поліпшення бізнес-клімату та підтримання обороноздатності, однак поряд із ними застосовував і додаткові кроки для протидії непродуктивному відпливу капіталу з країни.

Графік 3.3. Міжнародна фінансова допомога, млрд дол.



Джерело: НБУ, МФУ, дані з відкритих джерел, припущення НБУ.

Графік 3.4. Валові міжнародні резерви



Джерело: розрахунки НБУ.

Структурний дефіцит валюти приватного сектору зберігатиметься високим на прогностному горизонті під впливом значного попиту на імпорتنі товари й велику кількість мігрантів за кордоном. Водночас зростання експортних надходжень залишатиметься обмеженим через наслідки війни та динаміку світових цін (детальніше – у розділі "Економічний розвиток" на стор. 22). Попит на готівкову валюту зберігатиметься високим в умовах значних бюджетних видатків, але стримуватиметься монетарними заходами, спрямованими на захист гривневих

заощаджень від інфляції. Помірний поступ у послабленні валютних обмежень дещо посилить тиск на міжнародні резерви, проте сприятиме поліпшенню бізнес-клімату та припливу інвестицій у середньостроковій перспективі.

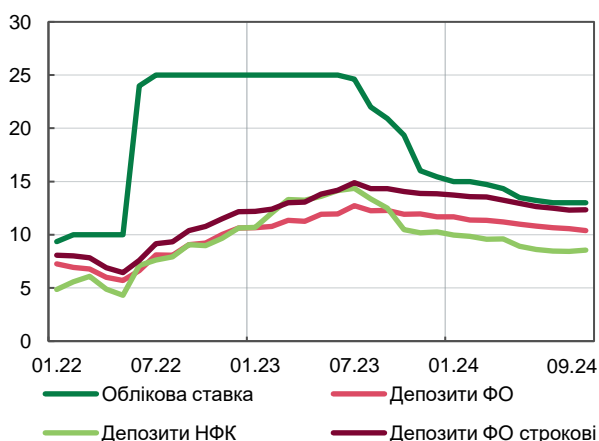
Залучення державного сектору у вигляді міжнародної фінансової допомоги залишатимуться основним джерелом чистого припливу валюти на прогнозованому горизонті, проте їхня роль поступово зменшуватиметься. В умовах значного структурного валютного дефіциту приватного сектору це спричинить зниження міжнародних резервів до 41 млрд дол. на кінець 2025 року та 35 млрд дол. на кінець 2026 року. До кінця 2025 року вони перевищуватимуть мінімально достатній рівень за композитним критерієм МВФ, а на кінець 2026 року становитимуть близько 80% від цього рівня. Таких обсягів буде достатньо для забезпечення стійкості валютного ринку. Використовуючи режим керованої гнучкості курсу, НБУ компенсуватиме структурний дефіцит валюти в приватному секторі й згладжуватиме надмірні курсові коливання. Курс помірно коливатиметься в обидва боки, реагуючи на зміну ринкових умов, що надалі посилюватиме адаптивність валютного ринку та економіки. Динаміка курсу узгоджуватиметься із завданнями НБУ зі збереження під контролем інфляційних очікувань, сповільнення інфляції наступного року та повернення її до цілі 5% на горизонті політики.

**Для підтримання стійкості валютного ринку та обмеження цінового тиску НБУ зберіг ставку незмінною на рівні 13%**

З липня НБУ призупинив пом'якшення процентної політики, а оновлений прогноз передбачає триваліше утримання облікової ставки на рівні 13% – щонайменше до літа 2025 року. Ці рішення спрямовані на підтримання інтересу до заощаджень у гривні, стримування попиту на валютному ринку та поступового приведення інфляції до цілі впродовж наступних років.

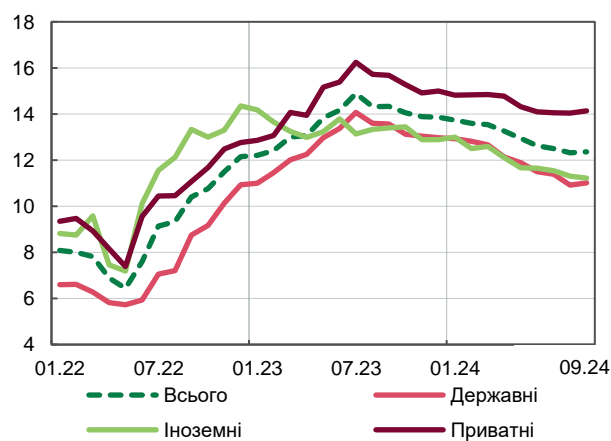
Збереження ключової ставки незмінною впродовж останніх місяців на тлі зростання інфляційного тиску відобразилося на динаміці ставок за гривневими депозитами. Так, у липні – серпні темпи їх зниження суттєво сповільнилися, а починаючи з вересня в окремих сегментах навіть незначно зросли. Зокрема, за результатами III кварталу середньозважена ставка за депозитами НФК на вимогу зросла на 0.7 в. п. до 5.3%, а дохідність строкових депозитів повернулася до рівня червня (8.7%).

**Графік 3.5. Середньозважені процентні ставки за гривневими депозитами та середньомісячна облікова ставка, %**



Джерело: НБУ.

**Графік 3.6. Середньозважені процентні ставки за гривневими строковими депозитами ФО (за групами банків), %**



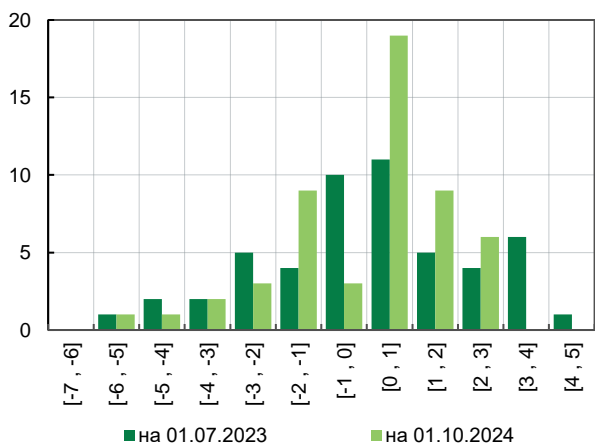
Джерело: НБУ.

Ставки за строковими депозитами для населення у вересні також припинили знижуватися, попри те що очікуваний імпульс (згідно з модельними розрахунками) від попередніх знижень облікової ставки ще не вичерпався. Банківська система продовжує функціонувати в умовах значного профіциту ліквідності, однак її нерівномірний розподіл і посилення резервних вимог змушує окремі банки агресивніше конкурувати ставками за ресурси. Крім того, активізація

високодохідного споживчого кредитування дає змогу окремим банкам тримати вищі ставки за строковими депозитами. Загалом ринок строкових депозитів став конкурентнішим, банки все менше дозволяють собі відхилитися від середнього рівня ставок по системі, намагаючись не втратити клієнтів.

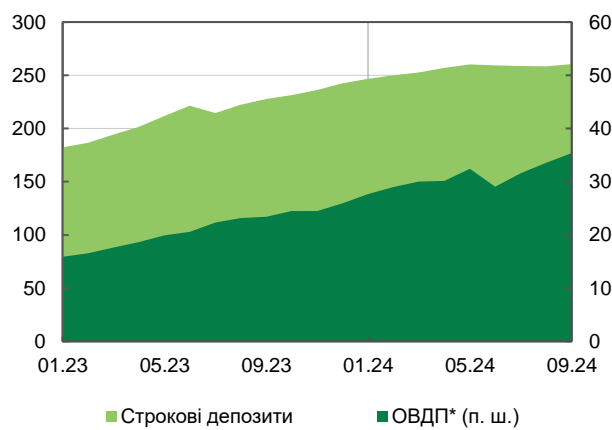
Незважаючи на певне погіршення курсових та інфляційних очікувань домогосподарств, поточна дохідність гривневих інструментів є достатньою для підтримання попиту з боку населення на тлі стабілізації ситуації на валютному ринку. Строкові вклади у вересні відновили зростання, а портфель гривневих ОВДП збільшується після тимчасового скорочення в червні. НБУ й надалі прагнути утримувати реальні процентні ставки за строковими гривневими інструментами на достатньо високому рівні, що забезпечить захист гривневих заощаджень населення від інфляційного знецінення.

**Графік 3.7.** Розподіл відхилень ставок за гривневими депозитами ФО на строк понад три місяці від середньоринкового рівня, в. п.



Джерело: НБУ.

**Графік 3.8.** Залишки гривневих ОВДП у портфелі ФО та строкових депозитів ФО, млрд грн



\* За номінально-амортизаційною вартістю.

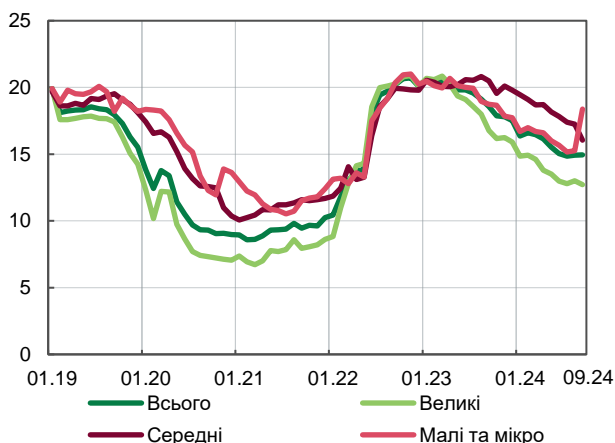
Джерело: НБУ.

Вартість корпоративних кредитів надалі знижувалася: протягом кварталу середньозважена ставка за гривневими кредитами НФК скоротилася на 0.5 в. п. Водночас, якщо ставки за кредитами великим та середнім підприємствам знижувалися (особливо за новими кредитами великим підприємствам), то за кредитами малим та мікро підприємствам – відчутно зросли у вересні, що може відображати очікування банків щодо зростання ризиків. На сьогодні рівень ставок відповідає доковідному періоду та на тлі потреби в капітальних інвестиціях і оборотному капіталі сприяє зростанню попиту на кредити. Так, гривневі кредити корпоративному сектору в III кварталі зросли на 4.2% (9.3% з початку року). Лідерами за обсягами приросту в III кварталі були переробна промисловість та операції з нерухомим майном. Позитивний ефект мала й спільна ініціатива з кредитування на підтримку енергетики – [банки схвалили заявки на кредитування таких проєктів на 8 млрд грн на кінець вересня](#).

Вартість гривневих кредитів населенню в III кварталі майже не змінилася, а темпи зростання їх портфеля залишаються високими – 6.8% за квартал (21.3% з початку року). Основу портфеля надалі формують незабезпечені позики, рушієм цього зростання залишається карткове кредитування двома банками-лідерами. Іпотечне кредитування також зростає швидкими темпами (переважно в межах державної програми “єОселя”), однак обсяги поки що залишаються незначними.

НБУ й надалі сприятиме активізації кредитування як одного з ключових елементів сталого економічного розвитку країни відповідно до реалізації схваленої Радою з фінансової стабільності у червні [Стратегії з розвитку кредитування](#). Крім того, підтриманню потенціалу фінансового сектору до нарощування обсягів кредитування сприятимуть заходи із забезпечення макрофінансової стабільності.

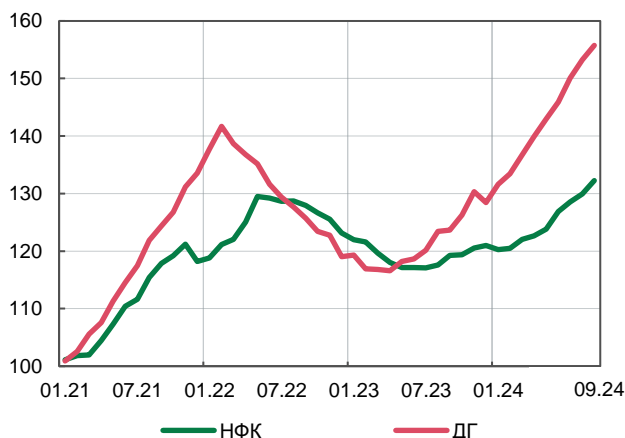
**Графік 3.9. Середньозважені процентні ставки за новими\* гривневими кредитами НФК (за розміром підприємств), %**



\* Без урахування угод за додатковими договорами, за якими відбулася зміна суми та/або процентної ставки, а також пролонгації.

Джерело: НБУ.

**Графік 3.10. Валові гривневі кредити, 12.2020 = 100**

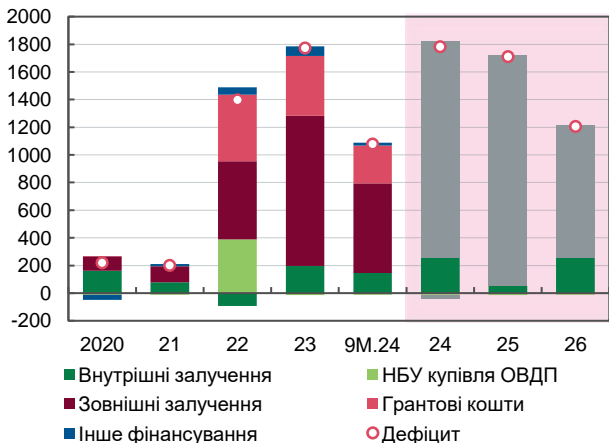


Джерело: НБУ.

**Додаткові заходи НБУ спрямовувалися на розширення ємності внутрішнього ринку державних запозичень для сприяння спроможності уряду з беземісійного фінансування бюджетних потреб**

Активність на внутрішньому борговому ринку в III кварталі відчутно позбавилася, а дохідність цінних паперів підвищилася, хоча й стримано. З одного боку, це пов'язано з очікуваною потребою в додаткових коштах для фінансування видатків на оборонно-безпекову сферу. З другого – неритмічне надходження зовнішньої допомоги (у III кварталі надійшло 10.7 млрд дол, з них 8.4 млрд дол – у серпні) зумовлює потребу створення буфера ліквідності для здійснення майбутніх видатків, зокрема за рахунок залучення коштів на внутрішньому ринку.

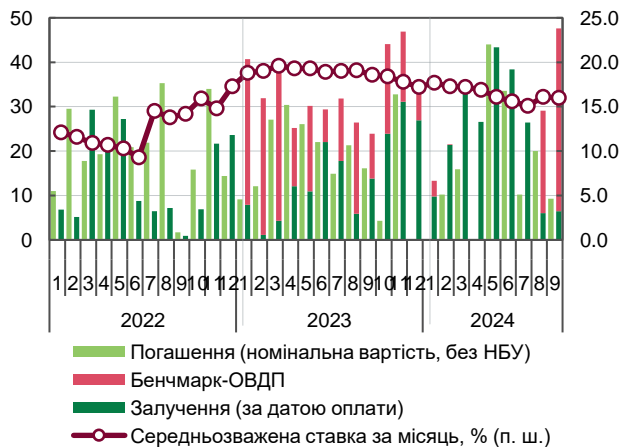
**Графік 3.11. Фінансування\* дефіциту державного бюджету (без урахування грантів у доходах), млрд грн**



\* Чисті залучення. Запозичення в гривні включають випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу банків, ФГВО та інших державних підприємств. Дефіцит у 2024–2026 роках – прогноз НБУ. *Сіра заливка включає зовнішні залучення, грантові кошти та інше фінансування, зокрема використання порівняно значних залишків коштів на кінець попереднього періоду.*

Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

**Графік 3.12. Первинне розміщення\* та погашення гривневих ОВДП, млрд грн та їх дохідність**



\* За результатами проведення аукціонів із розміщення ОВДП до відображення цінових ефектів унаслідок дорозміщення цінних паперів. Не включають ОВДП, випущені у 2022 році для докапіталізації Укрфінжитла, та викуп НБУ військових ОВДП.

Джерело: розрахунки НБУ.

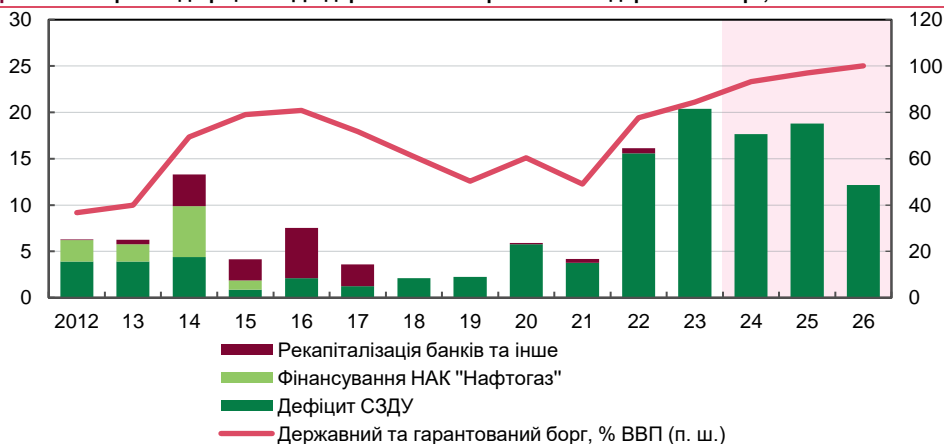
Інтерес до державних цінних паперів підтримувався як їх дохідністю, що залишалася однією з найвищих серед інших фінансових інструментів, так і додатковими заходами НБУ. У вересні НБУ анонсував, а в жовтні застосував комбінацію заходів зі збільшення гнучкості банків в управлінні власною ліквідністю та стимулювання додаткового попиту на ОВДП. Зокрема, було [підвищено нормативи](#) обов'язкового резервування й одночасно збільшено частку



обов'язкових резервів, яку банки мають змогу покривати за рахунок бенчмарк-ОВДП. Отже, в очікуванні початку дії анонсованих заходів банки вкладалися в ОВДП на перспективу, що посилює спроможність уряду залучати необхідні обсяги фінансування на внутрішньому борговому ринку без звернення до емісійних джерел (у серпні – вересні внаслідок розміщення бенчмарк-ОВДП залучено понад 64 млрд грн). У результаті в III кварталі обсяг запозичень більше ніж удвічі перевищив погашення, а чисті залучення ОВДП за дев'ять місяців становили майже 133 млрд грн.

Очікуване підвищення ставок податків разом із додатковими заходами уряду з поліпшення адміністрування на тлі відновлення економіки сприятиме зростанню власних ресурсів бюджету. Водночас видатки ще тривалий час утримуватимуться значними, тому роль внутрішнього боргового ринку залишатиметься вагомим з огляду на очікуване поступове скорочення обсягів міжнародної допомоги (детальніше – у розділі "Припущення та ризики" на стор. 46). Міжнародна фінансова підтримка та заходи з мобілізації внутрішніх ресурсів дадуть змогу уряду профінансувати дефіцит бюджету без залучення емісійних джерел фінансування.

**Графік 3.13. Широкий дефіцит СЗДУ державний та гарантований державою борг, % ВВП**



Джерело: МВФ, ДКСУ, МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Через значні бюджетні дефіцити та менші грантові кошти в загальному обсязі міжнародної фінансової допомоги державний та гарантований державою борг надалі збільшуватиметься. Проте він не перевищуватиме 100% ВВП на прогностичному горизонті завдяки стійкому зростанню економіки. Збереженню боргової стійкості сприятимуть пільгові позики від міжнародних партнерів (на значно кращих умовах, ніж ринкові), проведена реструктуризація більшої частини комерційних суверенних боргових цінних паперів, а також поліпшення управління внутрішнім боргом. Отже, незважаючи на високий рівень боргу та збільшення його частки, номінованої в іноземній валюті, боргове навантаження не створюватиме ризиків для бюджету, валютного ринку та економічного розвитку в найближчі роки.

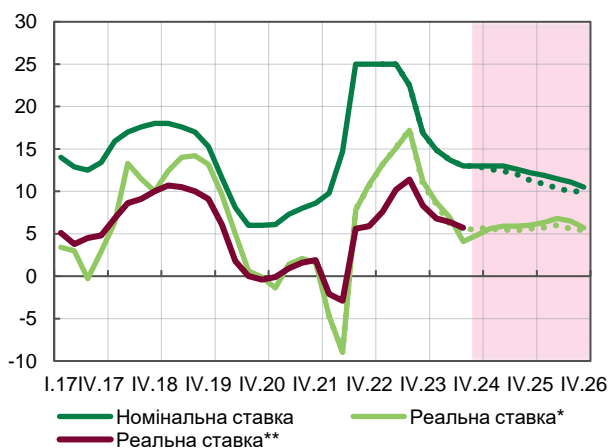
**Обережніший підхід до процентної політики разом зі збереженням стійкості валютного ринку сприятимуть сповільненню інфляції наступного року та її подальшому поверненню до цілі 5%**

Утримання помірної інфляції та подальше її зниження до цілі 5% на тлі поточного посилення цінового тиску вимагатиме обережнішого підходу НБУ до процентної політики, а також виважених заходів з балансування валютного ринку. Девальвація номінального курсу відносно валют країн – торговельних партнерів, що відбулася в попередні квартали, підтримала зовнішньоторговельний баланс України та надходження на валютний ринок. Проте РЕОК гривні все ще залишається відносно міцним, що зумовлює збереження достатньо жорстких реальних монетарних умов. Підтримання належного рівня облікової ставки спрямовуватиметься на подальше забезпечення належного рівня захисту гривневих заощаджень від інфляційного знецінення, що зі свого боку обмежуватиме тиск на валютному ринку. НБУ також згладжуватиме надмірні курсові коливання й надалі компенсуватиме структурний дефіцит валюти на ринку,

за потреби адаптуючи тактику валютних інтервенцій до фундаментальних змін на ринку. Це забезпечуватиме таку динаміку обмінного курсу, що узгоджуватиметься із завданнями НБУ зі збереження під контролем інфляційних очікувань, сповільнення інфляції наступного року та її повернення до цілі 5% на горизонті політики.

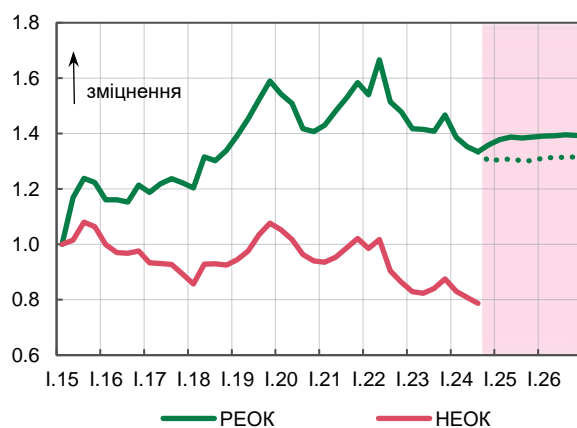
У 2025–2026 роках поступове поліпшення умов торгівлі та зважена монетарна політика попри вищу інфляцію в Україні порівняно з країнами – ОТП утримуватимуть відносно стабільним та міцним РЕОК гривні. У результаті реальні монетарні умови залишатимуться достатньо жорсткими, що допоможе сформувати стійкий дезінфляційний тренд на прогнозному горизонті.

**Графік 3.14.** Облікова ставка в номінальному та реальному вимірах, у середньому за період, %



\* Дефльована на модельні очікування (КПМ).  
 \*\* Дефльована на очікування фінансових аналітиків.  
 Джерело: розрахунки НБУ.

**Графік 3.15.** Індекси РЕОК та НЕОК гривні, I.2015 = 1



Джерело: МВФ, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

### Вставка 3. Від фіксації курсу до гнучкого інфляційного таргетування під час повномасштабної війни

Повномасштабне російське вторгнення змусило НБУ кардинально переглянути підходи до здійснення монетарної політики. Довелося тимчасово перейти до фіксованого обмінного курсу, запровадити жорсткі валютні обмеження й вдаватися до монетизації державного боргу для підтримки обороноздатності країни в перші місяці війни. Однак НБУ [одразу задекларував](#) свій стратегічний намір повернутися до традиційного формату інфляційного таргетування (ІТ) з плаваючим обмінним курсом, щойно для цього складуться макроекономічні передумови. Упродовж 2022–2024 років такі передумови були частково створені, що дало змогу НБУ перейти до гнучкого ІТ. Цей проміжний режим має забезпечити баланс між збереженням керованості інфляційних процесів і сприянням адаптації економіки України до шоків війни з подальшою підтримкою економічного відновлення

**До повномасштабного вторгнення НБУ мав 7 років успішного застосування режиму інфляційного таргетування з плаваючим обмінним курсом.** Так, у 2015 році Україна провела низку важливих реформ, однією з яких був перехід НБУ до традиційного формату ІТ з плаваючим обмінним курсом. У результаті НБУ вдалося в стислі терміни вирівняти макроекономічні дисбаланси, суттєво сповільнити інфляцію й поволі стабілізувати очікування економічних агентів. Це створило передумови для стійкого зростання української економіки у 2016–2019 роках після подолання перших шоків війни, а також сприяло порівняно швидкому відновленню від наслідків коронакризи у 2020–2021 роках.

**Повномасштабне російське вторгнення змусило НБУ переглянути підходи до здійснення монетарної політики.** Зокрема було тимчасово зафіксовано офіційний обмінний курс гривні до долара США, запроваджено жорсткі адміністративні обмеження на валютному ринку та щодо транскордонного руху капіталу. Ключова процентна ставка в умовах надзвичайного рівня невизначеності втратила свою ефективність, тому впродовж перших місяців війни НБУ не змінював її. Роль основного монетарного інструменту було відведено валютним інтервенціям, завдяки яким НБУ забезпечував фіксацію обмінного курсу, покриваючи дефіцит валюти на ринку, та завдяки цьому стабілізував економічні очікування.

Де-юре відхід від режиму ІТ був закріплений [Основними засадами грошово-кредитної політики на період воєнного стану](#) (далі – "Воєнні засади") у квітні 2022 року. Цей крок повністю виправдав себе з огляду на безпрецедентний рівень невизначеності та шоків умов функціонування, у яких раптом опинилася українська економіка. Запроваджені НБУ заходи дали змогу заспокоїти очікування й виграти час для адаптації економічних агентів до умов війни. Таким чином вдалося зберегти довіру українців до монетарної політики та національної валюти, що зрештою сприяло й збереженню макрофінансової стійкості загалом.

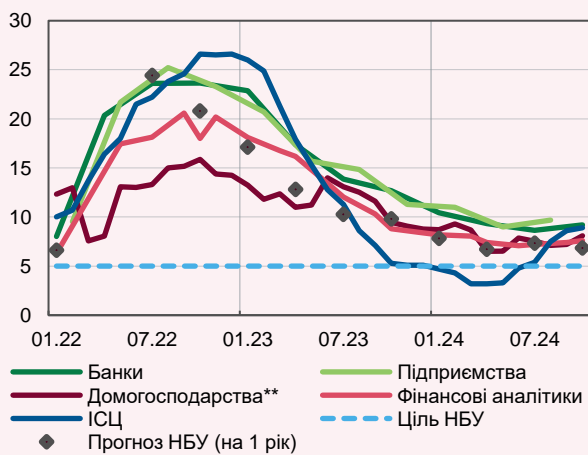
**"Воєнні засади" закріпили прагнення НБУ поступово повернутися до повноцінного формату ІТ у міру нормалізації функціонування економіки та фінансової системи.** Цей шлях передбачав повернення до проактивного характеру прийняття монетарних рішень на основі розробки найімовірніших сценаріїв макроекономічних прогнозів, поступове посилення ефективності трансмісійного механізму й відновлення дієвості ключової процентної ставки, підвищення гнучкості обмінного курсу та його функції поглинача шоків, покрокове згортання адміністративних обмежень на валютні операції та рух капіталу в міру формування належних передумов. Такі передумови були описані у "Воєнних засадах" лише в загальних рисах, тому в липні 2023 року НБУ деталізував їх у [Стратегії пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування](#) (далі – Стратегія).

**Перші кроки на шляху повернення до ІТ НБУ зробив ще у 2022 році.** Так, з огляду на поступову адаптацію економічних агентів до життя й діяльності в умовах повномасштабної війни НБУ почав використовувати облікову ставку як

допоміжний інструмент для обмеження тиску на валютному ринку на додачу до валютних інтервенцій. Для недопущення формування загрозливих тенденцій на "сірому" й готівковому сегментах валютного ринку розпочалося точкове пом'якшення адміністративних обмежень. Крім того, для посилення прозорості своїх дій НБУ одразу після налагодження збору статистичної інформації відновив публікацію Інфляційного звіту як основного аналітичного документу для роз'яснення аргументів і очікуваних ефектів від прийнятих рішень з монетарної політики.

Надалі НБУ зосередився на заходах із посилення трансмісії підвищення облікової ставки в ринкові ставки в умовах значного структурного профіциту ліквідності та посилення довіри до національної валюти. Зокрема, були підвищені та диференційовані норми обов'язкового резервування, запроваджені операції з 3-місячними депозитними сертифікатами з підвищеною ставкою для посилення конкуренції банків за строкові депозити населення. Це сприяло суттєвому позбавленню попиту на строкові гривневі інструменти – як депозити, так і ОВДП. Для поліпшення ефективності комунікацій щодо поточних монетарних умов і очікуваних змін у процентній політиці у жовтні 2023 року НБУ також модернізував операційний дизайн процентної політики на основі системи "нижньої межі". Відповідно роль облікової ставки як монетарного інструменту посилилася (детальніше – у вставці "Відновлення достатньої дієвості ключової ставки як однієї з передумов переходу до гнучкого IT" на стор. 42).

**Графік 1.** Фактична та прогнозована інфляція, інфляційні очікування (ІО)\*, %



\* Інфляційні очікування на наступні 12 місяців.  
 \*\* З березня 2022 року метод опитування домогосподарств змінено з віч-на-віч на телефонні інтерв'ю.  
 Джерело: НБУ, Info Sapiens.

**Графік 2.** Облікова ставка\* НБУ, процентні ставки за банківськими продуктами\*\* та ОВДП\*\*\*, %



\* Середньомісячна. \*\* Середньозважені гривневі процентні ставки.  
 \*\*\* Доходність гривневих ОВДП на первинному ринку.  
 Джерело: НБУ.

Також надання можливості банкам частково покривати обов'язкові резерви державними цінними паперами сприяло активізації внутрішнього боргового ринку, що дало змогу уникати емісійного фінансування дефіциту бюджету з 2023 року.

Крім того, вдалося **обмежити тиск на обмінний курс, що сприяло ощадливому використанню міжнародної фінансової допомоги**. Водночас завдяки поступовому пом'якшенню валютних обмежень відчутно зменшилися ринкові викривлення, а відповідно – поліпшилася керованість різних сегментів валютного ринку. Зокрема різниця між офіційним та готівковим курсом скоротилася до менше 5% у липні-вересні 2023 року, тоді як до цього спред подеколи сягав 20-30%.

**Значний прогрес за вказаними напрямками створив можливості для посилення гнучкості обмінного курсу.** Такі зміни були необхідними з огляду на те, що режим фіксації обмінного курсу з жорсткими валютними обмеженнями, як свідчить досвід багатьох країн і України в тому числі, з часом втрачає свою ефективність і в середньостроковій перспективі зазвичай призводить до накопичення мікро- та макроекономічних дисбалансів і посилення ризиків розгортання валютної кризи.

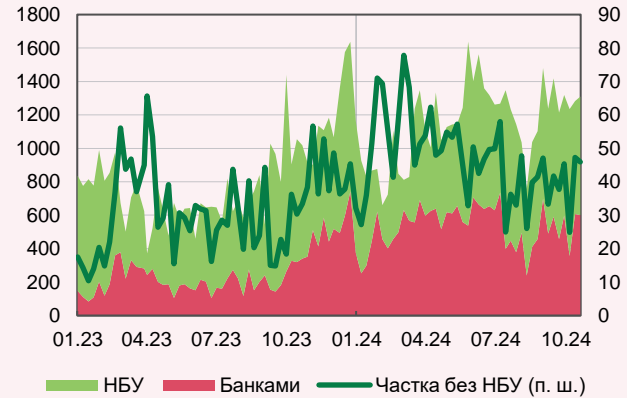
Отже, у жовтні 2023 року НБУ оголосив про перехід до режиму керованої гнучкості обмінного курсу. За нового режиму для недопущення розбалансування очікувань НБУ зберігав активну присутність на валютному ринку, компенсуючи структурний дефіцит валюти в приватному секторі за рахунок її профіциту в державному секторі (що утворився завдяки масштабній міжнародній підтримці) та згладжуючи надмірні коливання курсу.

**Графік 3.** Місячна волатильність\* курсів гривні до долара США, а також спред між офіційним та готівковим\*\* курсами, %



\* Стандартне відхилення щоденної зміни обмінного курсу протягом ковзного місяця приведені до річного виміру.  
 \*\* Курс продажу на "сірому" ринку.  
 Джерело: НБУ, відкриті джерела, розрахунки НБУ.

**Графік 4** Обсяги торгів на валютному ринку\*, млн дол. та частка операцій без НБУ, %



\* Тижневі обсяги продажу банками та НБУ на умовах "тод", "том", "спот" (всі валюти в доларовому еквіваленті).  
 Джерело: НБУ.

Посилення гнучкості обмінного курсу зрештою мало низку позитивних ефектів. Зокрема, суттєво зросла глибина валютного ринку: частка обсягу операцій без участі НБУ зросла в середньому з 28% до 46%. Надалі нівелювалася множинність курсів: різниця між офіційним та готівковим курсом скоротилася до 0,5-1%. Загалом це сприяло зниженню чутливості валютного ринку до ситуативних чинників та поліпшенню його спроможності до самобалансування. Роль обмінного курсу як коригуючого механізму для економіки України посилилася.

**У результаті посилилася макрофінансова стійкість України, зросла роль інфляції як якоря для очікувань.** Заходи НБУ разом із іншими чинниками сприяли відчутному сповільненню інфляції (з 26,6% р/р у грудні 2022 року до 5% наприкінці 2023 року), поліпшенню інфляційних очікувань та їх закоренню до прогнозу НБУ. На тлі переходу до режиму керованої гнучкості обмінного курсу це сприяло зміцненню ролі номінального якоря монетарної політики з обмінного курсу на інфляцію.

**Відновлення дієвості облікової ставки, посилення ролі інфляції як номінального якоря та успішний запровадження режиму керованої гнучкості курсу дали змогу НБУ перейти до гнучкого ІТ.** Де-факто НБУ ще на початку 2024 року вперше за час повномасштабної війни задекларував, що монетарна політика надалі спрямовуватиметься на підтримку помірної інфляції з її спрямуванням до цілі 5% на прогнозному горизонті. Де-юре перехід НБУ до режиму гнучкого ІТ затвердили [Основні засади грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу](#) (далі – Основні засади).

З одного боку, новий стратегічний документ закріпив прагнення НБУ привести інфляцію до цілі 5%, рівень якої залишився незмінним. З іншого боку, НБУ враховував пов'язану з війною та її наслідками високу невизначеність, все ще неповне відновлення здатності інфляції слугувати якорем для очікувань і неможливість швидкого повернення до плаваючого обмінного курсу. Все це зумовлює потребу у більшому рівні гнучкості нового монетарного режиму.

**Режим гнучкого ІТ передбачає подовження горизонту політики, перехід до точкової інфляційної цілі, а також застосування консистентного міксу політик для її досягнення.** Для гнучкішого реагування на макроекономічну турбулентність НБУ перейшов від традиційної цілі 5% з діапазоном прийнятних



відхилень  $\pm 1$  п.п. до точкової цілі (детальніше – у вставці "У пошуках оптимальної гнучкості: кількісна ціль з інфляції та горизонт монетарної політики" на стор. 14). Використовуючи гнучкість режиму ІТ, НБУ допускати тимчасові відхилення інфляції від зазначеної цілі для знаходження найкращого балансу між сприянням адаптації економіки та підтриманням її відновлення, якщо це не створюватиме загроз стійкого розбалансування інфляційних очікувань (детальніше – у вставці "У пошуках оптимальної гнучкості: яким може бути прийнятне відхилення інфляції від цілі" на стор. 18). Горизонт політики, тобто період, упродовж якого НБУ має повернути інфляцію до цілі, став середньостроковим – тривалістю до трьох років (на відміну від 9-18 місяців до повномасштабного вторгнення).

Інша відмінність гнучкого ІТ від повноцінного формату з плаваючим обмінним курсом – активніше застосування засобів валютно-курсової політики у поєднанні з процентною політикою, валютними обмеженнями та іншими монетарними інструментами для досягнення законодавчо визначених цілей НБУ. У межах гнучкого режиму ІТ НБУ й надалі дотримуватиметься принципів керованої гнучкості обмінного курсу, які тепер чітко визначені в нових Основних засадах. Поступове посилення зв'язку обмінного курсу з ринковою кон'юктурою дасть змогу надалі посилювати роль обмінного курсу як поглинача шоків, поліпшить усвідомлення валютних ризиків і сприятиме підвищенню адаптивності української економіки. Водночас важливим завданням НБУ залишатиметься підтримання стійкої ситуації на валютному ринку для збереження контролю над інфляційними очікуваннями й досягнення інфляційної цілі на горизонті політики.

Цьому зокрема сприятиме збереження належної привабливості строкових гривневих інструментів – такого рівня реальних процентних ставок, що забезпечує захист гривневих заощаджень населення від інфляційного знецінення. Крім того, НБУ і надалі розглядатиме підтримку державного бюджету лише у виняткових випадках як засіб "останньої надії".

**Отже, нові Основні засади посилили прозорість та передбачуваність монетарної політики, зберігаючи для НБУ достатню операційну гнучкість для реагування на економічну турбулентність.** Нові Основні засади уточнили пріоритети, принципи й інші ключові параметрів монетарної політики НБУ на середньострокову перспективу. Це спрощує й упорядковує ухвалення монетарних рішень, посилює прозорість, послідовність та передбачуваність монетарної політики. Краще розуміння економічними агентами цілей і потенційних результатів монетарних рішень сприятиме ефективнішому управлінню очікуваннями, а відповідно – досягненню цілей НБУ у більш ефективний спосіб.

НБУ має намір використовувати гнучке інфляційне таргетування до повної нормалізації функціонування економіки, що ймовірно відбудеться не раніше завершення активної фази війни. Водночас кінцева мета НБУ залишається незмінною – відновлення традиційного формату ІТ із плаваючим обмінним курсом, як режиму, що дає змогу у тривалій перспективі досягати цілей з цінової та фінансової стабільності, а також підтримки стійкого економічного зростання.

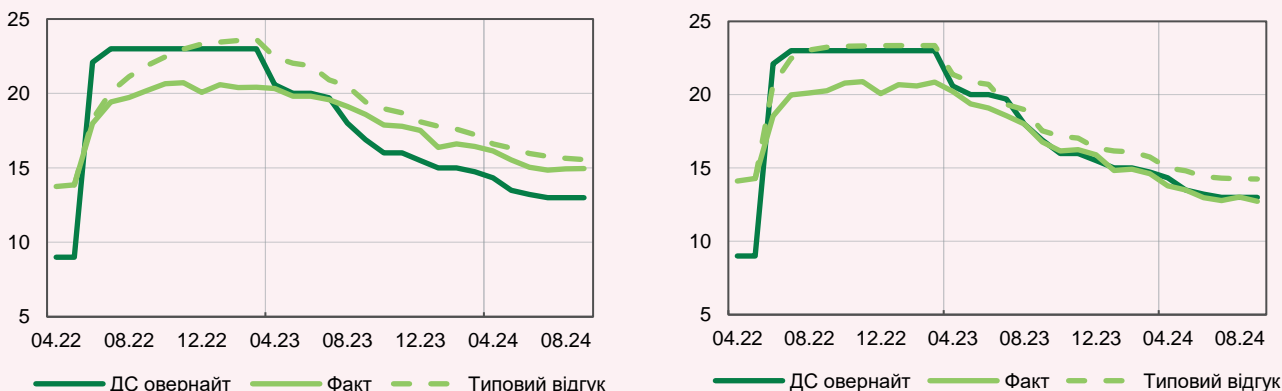
### Вставка 4. Відновлення достатньої дієвості ключової ставки як однієї з передумов переходу до гнучкого ІТ

Ефективне інфляційне таргетування (ІТ) неможливе без стабільного та дієвого функціонування трансмісійного механізму, завдяки якому центробанк забезпечує необхідний і прогнозований вплив на ринкові процентні ставки, а надалі – на цінову динаміку (Schnabel, 2024). Повномасштабне вторгнення росії викривило умови функціонування економіки й суттєво послабило канали монетарної трансмісії. Проте зниження економічної невизначеності, адаптація економіки до війни та низка заходів НБУ сприяли поступовому посиленню дієвості ключової (облікової) ставки як монетарного інструменту. Це стало однією з важливих передумов переходу до гнучкого ІТ на виконання [стратегічних пріоритетів](#).

**Вплив ключової процентної ставки на окремі ринкові ставки поступово відновлюється, хоча має свої особливості.** Через повномасштабне вторгнення росії канали монетарної трансмісії в Україні суттєво послабилися. НБУ повернувся до активної процентної політики після часткової адаптації економічних агентів до шоку війни у червні 2022 року, однак застосував процентну політику як допоміжний засіб для стримування тиску на обмінний курс і міжнародні резерви. Подальше зниження економічної невизначеності, адаптація економіки до війни, а також низка заходів НБУ сприяли поступовому відновленню сили довгострокової трансмісії (Shapovalenko and Vdovychenko, 2023). Водночас вплив ключової ставки НБУ на ринкові процентні ставки за окремими гривневими інструментами має свої особливості, які враховуються під час ухвалення монетарних рішень НБУ.

**Ставки за кредитами, наданими нефінансовим корпораціям (НФК), традиційно сильно реагують на зміну ключової ставки.** З початком повномасштабного вторгнення банки суттєво обмежили обсяги кредитування, активно конкуруючи за найнадійніших позичальників. Це суттєво стримало початкове зростання процентних ставок у сегменті кредитування великих підприємств. Тож, хоча початкова реакція ставок за більш ризикованими кредитами середнім і малим підприємствам була доволі близькою до типового відгуку<sup>19</sup>, середньозважена ставка за кредитами НФК загалом зросла менше, ніж можна було б очікувати у відповідь на підвищення ставки за ДС овернайт (ставки за основними операціями НБУ з банками) одразу на +14 в. п.

**Графік 1. Середньомісячна ставка ДС овернайт та середньозважені процентні ставки за новими гривневими кредитами НФК\*, %**  
 а) за кредитами НФК у цілому      б) за кредитами великим НФК



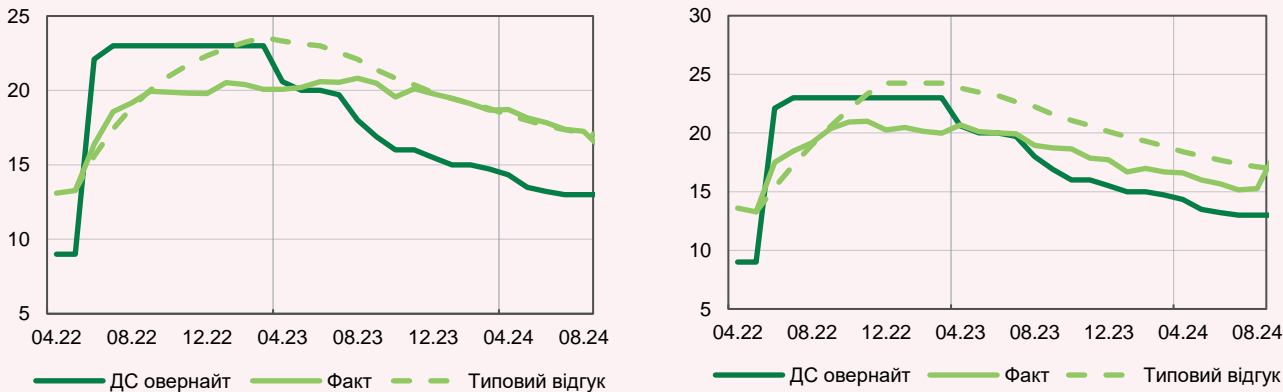
\* Без урахування угод за додатковими договорами, за якими відбулася зміна суми та/або процентної ставки, а також пролонгації.  
 Джерело: розрахунки НБУ.

Подальша модифікація державних програм підтримки кредитування за пільговими ставками обмежила потенційне зростання вартості кредитів середнім, малим і

<sup>19</sup> Оцінки здійснено за допомогою ARDL (Autoregressive Distributed Lag) моделей, відкаліброваних на основі щомісячних даних з січня 2015 року до січня 2022 року (з січня 2019 року до січня 2022 року для оцінок у розрізі розміру підприємств).

мікро НФК. Хоча такі ставки дещо стриманіше відреагували на перехід до циклу пом'якшення процентної політики НБУ, надалі їх зниження в цілому відповідало типовому відгуку. Ставки за кредитами великим НФК знижувалися синхронно зі зменшенням процентних ставок НБУ.

**Графік 2. Середньомісячна ставка ДС овернайт та середньозважені процентні ставки за новими гривневими кредитами НФК\*, %**  
 а) за кредитами середнім НФК б) за кредитами малим та мікро НФК

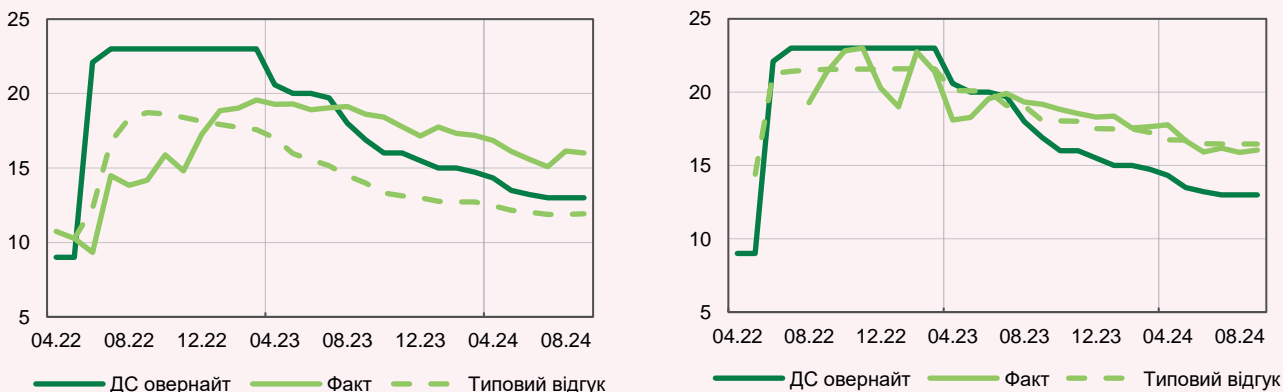


\* Без урахування угод за додатковими договорами, за якими відбулася зміна суми та/або процентної ставки, а також пролонгації.  
 Джерело: розрахунки НБУ.

Загалом попри все ще високу премію за ризик ринкові засади кредитування підприємств поволі відновлюються, а швидкість і сила трансмісії в ставки за кредитами НФК є доволі прогнозованими, у тому числі завдяки збереженню макрофінансової стабільності.

**Ціноутворення на первинних аукціонах з розміщення ОВДП і надалі визначається здебільшого бюджетними потребами, тоді як трансмісія в дохідності на вторинному ринку близька до типової.** Так, у перші місяці повномасштабного вторгнення, незважаючи на безпрецедентне зростання премії за ризик та пришвидшення інфляції, дохідність ОВДП на первинному ринку навіть знизилася. Це стало можливим, зокрема, завдяки готовності населення, банків та бізнесу в такий спосіб підтримати фінансування дефіциту бюджету у важкий період. Однак з часом економічні агенти стали все чіткіше розрізняти благодійність (через адресну допомогу, донати) та економічні мотиви інвестування у строкові фінансові інструменти. Привабливість останніх з початку 2023 року почала додатково зростати завдяки посиленню координації зусиль разом з Міністерством фінансів України щодо активізації внутрішнього боргового ринку. У результаті зростання дохідності на первинних аукціонах не тільки надолужило, а й перевершило траєкторію типового відгуку.

**Графік 3. Середньомісячна ставка ДС овернайт та середньозважені процентні ставки за гривневими ОВДП, %**  
 а) на первинному ринку б) на вторинному ринку



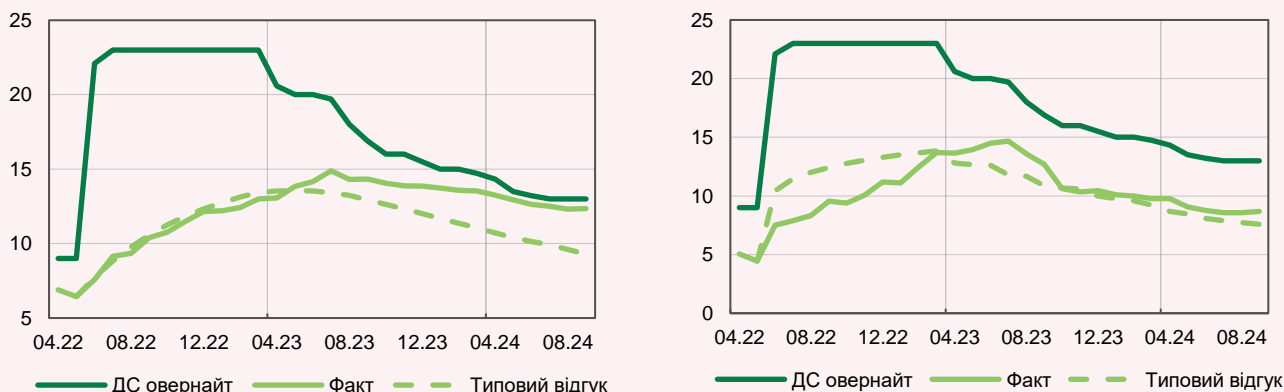
Джерело: розрахунки НБУ.

З огляду на збереження значних потреб у фінансуванні дефіциту бюджету на зниження процентних ставок НБУ дохідність ОВДП на первинному ринку відреагувала стриманіше, ніж зазвичай. Призупинення пом'якшення процентної політики НБУ всередині 2024 року на тлі пришвидшення інфляції, а також збільшення бюджетних потреб обмежили простір для подальшого зниження ставок за ОВДП. У результаті вони й надалі захищають гривневі заощадження від інфляційного знецінення, стимулюють інтерес до гривневих ОВДП та обмежують попит на іноземну валюту.

Середньозважена дохідність ОВДП на вторинному ринку після відновлення його функціонування у серпні 2022 року була доволі волатильною й переважно визначалася дією тимчасових факторів. Натомість із початком циклу пом'якшення процентної політики НБУ та поживаленням вторинного ринку ситуація стабілізувалася, а зниження середньозваженої дохідності загалом відповідало типовому відгуку.

**НБУ вдалося таргетовано визначати силу трансмісії в ставки за строковими депозитами населення.** Трансмісія в депозитні ставки в Україні є традиційно асиметричною – банки зазвичай охочіше йдуть на зниження ставок у відповідь на зниження ключової ставки, ніж на їх підвищення в разі посилення процентної політики НБУ<sup>20</sup>. Крім того, у 2022 році така асиметрія поглиблювалася значним профіцитом ліквідності й концентрацією депозитного ринку. У результаті реакція депозитних ставок на потужне посилення процентної політики НБУ була доволі стриманою. Надалі можна було очікувати потужного імпульсу на зниження депозитних ставок на тлі переходу до циклу пом'якшення політики.

**Графік 4. Середньомісячна ставка ДС овернайт та середньозважені процентні ставки за гривневими строковими депозитами, %**  
 а) за депозитами ФО      б) за депозитами НФК



Джерело: розрахунки НБУ.

Квола реакція депозитних ставок підважувала захист гривневих заощаджень населення від інфляційного знецінення і відповідно посилювала ризики для стійкості валютного ринку та контрольованості інфляційних процесів. Тому НБУ, попри вищезазначену асиметрію, прагнув поживавити відгук депозитних ставок на етапі посилення процентної політики, а надалі, навпаки, – стримати їх зниження в циклі пом'якшення політики. Для цього НБУ застосував комплекс заходів, що, зокрема, передбачав відчутне підвищення норм та удосконалення механізму обов'язкового резервування, модифікацію операційного дизайну процентної політики, а також численні комунікації для посилення конкуренції банків за строкові гривневі депозити населення.

У результаті зростання ставок за строковими депозитами в першій половині 2023 року надолужило й перевищило типовий відгук, що було доцільним з точки зору забезпечення належної привабливості гривневих активів. Надалі в циклі зниження процентних ставок НБУ вдалося таргетовано стримати зниження дохідності

<sup>20</sup> Докладніше – у вставці 4 "Трансмісія облікової ставки НБУ в ставки за строковими гривневими депозитами домогосподарств" в [Інфляційному звіті за липень 2023 року](#).

депозитів населення строком від 93 днів, тоді як ставки за корпоративними депозитами й короткостроковими депозитами ФО відреагували значно потужніше. Це, з одного боку, дало змогу банкам поступово знижувати вартість фондування (за рахунок коштів підприємств) та сприяти трансмісії від зниження ключової ставки у вартість кредитування. А з іншого, – підтримувати достатній рівень привабливості гривневих строкових депозитів за рахунок високих реальних ставок і забезпечувати стійкість валютного ринку.

**НБУ й надалі докладатиме зусиль для посилення ефективності облікової ставки як ролі монетарного інструменту.** У міру адаптації економіки України до війни ринкові процентні ставки дедалі більше визначають поведінку економічних агентів, а отже, – динаміку макроекономічних показників, зокрема інфляції та обмінного курсу. Дієвість і прогнозованість впливу процентної політики НБУ на ринкові ставки поволі посилюється. Цього все ще недостатньо для повноцінного виконання ключовою (обліковою) ставкою ролі основного монетарного інструменту, проте в поєднанні з іншими монетарними інструментами – цілком достатньо для переходу до гнучкого ІТ на виконання [стратегічних пріоритетів](#) НБУ.



## Розділ 4. Припущення та ризики прогнозу

- Поточний макроекономічний прогноз ґрунтується на припущеннях щодо збереження значної зовнішньої підтримки та поступової нормалізації умов функціонування економіки. Передбачається також стабільна роботи морського коридору. Дефіцит електроенергії зберігатиметься на прогнозованому горизонті особливо в періоди пікових навантажень на енергосистему, проте зменшуватиметься завдяки відновленню інфраструктури.
- Головні ризики базового сценарію макропрогнозу пов'язані з перебігом повномасштабної війни, зумовленими нею додатковими потребами бюджету й збільшенням дефіциту електроенергії, а також невизначеністю щодо джерел зовнішнього фінансування.

**Ключовим ризиком прогнозу залишається перебіг повномасштабної війни, хоча висока адаптивність українського населення та бізнесу підтримує стійке відновлення зростання української економіки**

Масштабні бойові дії унеможливають стрімке економічне відновлення та ускладнюють завдання із закріплення інфляції близько цілі 5%. Швидкість повернення економіки до нормальних умов функціонування передусім залежатиме від характеру й тривалості війни. Поки війна триває, зберігаються ризики подальшого зниження економічного потенціалу, зокрема через втрати людей, територій і виробництв. Воєнні ризики для України також посилюються геополітичною напруженістю у світі на тлі війни на Близькому Сході, електоральних циклів в окремих країнах і намагань росії сформувати коаліцію держав для конфронтації з демократичним світом. Водночас висока адаптивність бізнесу та населення до складної безпекової ситуації частково компенсує стримувальний вплив безпекових викликів на економічний розвиток.

**У базовий сценарій прогнозу закладене припущення щодо збереження значних дефіцитів бюджету з поступовим їх зменшенням на прогнозованому горизонті. Проте ризики збільшення потреб на підтримку обороноздатності залишаються значними**

НБУ збільшив прогноз дефіциту бюджету на поточний рік до 23.3% ВВП (без урахування грантів у доходах) з урахуванням унесених змін до бюджету щодо вищих видатків сектору оборони. Базовий сценарій враховує проєкт бюджету на 2025 рік, а також відповідні законодавчі зміни у сфері оподаткування. Високі витрати на потреби сектору оборони забезпечуватимуться додатковими заходами з мобілізації бюджетних доходів і більшими обсягами боргових залучень. Основний ефект від цих заходів проявиться в дохідній частині наступного року, тому дефіцит бюджету у 2025 році скоротиться до 19.6% ВВП. Подальше розширення внутрішньої ресурсної бази на тлі зростання економіки й оптимізації видатків дасть змогу знизити дефіцит бюджету у 2026 році до 12.4% ВВП. Однак залишається високим ризик зростання потреб сектору оборони чи потреби оперативного відновлення пошкоджень критичної інфраструктури на тлі обмеженого потенціалу оптимізації інших видатків. За умов реалізації такого ризику очікується, що уряд здійснюватиме пошук додаткових джерел фінансування шляхом мобілізації внутрішніх ресурсів. Зокрема, вірогідним вбачається подальше нарощування податкових надходжень і збільшення ринкових залучень на внутрішньому ринку, що дасть змогу уникнути емісійного фінансування дефіциту бюджету.

**У прогнозі враховано останні податкові зміни, проте можливі нові податкові ініціативи, які залежно від параметрів матимуть різний вплив на інфляцію**

В основі припущень макропрогнозу – проєкт законодавчих змін<sup>21</sup> щодо підвищення ставок окремих податків (зокрема військового збору, податку на прибуток банків

<sup>21</sup> [Проект Закону про внесення змін до Податкового кодексу України щодо особливостей оподаткування у період дії воєнного стану № 3939-IX від 03.09.2024.](#)

та небанківських фінансових установ та інші) та ухвалені раніше зміни щодо перегляду ставок акцизних податків.

Але в разі виникнення додаткових потреб бюджету джерелом їх покриття можуть бути підвищення ставок чинних чи введення нових податків. Такі ініціативи можуть мати різний вплив на інфляцію, в залежності від їх параметрів. Так, потенційне зростання податків на споживання (зокрема ПДВ) містить більше короткострокових проінфляційних ризиків, оскільки їх підвищення одразу відобразиться на споживчих цінах. Прямі податки мають здебільшого нейтральний ефект, оскільки проінфляційний вплив від більших бюджетних видатків компенсує обмеження приватного споживання. НБУ враховуватиме в своїх рішеннях щодо монетарної політики подальші можливі податкові зміни.

**Прогнозом НБУ припускається збереження значної зовнішньої фінансової підтримки, насамперед у 2025 році, проте ризиками прогнозу – як негативними, так і позитивними – є суттєві зміни обсягів допомоги**

Припущенням цього макропрогнозу є збереження суттєвої зовнішньої фінансової підтримки з боку міжнародних партнерів. Передбачається залучення міжнародного фінансування в розмірі близько 42 млрд дол., 38 млрд дол. і 25 млрд дол. у 2024–2026 роках відповідно. До кінця 2024 року очікується надходження 4.8 млрд дол. за програмою SPUR зі Світовим банком за підтримки фінансування з боку США (1.6 млрд дол). Крім того, досягнуто суттєвого прогресу в підтвердженні зовнішньої допомоги у 2025–2026 роках. Зокрема, Рада ЄС схвалила надання Україні позики обсягом до 35 млрд євро (остаточна сума буде уточнена з урахуванням запропонованого фінансування з боку інших країн-донорів) у межах програми Extraordinary Revenue Acceleration (ERA) Loans for Ukraine, яка не буде прив'язана до конкретних видатків. Готовність приєднатися до цієї програми підтвердили й інші країни G7, зокрема США (з внеском 20 млрд дол.), а її обсяг становитиме 50 млрд дол. Фінансування відбуватиметься через Механізм кредитної співпраці з Україною (Ukraine Loan Cooperation Mechanism – ULCM), який забезпечує безповоротну форму макрофінансової допомоги. Погашення позики ERA відбуватиметься виключно за рахунок майбутніх доходів від знерухомлених суверенних активів рф.

Для поточного року ризик недоотримання очікуваного фінансування є низьким, проте для наступних років він залишається вагомим, хоча й значно знизився. Незважаючи на запевнення партнерів щодо продовження підтримки України, регулярність і достатність офіційного фінансування можуть бути забезпечені неповною мірою, оскільки бюджети в більшості країн на наступний рік ще не затверджені. Реалізація такого ризику потребуватиме реакції як з боку фіскальної, так і монетарної політики. З боку фіскальної політики очікується впровадження додаткових заходів мобілізації доходів бюджету, скорочення видатків, збільшення обсягів ринкових залучень. Залежно від обсягів недоотриманих коштів зростатиме ризик поновлення емісійного фінансування бюджету. Цей виклик також вимагатиме реакції з боку НБУ з використанням наявних інструментів монетарної політики, а саме ключової ставки та інтервенцій з продажу валюти. У результаті скорочуватимуться міжнародні резерви, що послаблюватиме зовнішню стійкість держави.

Водночас можливі домовленості щодо збільшення міжнародної допомоги від партнерів, зокрема в межах новоствореного механізму ULCM та інших програм, покликаних задовольнити значні соціальні та оборонні потреби бюджету. У 2022–2024 роках НБУ неодноразово переглядав свої припущення щодо зовнішнього фінансування у вищій бік у міру усвідомлення демократичним світом довгострокових наслідків російської агресії та необхідності збереження підтримки України. Реалізація такого позитивного ризику може створити можливості для скорішого повернення НБУ до пом'якшення процентної політики.

**Ситуація в енергетичному секторі залишається складною, однак завдяки ремонтам та кращій, ніж очіувалося, адаптації бізнесу до відключень,**

**припущення щодо дефіциту е/е та його впливу на економічну активність поліпшено**

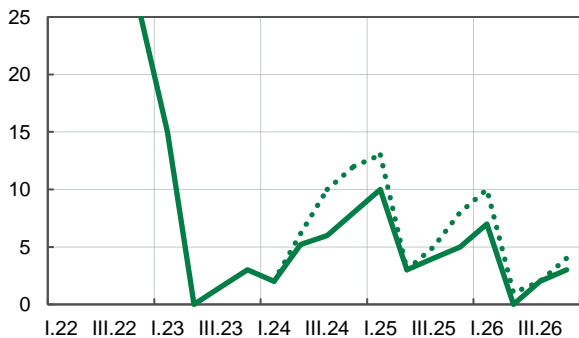
Попри ремонти, ситуація в енергетичному секторі залишається складною з урахуванням значних втрат і руйнувань як генеруючих, так і передавальних потужностей. Водночас у III кварталі дефіцит е/е виявився меншим за наші очікування, ймовірно, завдяки швидким ремонтним роботам на ключових об'єктах, а також м'яким погодним умовам після рекордної спеки у липні. Це дало змогу поліпшити оцінки дефіциту е/е на прогнозному горизонті.

Як раніше передбачалося, завдяки інтеграції української енергосистеми дефіцит власних потужностей частково покриватиметься імпортом, щорічна вартість якого становитиме близько 1 млрд дол. Цьому сприятиме й очікуване розширення максимальної потужності для імпорту е/е з країн ЄС з 1.7 ГВт до 2.1 ГВт з грудня 2024 року.

З урахуванням імпорту е/е у 2024 році дефіцит е/е оцінюється на рівні 5% (попередня оцінка – 7%), у 2025 році – близько 6% (попередня оцінка – 8%), а у 2026 році – 3% (попередня оцінка – 5%). Попри поліпшення припущень, дефіцит е/е стримуватиме відновлення ВВП на всьому прогнозному горизонті, а імпорт е/е й заходи підприємств із розбудови та використання дорожчого автономного енергозабезпечення підвищуватимуть їх виробничі витрати, що буде суттєвим проінфляційним чинником.

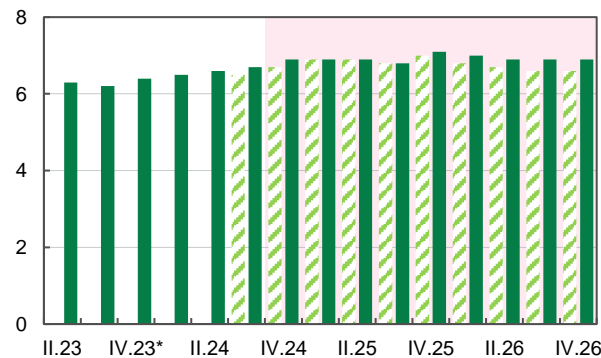
Ризики подальших руйнувань і збільшення дефіциту залишаються вагомими. У разі їх реалізації зростання ВВП буде меншим, ніж за базовим сценарієм, а зростання цін – вищим. Позитивним ризиком прогнозу є швидші за очікування ремонтні роботи та/або введення в дію нових потужностей, а також розширення можливостей імпорту, що зумовить менший дефіцит е/е.

Графік 4.1. Дефіцит е/е, %



Джерело: оцінки НБУ.

Графік 4.2. Кількість мігрантів, що залишаються за кордоном, млн осіб (на кінець кварталу)



\* ООН уточнила дані щодо кількості мігрантів на кінець 2023 року. Заштриховані стовпчики – припущення в Інфляційному звіті за липень 2024 року.

Джерело: UNHCR, оцінки НБУ.

**Тривала війна та значний дефіцит е/е зумовлюватимуть продовження зовнішньої міграції, а пізніше – повільне повернення мігрантів в Україну на прогнозному горизонті**

Улітку 2024 року реалізувався ризик більшого відпливу мігрантів за кордон, ніж раніше передбачалося, унаслідок дуже складної енергетичної ситуації. Тому припущення щодо чистого відпливу зовнішніх мігрантів у 2024 році погіршено порівняно з попередніми оцінками (до близько 500 тис. осіб). Водночас більший відплив у поточному році означає скорочення кількості тих, хто планує та має можливість виїхати, тому у 2025 році відплив мігрантів припускається меншим, ніж раніше передбачалося (близько 200 тис.). Як і раніше, очікується, що чисте повернення мігрантів в Україну почнеться у 2026 році, проте через адаптацію на

новому місці та поступовість нормалізації економічних умов в Україні, повернення буде дещо меншим, ніж очікувалося раніше (близько 200 тис. осіб).

Ризики більшого відпливу мігрантів за кордон та меншого їх повернення й досі переважають. Через довшу тривалість перебування українців за кордоном їхня адаптація в країнах-реципієнтах зростає, що містить ризики як для їх повернення, так і додаткового виїзду тих, хто зараз перебуває в Україні, з метою об'єднання родин за кордоном. Це негативно впливатиме на пропозицію робочої сили на ринку праці та скоротить потенційний споживчий попит. Збільшення потреб економіки у кваліфікованій робочій силі призведе до подальшого посилення диспропорцій на ринку праці та стимулюватиме зростання зарплат вище за зростання продуктивності в окремих секторах.

**У базовому сценарії не передбачається блокада західних кордонів чи інших обмежень на доступ українських товарів на європейський ринок. Водночас залишається помірний ризик короткострокового блокування окремих пунктів переходу кордону, яке матиме незначний вплив на торгові потоки**

Епізодичні перекриття кордону після припинення блокади наприкінці квітня не мали відчутного впливу на експорт та імпорт товарів. Проте залишається ризик як відновлення короткострокових блокувань кордону, так і запровадження певних обмежень на доступ українських товарів на європейський ринок. У разі реалізації цих ризиків припускається відносно швидка переорієнтація логістики на інші види транспорту та інші країни спрямування української продукції.

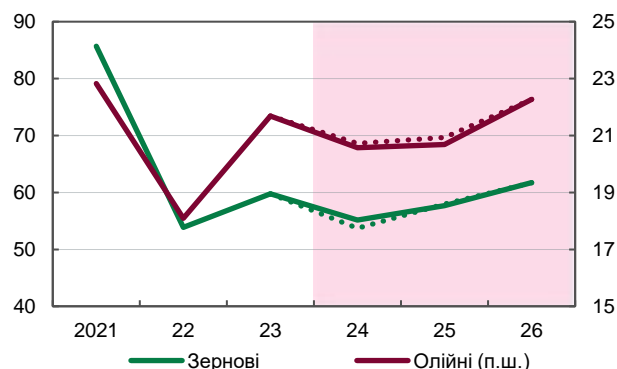
**У 2024 році оцінку врожаю зернових поліпшено завдяки вищим зборам ранніх культур, проте оцінку врожаю пізніх культур, овочів та фруктів погіршено через несприятливі погодні умови влітку 2024 року. Надалі обсяги врожаїв поступово збільшуватимуться**

Посуха, що вразила низку регіонів улітку поточного року, негативно позначиться на врожаях пізніх культур, зокрема кукурудзи та олійних. Проте несприятливі погодні умови не вплинули на врожай ранніх культур: за оперативними даними, зібрані врожаї ранніх культур у 2024 році перевищили оцінки в Інфляційному звіті за липень 2024 року як за рахунок більших площ, так і вищої врожайності. Це переважило очікуване скорочення врожаю кукурудзи, і загалом оцінка врожаю зернових та зернобобових у 2024 році поліпшена (до 55.2 млн т). Водночас оцінку врожаю олійних на 2024 рік було незначно знижено (до 20.6 млн т). Овочеві культури, картопля та плодово-ягідні культури також постраждали від спеки в липні, що теж зумовило погіршення оцінки їх врожаїв у поточному році. Нижчі обсяги врожаїв містять і ризики для виробництва низки видів тваринницької продукції, зокрема через подорожчання кормів. Ці чинники враховано в тиску на ціни сирих продуктів у поточному та на початку наступного року.

У 2025–2026 роках врожаї поступово зростатимуть. Водночас тривалі посушливі умови влітку та восени 2024 року закладають ризики для посівної кампанії озимих культур під врожай 2025 року. У результаті прогноз врожаю зернових та зернобобових та олійних культур у 2025 році незначно знижено (до 57.7 млн т та до 20.7 млн т відповідно). У 2026 році зростання врожаю продовжиться (зернових – до 61.7 млн т, олійних – до 22.3 млн т). Зростатимуть і врожаї овочів та плодово-ягідних культур. Триватиме відновлення тваринництва завдяки відносно дешевим кормам і поживленню зовнішнього попиту, що стримуватиме інфляційний тиск та надаватиме підтримку зростанню ВВП. Обсяги пропозиції цієї продукції очікуються достатніми для задоволення попиту, що стримуватиме інфляцію.

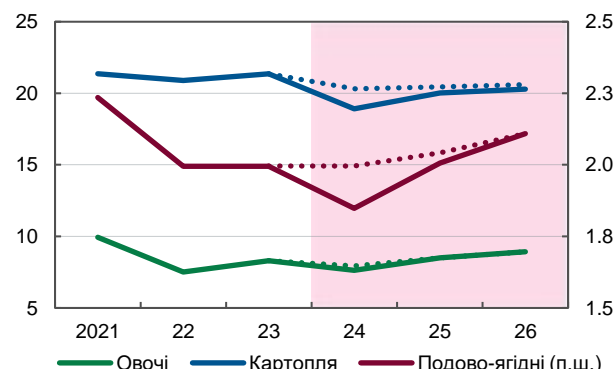
Ризики зростання волатильності обсягів урожаїв через погодні умови залишаються значними з відповідним впливом на інфляцію. Водночас розширення посівних площ і додаткові інвестиції можуть зумовити збільшення врожаїв і поживлення тваринництва. Це призведе до швидшого зростання ВВП і збільшення експортних надходжень. Розширення пропозиції продуктів харчування стримуватиме інфляцію й уможливить м'якішу монетарну політику.

Графік 4.3. Урожай зернових та олійних, млн т



Джерело: ДССУ, оцінки НБУ.

Графік 4.4. Урожай фруктів та овочів, млн т



Джерело: ДССУ, оцінки НБУ.

**На прогнозованому горизонті поступово підвищуватимуться акцизи і тарифи у ЖКГ, однак терміни й параметри коригування останніх є сферою невизначеності та ризиком для прогнозу інфляції**

НБУ очікує, що протягом 2024–2025 років чинні тарифи на газ, опалення та постачання гарячої води не переглядатимуться. Проте з огляду на складну ситуацію в енергетиці прогнозується, що з 2026 року розпочнеться поступове приведення цих тарифів до їх економічно обґрунтованих рівнів. Невизначеність із термінами та величиною коригування тарифів, насамперед енергетичних, є окремим ризиком для прогнозу інфляції. У разі швидкого підвищення вартості енергоносіїв чи інших тарифів у ЖКГ сформується додатковий внесок у показник інфляції, також виникнуть потреби в збільшенні субсидій для населення. Натомість тривале відтермінування рішень щодо підвищення тарифів на послуги ЖКГ призведе до нижчого рівня інфляції, але накопичуватиме квазіфискальні дисбаланси та погіршуватиме фінансовий стан державних енергокомпаній. Це посилюватиме ризики нестабільності на енергетичному ринку, погіршуватиме інвестиційний потенціал галузі, тоді як ціновий тиск буде відкладено на майбутнє.

**Прогноз НБУ враховує помірно консервативні оцінки інвестицій, натомість масштабні проєкти відбудови України разом зі швидкою євроінтеграцією можуть значно пришвидшити економічне зростання**

Для відновлення зруйнованої української інфраструктури та виробництв потрібні значні інвестиції, які можуть бути залучені лише за наявності відповідної програми відбудови, ухваленої в тісній співпраці з міжнародними кредиторами та донорами. Такі проєкти не закладено в базовий сценарій макроекономічного прогнозу, проте розглядаються як позитивний ризик для прогнозу. Зокрема, ним може стати ухвалення західними партнерами рішення про надання знерухомлених активів рф Україні, що збільшить потенціал таких проєктів. Реалізація такої програми разом із євроінтеграційними реформами суттєво пришвидшать темпи економічного відновлення. Доходи населення теж зростатимуть значно швидше, ніж у базовому сценарії, що зумовлюватиме посилення фундаментального інфляційного тиску. Водночас приплив валюти в країну та зниження премії за ризик створюватимуть ревальваційний тиск на гривню, що обмежуватиме зростання споживчих цін.

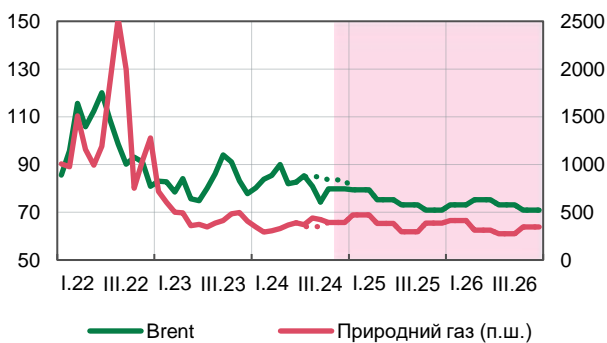
**Кон’юнктура на світових товарних ринках для України поліпшуватиметься, хоча цьому може завадити реалізація геополітичних ризиків**

Світові ціни на енергоносії зберігатимуть високу волатильність. Ураховуючи послаблення світового попиту, насамперед з боку найбільших світових імпортерів – Китаю та США, до кінця поточного року світові ціни на нафту коливатимуться в межах нижчого, ніж раніше очікувалося, коридору 70–80 дол./бар. Відносно стійкі обсяги видобування США, Іраном, Анголою та Венесуелою додатково тиснутимуть у бік зниження цін. Натомість очікуване помірне поживлення попиту в США та країнах Європи, зокрема завдяки поступовому пом’якшенню монетарної політики провідних ЦБ, а також утримування до грудня обмежень на видобуток країнами ОПЕК+ стримуватимуть



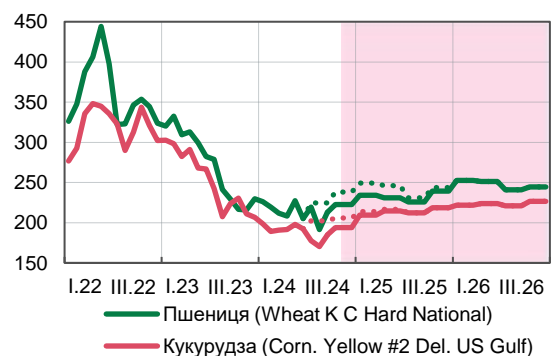
ціни від зниження. У наступні роки ціни на нафту зберігатимуться в межах 70–80 дол./бар.: значна пропозиція на ринку, у тому числі через поступове нарощування видобутку країнами ОПЕК+, буде компенсована відновленням зростання попиту завдяки поживленню світової економіки. Ціни на природний газ на європейському ринку також поволі знижуватимуться на прогнозованому горизонті внаслідок збільшення виробництва СПГ у світі, насамперед у США, Катарі та Австралії; нарощування постачання росією відносно дешевших енергоносіїв до країн Азії; збільшення виробництва енергії з відновлюваних джерел; збалансоване накопичення запасів. Проте ескалація геополітичної напруженості на Близькому Сході може створити суттєві перебої в ланцюгах постачання енергоносіїв на світовий ринок. В умовах очікуваного поживлення попиту це може призвести до нівелювання профіциту пропозиції та, відповідно, зростання цін на нафту та газ.

**Графік 4.5.** Світові ціни на нафту марки Brent (дол./бар.) та природний газ на нідерландському ринку, TTF (дол./тис. м³)



Джерело: Світовий банк, LSEG, прогноз НБУ.

**Графік 4.6.** Світові ціни на пшеницю та кукурудзу, дол./т



Джерело: Світовий банк, МВФ, прогноз НБУ.

Світові ціни на зернові поступово зростатимуть. Попри суттєве зниження цін у середині року під тиском надлишкової пропозиції і високої конкуренції, з початку вересня пшениця й кукурудза дорожчають. Висхідна динаміка зумовлюватиметься відновленням посухи в країнах – найбільших експортерів, що вплине як на поточний урожай пізніх культур, так і на посів озимих. На ринку пшениці знизилася очікування щодо врожаю 2024/2025 МР (насамперед для росії) через погіршення погодних умов у країнах Чорноморського регіону. Додатково на пропозицію тиснуть й суттєво нижчий та якісно гірший урожай у ЄС, а також зниження врожаю на заході Північної Африки. Відповідно світовий імпорт дедалі зростатиме. Поліпшення ситуації у США та Австралії буде недостатнім для компенсації втрат інших експортерів. Отже, світові запаси пшениці суттєво знизяться, що тиснуть на ціни в бік зростання й у наступних роках. На ринку кукурудзи очікуваного рекордного врожаю у США буде недостатньо для компенсації менших урожаїв в інших великих країн–експортерів, зокрема Бразилії та України, що призведе до скорочення очікуваних обсягів світового виробництва. Водночас попит зростатиме, його формуватимуть країни Азії для розвитку тваринництва, а також виробники етанолу, насамперед у США, Бразилії, Індонезії, Індії. Тому тренд на зростання цін на кукурудзу зберігатиметься у прогнозованому періоді.

Світові ціни на сталь та залізну руду поволі знижуватимуться. Поживлення економічної діяльності у всіх регіонах світу спонукатиме до швидкого нарощування пропозиції в умовах підвищеної конкуренції, що з надлишком задовольнятиме попит. Натомість активізація політики контролю за викидами в більшості країн, зокрема ЄС, США та Китаї, впливатиме на підвищення собівартості продукції, що стримуватиме ціни від глибокого зниження.

**Світові фінансові умови пом'якшуватимуться на тлі сповільнення інфляції**

Після агресивного початку пом'якшення монетарної політики на тлі ознак охолодження ринку праці ФРС прогнозує зниження ставки ще на 50 б. п. до кінця 2024 року, на 100 б. п. у 2025 році та на 50 б. п. у 2026 році (дещо швидший, однак менш глибокий цикл пом'якшення порівняно з попереднім прогнозом). Фінансові ринки очікують зниження ставки ФРС ще на 50 б. п. до кінця 2024 року, та загалом

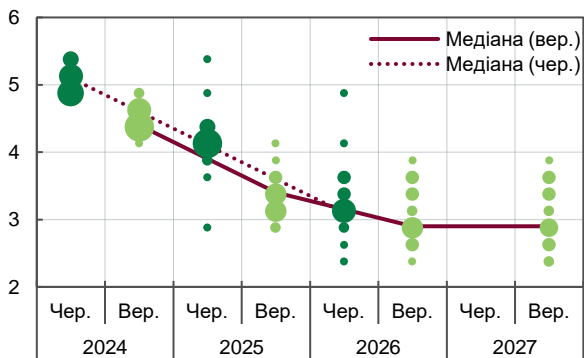
на 175 б. п. до липня 2025 року (ймовірність глибшого зниження близько 80% та 30% відповідно).

Водночас ЄЦБ уже тричі знижував ставку, проте відносно малими кроками. Надалі обережний підхід збережеться на тлі високої невизначеності, зумовленої нестійкістю економіки та інфляції в Єврозоні. Інвестори очікують ще одне зниження депозитної ставки ЄЦБ на 25 б. п. до грудня поточного року та загалом на 125 б. п. до липня 2025 року (ймовірність глибшого зниження – 52% та 90% відповідно).

У результаті стрімкіше зниження ставок ФРС порівняно з ЄЦБ призведе до збільшення тиску в бік послаблення долара США на світових фінансових ринках. Додатковим чинником такої динаміки буде посилення монетарної політики Банком Японії.

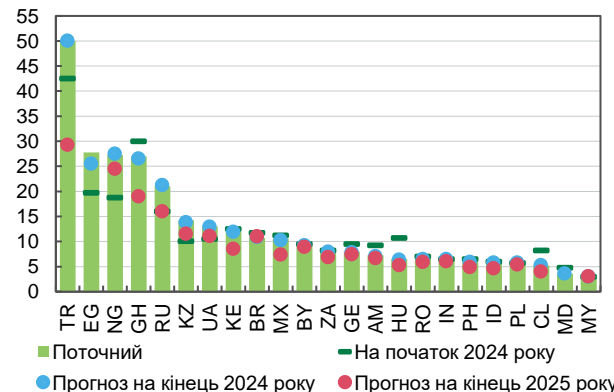
ЦБ країн ЕМ сповільнюють темпи зниження ставок і займають здебільшого вичікувальну позицію з огляду на зміщення балансу ризиків у бік проінфляційних. Розширення спреду між процентними ставками за активами ЕМ і США внаслідок зниження процентної ставки ФРС збільшить привабливість активів ЕМ та сприятиме залученню іноземного капіталу. Слабший долар США зробить активи, насамперед облігації, у місцевій валюті ще привабливішими. Це сприятиме економічному зростанню країн ЕМ і стабілізації їхніх фінансових ринків. Відповідно зростатиме зовнішній попит на українську продукцію.

Графік 4.7. Кількість учасників FOMC, які очікують відповідну ставку на кінець року за результатами засідань



\* Розмір кола визначається кількістю учасників, що підтримують відповідний рівень ставки.  
Джерело: ФРС.

Графік 4.8. Ключові процентні ставки в окремих країнах ЕМ, %



Джерело: офіційні сторінки центральних банків, Focus Economics, Oxford Economics, станом на 31.10.2024.

**Баланс ризиків базового прогнозу зміщений у бік посилення цінового тиску**

Таблиця 4.1.1. Ймовірність настання основних ризиків

		Низька <15%	Середня 15–25%	Висока 25–50%
Ступінь впливу на базовий сценарій	Слабкий	Відновлення блокади західних кордонів або встановлення додаткових обмежень доступу на європейський ринок		
	Помірний	Швидке відновлення пошкодженої енергетичної інфраструктури	Посилена еміграція Зростання геополітичної напруженості	Потенційне перенесення на ціни додаткового підвищення ставок та/або введення нових податків
	Сильний	Швидка реалізація масштабного плану відбудови України	Зміна оголошених обсягів міжнародної допомоги	Ескалація бойових дій, подальші руйнування виробничих потужностей Більший дефіцит е/е через подальші пошкодження енергетичної інфраструктури Вищі бюджетні потреби

Макроекономічний прогноз (жовтень 2024 року)

Показники	2024									2025					2026						
	2021	2022	2023	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 07.2024	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 07.2024	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 07.2024
<b>РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше</b>																					
Номінальний ВВП, млрд грн	5451	5239	6538	1609	1706	2088	2226	7630	7590	1821	1941	2387	2572	8720	8620	2060	2176	2649	2830	9715	9625
Реальний ВВП	3.4	-28.8	5.3	6.5	3.7	4.0	2.4	4.0	3.7	2.3	3.4	4.6	6.3	4.3	4.1	5.7	5.1	4.4	3.6	4.6	4.8
Дефлятор ВВП	24.8	34.9	18.5	10.9	12.4	12.8	12.4	12.2	11.9	10.6	10.0	9.4	8.7	9.6	9.1	7.0	6.7	6.3	6.2	6.5	6.5
ІСЦ (середнє за період)	9.4	20.2	12.9	-	-	-	-	6.1	5.8	-	-	-	-	9.5	8.2	-	-	-	-	5.7	5.7
ІСЦ (на кінець періоду)	10.0	26.6	5.1	3.2	4.8	8.6	9.7	9.7	8.5	11.4	10.0	8.2	6.9	6.9	6.6	6.0	5.4	5.3	5.0	5.0	5.0
Базова інфляція	7.9	22.6	4.9	4.2	5.0	7.3	9.1	9.1	7.1	9.1	8.4	6.6	5.7	5.7	4.5	5.3	4.6	3.8	3.1	3.1	3.1
Небазова інфляція	13.5	30.6	5.7	2.4	4.5	10.5	10.4	10.4	10.0	14.4	12.1	10.1	8.2	8.2	9.0	6.9	6.3	7.0	7.3	7.3	7.1
Сирі продтовари	11.8	41.6	2.2	-4.9	-6.5	7.1	6.7	6.7	5.3	12.9	13.0	9.2	5.9	5.9	4.0	4.5	3.9	3.3	2.8	2.8	2.8
Адміністративно регульовані ціни	13.6	15.3	10.7	9.9	13.3	14.0	14.0	14.0	14.0	14.9	10.6	10.1	10.0	10.0	14.2	9.7	9.2	11.3	12.3	12.3	11.9
Номінальна заробітна плата (у середньому за період)	20.9	6.0	17.4	22.5	22.1	19.4	20.5	21.0	16.1	22.0	17.1	15.1	10.8	16.0	14.6	9.0	9.4	8.7	8.6	8.9	8.7
Реальна заробітна плата (у середньому за період)	10.5	-11.4	3.7	17.7	17.6	11.4	10.1	14.0	9.7	10.3	6.2	6.3	3.8	6.5	5.8	2.6	3.3	2.7	3.1	2.9	2.9
Рівень безробіття, % (МОП, у середньому за період)	9.8	21.1	18.2	-	-	-	-	14.2	13.9	-	-	-	-	11.6	11.4	-	-	-	-	10.6	10.3
<b>ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР</b>																					
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	-187	-845	-1331	-	-	-	-	-1347	-1241	-	-	-	-	-1640	-1176	-	-	-	-	-1182	-853
% ВВП	-3.4	-16.1	-20.4	-	-	-	-	-17.7	-16.3	-	-	-	-	-18.8	-13.6	-	-	-	-	-12.2	-8.9
без урахування грантів у доходах, % ВВП	-3.4	-25.3	-27.0	-	-	-	-	-23.3	-22.8	-	-	-	-	-19.6	-17.8	-	-	-	-	-12.4	-10.3
<b>ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою представлення)</b>																					
Поточний рахунок, млрд дол.	-3.9	8.0	-9.6	-3.4	-6.1	-1.5	-5.3	-16.3	-14.2	-7.2	-6.9	-7.4	-6.4	-27.9	-19.0	-7.0	-7.1	-7.3	-6.9	-28.4	-23.5
Експорт товарів та послуг, млрд дол.	81.5	57.5	51.3	14.2	13.8	13.3	15.8	57.2	57.0	13.8	13.0	14.2	16.7	57.7	57.3	14.9	14.6	16.3	17.8	63.6	63.4
Імпорт товарів та послуг, млрд дол.	84.2	83.3	89.2	21.1	22.5	23.1	25.4	92.1	91.9	23.4	22.8	24.2	25.2	95.6	93.9	23.6	23.3	24.8	25.6	97.3	95.6
Приватні грошові перекази в Україну, млрд дол.	14.0	12.5	11.3	2.5	2.4	2.4	2.7	9.9	10.6	2.7	2.7	2.8	2.9	11.1	11.6	3.0	3.1	3.1	3.2	12.4	12.8
Фінансовий рахунок, млрд дол.	-4.4	11.1	-18.9	-6.5	-0.4	-0.6	-7.7	-15.2	-11.4	-5.1	-7.1	-4.1	-8.6	-24.9	-15.5	-5.6	-5.8	-5.8	-5.1	-22.2	-17.6
Зведений баланс, млрд дол.	0.5	-2.9	9.5	3.2	-5.6	-0.8	2.5	-0.8	-2.6	-2.0	0.2	-3.2	2.2	-2.9	-3.5	-1.5	-1.3	-1.6	-1.9	-6.2	-5.9
Валові резерви, млрд дол.	30.9	28.5	40.5	43.8	37.9	38.9	43.6	43.6	41.2	41.5	41.9	38.7	41.0	41.0	37.3	39.9	38.1	37.1	34.7	34.7	32.0
Місяців імпорту майбутнього періоду	4.5	3.8	5.3	5.6	4.8	4.9	5.5	5.5	5.3	5.2	5.2	4.8	5.1	5.1	4.7	4.9	4.6	4.4	4.1	4.1	3.8
<b>МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)</b>																					
Грошова база, %	11.2	19.6	23.3	3.1	10.5	7.4	13.3	13.3	15.5	3.0	5.8	8.1	13.1	13.1	12.1	0.7	3.7	5.7	11.4	11.4	10.0
Грошова маса, %	12.0	20.8	23.0	1.7	6.0	6.1	13.3	13.3	16.1	0.7	3.6	5.0	11.2	11.2	11.4	0.4	2.8	4.8	9.7	9.7	9.2
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	2.6	2.1	2.1	-	-	-	-	2.2	2.1	-	-	-	-	2.2	2.2	-	-	-	-	2.3	2.2

Коментар щодо динаміки основних показників макропрогнозу та чинників їх перегляду

Показники	2024	2025	2026	Причини перегляду
Інфляція, %, на кінець періоду	9.7 1.2	6.9 0.3	5.0 0.0	Більше перенесення виробничих витрат на ціни, подорожчання продовольства через несприятливі погодні умови, збільшення бюджетних видатків, загострення диспропорцій на ринку праці
Реальний ВВП, %	4.0 0.3	4.3 0.2	4.6 -0.2	Вищий урожай, відбудова енергетичних потужностей, вищі бюджетні стимули
Номінальний ВВП, млрд грн	7630 40	8720 100	9715 90	Швидше відновлення економіки та вища інфляція
Сальдо зведеного бюджету (без урахування грантів у доходах), % ВВП	-23.3 -0.5	-19.6 -1.8	-12.4 -2.1	Вищі бюджетні видатки на потреби оборони, соціальної підтримки та відновлення
Сальдо поточного рахунку, млрд дол.	-16.3 -2.1	-27.9 -8.9	-28.4 -4.8	Гірший торговельний баланс, зниження обсягів офіційних грантів (водночас збільшення обсягів кредитів)
Міжнародні резерви, млрд дол.	43.6 2.4	41.0 3.7	34.7 2.7	Більші обсяги офіційного фінансування
Облікова ставка, %, у середньому за період	13.6 0	12.7 0.6	11.2 0.9	Вищий інфляційний тиск

Показник переглянутий у бік зменшення (в.п.)

Показник переглянутий у бік збільшення (в.п.)

## Припущення прогнозу

Показники		2021*	2022*	2023*	2024	2025	2026
Офіційне фінансування	млрд дол.		32.2	42.9	41.5	38.4	25.0
Міграція (чиста)	млн осіб			-0.2	-0.5	-0.2	0.2
Реальний ВВП країн - ОТП України (UAwGDP)	% р/р	6.9	3.6	1.5	2.3	2.8	2.7
Споживча інфляція в країнах - ОТП України (UAwCPI)	% р/р	6.4	13.8	7.6	5.8	3.9	2.7
Світові ціни:**							
Сталь, Steel Billet Exp FOB Ukraine	дол./т	615.0	618.1	539.7	506.6	507.0	494.3
	% р/р	57.9	0.5	-12.7	-6.1	0.1	-2.5
Залізна руда, China import Iron Ore Fines 62% FE	дол./т	161.7	121.4	120.6	107.4	87.6	76.2
	% р/р	48.5	-24.9	-0.7	-10.9	-18.4	-13.0
Пшениця, No.1 Hard Red Winter, ordinary protein, Kansas City	дол./т	265.8	360.2	272.3	215.8	232.5	247.3
	% р/р	43.3	35.5	-24.4	-20.7	7.7	6.4
Кукурудза, Yellow #2 Delivery USA Gulf	дол./т	259.4	318.4	252.7	189.6	213.8	223.3
	% р/р	56.8	22.7	-20.6	-25.0	12.8	4.4
Нафта, Brent	дол./бар.	70.4	99.8	82.6	82.0	74.7	73.1
	% р/р	66.5	41.8	-17.2	-0.7	-8.9	-2.1
Газ, Netherlands TTF	дол./тис. м <sup>3</sup>	574.8	1355.9	465.6	370.1	384.7	336.5
	% р/р	399.9	135.9	-65.7	-20.5	3.9	-12.5
Обсяги транзиту газу	млрд м <sup>3</sup>	41.6	20.6	14.6	15.0	0.0	0.0
Урожай зернових та зернобобових	млн т	86.0	53.9	59.8	55.2	57.9	61.7
Мінімальна зарплата**	грн	6042	6550	6700	7775	8370	8950

\* Фактичні дані

\*\* У середньому за рік.



## Абревіатури та скорочення

АЗС	Автозаправна станція	НФК	Нефінансові корпорації
АЕС	Атомна електростанція	ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
АМПУ	Адміністрація морських портів України	ОЕСР	Організація економічного співробітництва та розвитку
АПК	Агропромисловий комплекс	ООН	Організація Об'єднаних Націй
ВВП	Валовий внутрішній продукт	ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти
ВДВ	Валова додана вартість	ОТП	Основні торговельні партнери
ГВт	Гігават	ПДВ	Податок на додану вартість
ГЕС	Гідроелектростанція	ПФУ	Пенсійний фонд України
ГМК	Гірничо-металургійний комплекс	РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ДГ	Домогосподарства	рф	російська федерація
ДКСУ	Державна казначейська служба України	с/г	Сільське господарство
ДМСУ	Державна митна служба України	СЗДУ	Сектор загального державного управління
ДС	Депозитні сертифікати	США	Сполучені Штати Америки
ДСЗ	Державна служба зайнятості	УЗ	Укрзалізниця
ДССУ	Державна служба статистики України	ФО	Фізичні особи
e/e	Електроенергія	ФРС	Федеральна резервна система США
ЄС	Європейський Союз	ЦБ	Центральний банк
ЄЦБ	Європейський центральний банк	ЦСЄ	Центральна та Східна Європа
ЖКГ	Житлово-комунальне господарство	EM	Emerging Markets, країни, ринки яких розвиваються
ІЕД	Інститут економічних досліджень	IT	Інформаційні технології
ІСЦ	Індекс споживчих цін	PMI	Purchasing Managers' Index, індекс ділової активності
КМП	Комітет з монетарної політики	SPUR	Special Program for Ukraine and Moldova Recovery
МВФ	Міжнародний валютний фонд	UAwCPI	Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України
МінаПК	Міністерство аграрної політики та продовольства	UAwGDP	Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України
МОП	Міжнародна організація праці	UIIR	Український індекс міжбанківських ставок
МР	Маркетинговий рік		
МФУ	Міністерство фінансів України		
НБУ	Національний банк України		
НЕОК	Номінальний ефективний обмінний курс		

тис.	тисяча	в. п.	відсотковий пункт
млн	мільйон	бар.	барель
млрд	мільярд	р/р	у річному вимірі, річна зміна, до відповідного періоду попереднього року
грн	гривня	кв/кв	до попереднього кварталу, у квартальному вимірі
долар, дол. п.	долар США пункт	с/с	у сезонно скоригованому вимірі
		м/м	до попереднього місяця, у місячному вимірі
б. п.	базисний пункт	п. ш.	права шкала