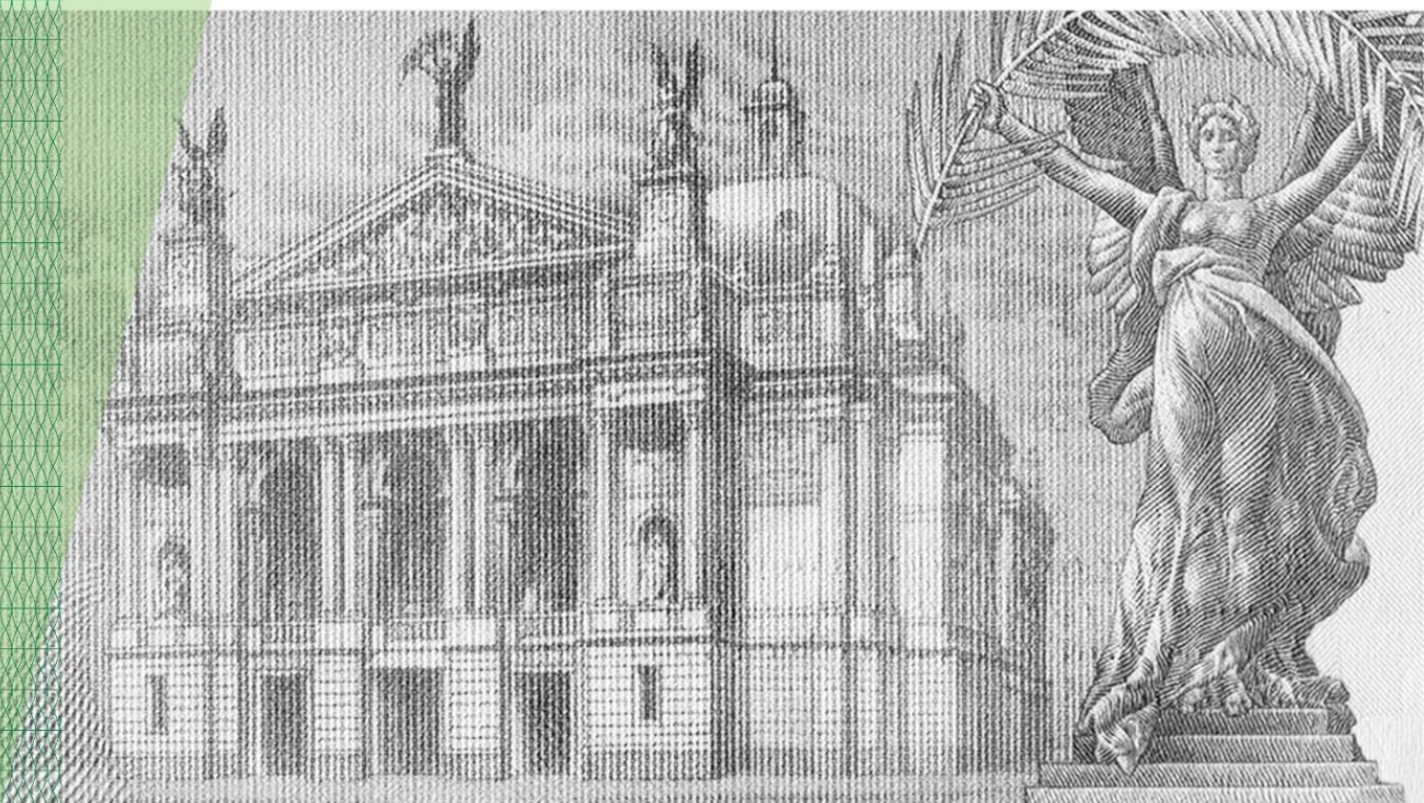




Національний
банк України

Інфляційний звіт

Січень 2025 року



Попри виклики широкомасштабної війни, НБУ залишається відданим мандату із забезпечення цінової та фінансової стабільності як запоруки стійкого відновлення економіки. На поточному етапі досягнення цінової стабільності відбувається на основі режиму гнучкого інфляційного таргетування та 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](#).

Так, 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 порівняно короткострокові відхилення інфляції від кількісної цілі під дією внутрішніх і зовнішніх чинників. 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 докладляє 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 та забезпечення цінової 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 (січень 2025 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 – 22 січня 2025 року. Інфляційний звіт містить прогноз економічного розвитку країни у 2025–2027 роках, підготовлений Департаментом монетарної політики та економічного аналізу та 23 січня 2025 року схвалений на засіданні Правління НБУ з питань монетарної політики¹.

Рішення щодо облікової ставки та інших монетарних інструментів ухвалюються Правлінням НБУ відповідно [до опублікованого заздалегідь графіка](#). На засіданнях у січні, квітні, липні та жовтні рішення ухвалюються 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 ухваленого 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](#).

¹ Рішення Правління Національного банку України від 23 січня 2025 року №25-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

Зміст

Головне	4
Розділ 1. Інфляційний розвиток	7
Вставка 1. Чинники, що зумовили відхилення інфляції від цілі у 2024 році	15
Розділ 2. Економічний розвиток	17
Вставка 2. Параметри державного бюджету у 2025 році	26
Розділ 3. Монетарні умови та фінансові ринки	28
Розділ 4. Припущення та ризики прогнозу	35
Абревіатури та скорочення	46

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 необхідних обсягах. НБУ припускає поступову нормалізацію умов для функціонування економіки на прогнозному горизонті. Це полягатиме в повноцінному розблокуванні морських портів, збільшенні можливостей для інвестиційної та господарської діяльності, поступовому поверненню в Україну вимушених мігрантів

Інфляція сягнула 12% у 2024 році, ціновий тиск зберігається й на початку 2025 року

У грудні 2024 року інфляція пришвидшилася до 12% у річному вимірі, що перевищило попередній прогноз НБУ ([Інфляційний звіт, жовтень 2024 року](#)). За оцінками НБУ, інфляція зростала й у січні.

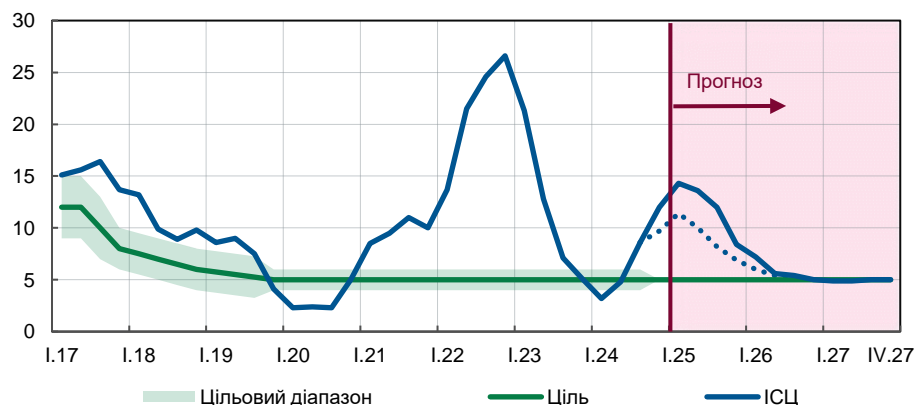
Високі темпи зростання споживчих цін значною мірою визначалися тимчасовими чинниками, передусім пов'язаними з ефектами гірших минулорічних урожаїв. Водночас посилювався й фундаментальний ціновий тиск. Про це свідчить подальше пришвидшення базової інфляції (до 10.7% р/р у грудні), зокрема через стрімке зростання цін на послуги (12.5% р/р у грудні). Така цінова динаміка зумовлювалася збільшенням витрат бізнесу на сировину, матеріали й електроенергію, а також підвищенням зарплат на тлі збереження дефіциту кадрів. Водночас в останні місяці певною мірою зростання цін стримувалося зміцненням курсу гривні до євро, що має вагоме значення для українського імпорту.

Перехід інфляції на двознакові рівні негативно позначається на інфляційних очікуваннях населення та бізнесу. Однак очікування фінансових аналітиків та банків залишаються порівняно стійкими.

Завдяки вичерпанню тимчасових чинників цінового тиску та заходам процентної й валютно-курсової політики НБУ інфляція сповільниться до 8.4% у 2025 році та до цілі 5% – у 2026 році

У перші місяці 2025 року інфляція, вірогідно, надалі зростатиме через вплив як тимчасових чинників, зокрема ефектів нижчих минулорічних урожаїв, так і фундаментальних, передусім тиску з боку виробничих витрат бізнесу. Інфляція сягне свого піку у II кварталі та з середини року почне знижуватися.

Графік 1². Зміна ІСЦ (станом на кінець періоду, % р/р) та інфляційні цілі



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Очікується, що наприкінці 2025 року інфляція сповільниться до 8.4%, а у 2026 році – до цілі 5%. Цьому, зокрема, сприятимуть заходи процентної та валютно-курсової

² Якщо не позначено інше – пунктирна лінія на графіках означає попередній прогноз.

політики НБУ, а також вищі врожаї, поліпшення ситуації в енергетиці, зниження фіскального дефіциту та помірний зовнішній ціновий тиск.

Відновлення економіки триватиме, хоча й буде обмеженим через наслідки війни

Завдяки значній міжнародній підтримці, а також високому рівню адаптивності бізнесу та населення до умов війни економіка України й надалі відновлюється.

За оцінками НБУ, у 2024 році реальний ВВП України зріс на 3.4%, що менше за жовтневий прогноз НБУ. Темпи економічного зростання сповільнилися й порівняно з 2023 роком. Це пояснюється не лише гіршими врожаєм та дещо слабшим, ніж очікувалося, зовнішнім попитом, а й реалізацією ризиків збільшення інтенсивності бойових дій, посиленням повітряних атак РФ та пов'язаним із цим дефіцитом електроенергії. Збереження високих безпекових ризиків також стримувало повернення мігрантів та зумовлювало збереження значного дефіциту робочої сили.

Ураховуючи безпекові ризики та складну ситуацію на ринку праці, НБУ знизив прогноз зростання реального ВВП на 2025 рік – до 3.6%. Водночас базовий сценарій прогнозу НБУ, як і раніше, передбачає поступове повернення економіки до нормальних умов функціонування. Так, у 2026–2027 роках очікується помірно пришвидшення економічного зростання – до близько 4%. З одного боку, наслідки війни, що позначилися на дефіциті робочої сили та нестачі виробничого капіталу, і надалі обмежуватимуть економіку. З іншого, – відновленню сприятимуть інвестиції в енергетичні та виробничі потужності, збереження доволі м'якої фіскальної політики та зростання приватного споживання на тлі збільшення доходів населення.

Міжнародна підтримка буде достатньою для беземісійного фінансування дефіциту бюджету та підтримання стійкої ситуації на валютному ринку

У 2024 році Україна отримала близько 42 млрд дол. США від міжнародних партнерів у формі кредитів і грантів. Завдяки цим коштам уряд зміг профінансувати значний дефіцит бюджету (близько 24% ВВП без урахування грантів у доходах), а НБУ – підтримувати стійкість валютного ринку та наростити міжнародні резерви до рекордного максимуму (43.8 млрд дол. США наприкінці 2024 року).

Очікується, що у 2025 році Україна отримає 38.4 млрд дол. США зовнішнього фінансування. Ураховуючи заходи уряду з нарощування власних надходжень і залучення на внутрішньому борговому ринку, цих коштів має вистачити для повного покриття запланованого дефіциту бюджету на цей рік (близько 19% ВВП без урахування грантів у доходах) без звернення до емісійних джерел. Зі свого боку НБУ зможе компенсувати структурний дефіцит валюти в приватному секторі та згладжувати надмірні курсові коливання. Це дасть змогу підтримувати стійкість валютного ринку, що сприятиме досягненню інфляційної цілі 5% на горизонті політики.

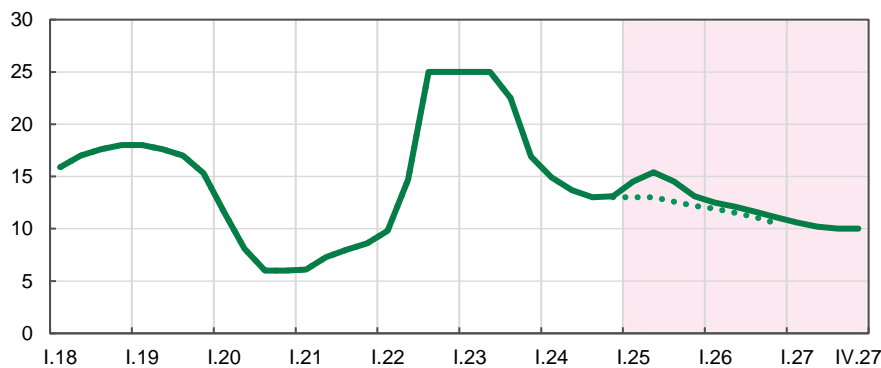
Для підтримання стійкості валютного ринку, збереження контрольованості очікувань та поступового приведення інфляції до цілі 5% на горизонті політики НБУ підвищив облікову ставку до 14.5%

Пришвидшення інфляції в другому півріччі 2024 року та пов'язане з цим погіршення інфляційних очікувань домогосподарств наприкінці року зумовило зниження реальної дохідності гривневих інструментів для заощаджень. Підвищення облікової ставки (на 0.5 в. п. у грудні та на 1 в. п. – у січні) спрямоване на забезпечення належного захисту гривневих заощаджень від інфляції та підтримку інтересу населення до гривневих активів.

Оновлений макропрогноз НБУ передбачає також подальше підвищення облікової ставки для стримування інфляції

НБУ, ймовірно, посилюватиме процентну політику на [найближчих засіданнях](#) Правління з питань монетарної політики в разі збереження ознак стійкості інфляційного тиску та загрози розбалансування інфляційних очікувань.

Графік 2. Облікова ставка НБУ, середня, %



Джерело: розрахунки НБУ.

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

Російська агресія зумовлює ризики подальшого зниження економічного потенціалу, зокрема через втрати людей, територій і виробництва. Швидкість повернення економіки до нормальних умов функціонування залежатиме від характеру й тривалості бойових дій.

Основні ризики, спричинені російською агресією, залишаються незмінними:

- 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, що обмежуватиме економічну активність і тиснутиме на ціни з боку пропозиції;
- поглиблення негативних міграційних тенденцій та подальше розширення дефіциту робочої сили на внутрішньому ринку праці.

Зберігаються також ризики зниження ритмічності міжнародної допомоги та менш сприятливих, ніж очікується зараз, зовнішньоекономічних тенденцій, зокрема через більшу геополітичну поляризацію країн і відповідну фрагментацію світової торгівлі.

Однак можуть реалізовуватися й позитивні сценарії, пов'язані передусім із посиленням фінансової підтримки партнерів (зокрема за рахунок використання основної суми знерухомлених російських активів для компенсації втрат України) та зусиль міжнародної спільноти щодо забезпечення справедливого й тривалого миру для України. Крім того, можливим є подальше пришвидшення євроінтеграційних процесів та відбудови інфраструктури, у тому числі енергетичної.

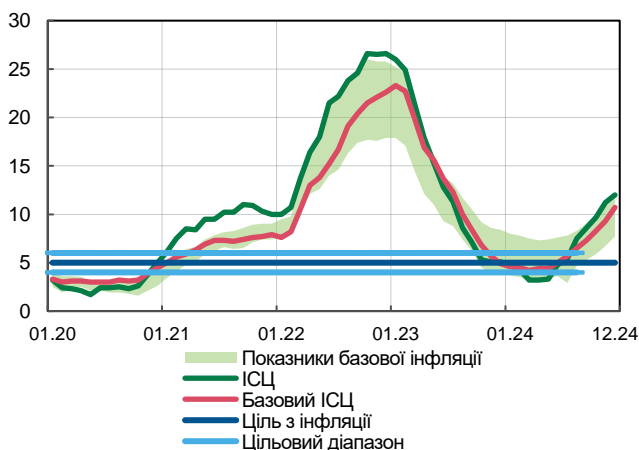
Розділ 1. Інфляційний розвиток

- Пришвидшення інфляції в другому півріччі 2024 року було очікуваним, однак фактичні темпи зростання ІСЦ за підсумками року (12.0%) помітно перевищили попередній прогноз НБУ. Вагомий внесок у зростання інфляції мали тимчасові чинники, зокрема ефекти гірших урожаїв. Однак посилюється й фундаментальний ціновий тиск унаслідок збільшення витрат бізнесу на сировину, матеріали й електроенергію, а також оплати праці на тлі збереження дефіциту кадрів. Перехід інфляції на двозначний рівень негативно позначився на інфляційних очікуваннях населення та бізнесу.
- Інфляція сягне свого піку в II кварталі та з середини року почне знижуватися. Наприкінці 2025 року інфляція сповільниться до 8.4%, а у 2026 році – до цілі 5%. Цьому сприятимуть заходи процентної політики НБУ, стійкості валютного ринку, вищій врожаї, поліпшення ситуації в енергетиці, зниження фіскального дефіциту, а також помірний зовнішній ціновий тиск.

Із середини 2025 року інфляція повернеться на траєкторію стійкого зниження

Упродовж IV кварталу споживча інфляція стрімко зростала – у грудні вона пришвидшилася до 12.0% р/р (порівняно з 8.6% р/р у вересні). Такі темпи були вищими, ніж очікував НБУ в [Інфляційному звіті за жовтень 2024 року](#). За оцінками НБУ, пришвидшення інфляції тривало й у січні. З одного боку, вагомим рушієм зростання цін залишаються тимчасові чинники, насамперед обмежена пропозиція продовольства внаслідок гірших урожаїв окремих сільгоспкультур через несприятливі погодні умови, а з іншого, – інфляційний сплеск дедалі більше набуває фундаментальних ознак, що підтверджується подальшим пришвидшенням базової інфляції (до 10.7% р/р). Це, зокрема, пов'язане зі збільшенням виробничих витрат, у тому числі на енергозабезпечення й оплату праці, а також курсовими ефектами внаслідок послаблення гривні до долара США в попередні періоди. Водночас в останні місяці певною мірою зростання цін стримувалося зміцненням курсу гривні до євро, що має вагоме значення для українського імпорту.

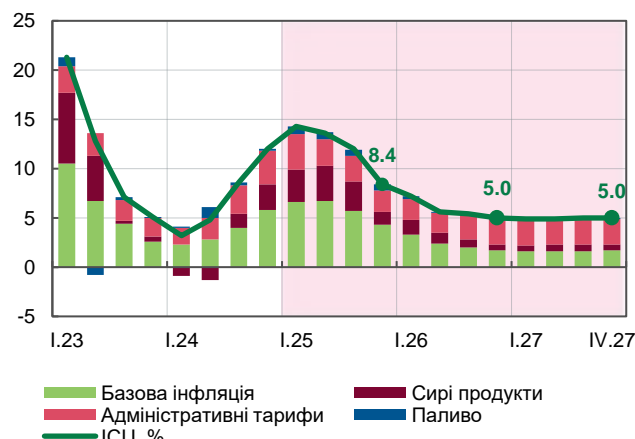
Графік 1.1. Споживча інфляція та оцінки основного інфляційного тренду*, % р/р



* 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.

Дія зазначених чинників на тлі низької бази порівняння минулого року зумовлюватиме подальше зростання загальної інфляції в річному вимірі (до близько 15% на піку) та більшості її компонентів у першому півріччі поточного року. Однак вже з середини року споживча інфляція почне знижуватися, передусім завдяки заходам процентної політики НБУ, стійкості валютного ринку та розширенню пропозиції продовольчих товарів. Поступово зменшуватиметься

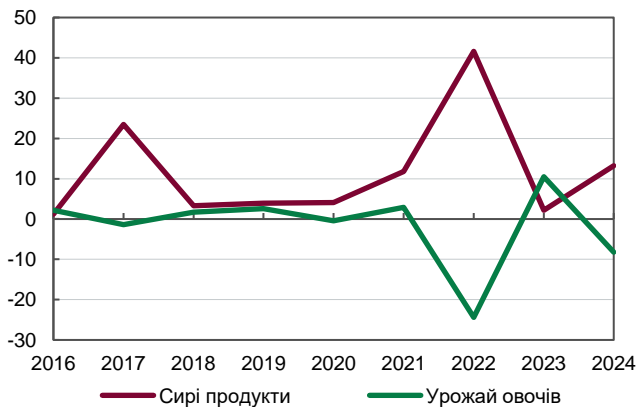
ефект перенесення на інфляцію підвищених витрат на енергозабезпечення, що вже в значній мірі відбувся. Зростання заробітних плат залишатиметься проінфляційним чинником, який послаблюватиметься разом зі зниженням темпів їх росту. У результаті наприкінці 2025 року інфляція сповільниться до 8.4%.

У середньостроковій перспективі найшвидше зростатимуть адміністративно-регульовані ціни через підвищення акцизних податків та необхідність приведення тарифів на послуги ЖКГ до ринкових рівнів. Отже, для досягнення інфляційної цілі на горизонті політики монетарна політика має спрямовуватися на утримання інших компонент ІСЦ (насамперед базової інфляції) на нижчих рівнях (близько 3–4%). Очікується, що це разом з поступовою нормалізацією функціонування економіки, поліпшенням ситуації в енергетиці, фіскальною консолідацією та заходами монетарної політики підтримає спроможність НБУ досягати інфляційних цілей на горизонті політики.

Продовольча інфляція суттєво сповільниться в другому півріччі 2025 року та знижуватиметься надалі завдяки очікуваному нарощуванню врожаїв

Стрімке пришвидшення продовольчої інфляції в IV кварталі 2024 року зумовлювалося насамперед тимчасовими чинниками. Негативний вплив погодних умов поточного року³, який виявився суттєвим, ніж очікувалося, відобразився на пропозиції окремих продуктів харчування. Урожай ґрунтових овочів та картоплі виявився нижчим як порівняно з минулим роком, так і з оцінками НБУ в [Інфляційному звіті за жовтень 2024 року](#). Крім того, дефіцит е/е та її висока вартість позначилися як на цінах на тепличні овочі, так і на витратах на зберігання плодоовочевої продукції, що теж було вагомим чинником зростання цін на сирі продукти. Водночас тривало нарощування імпорتنих поставок, а також розпродаж низькоякісної продукції з огляду на нестачу належно обладнаних сховищ, що дещо сповільнило зростання цін наприкінці року.

Графік 1.3. Урожай овочів* та ціни на сирі продовольчі товари на кінець періоду, % р/р



* Урожай у 2024 році за оцінками НБУ.
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 1.4. Ціни на сирі продовольчі товари на кінець періоду, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

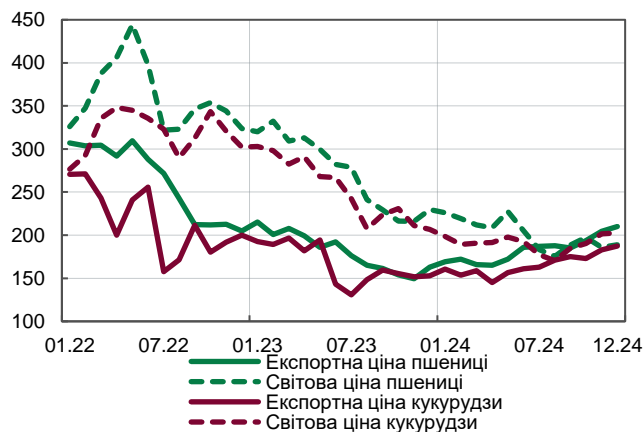
Налагодження безперебійних експортних поставок продовольства (детальніше – у розділі "Економічний розвиток" на стор. 17), зниження ставок фрахту та страхування зумовили підвищення внутрішніх та експортних цін на зернові у 2023 МР до рівня світових. З середини 2024 року ціни на зернові та олійні підвищувалися на тлі нижчого, ніж торік, врожаю у чорноморському регіоні. З одного боку, це разом із низькою якістю продукції врожаю 2024 року стало причиною подорожчання сировини для харчової промисловості. У результаті відновилася зростання цін на крупи та стрімко пришвидшилося подорожчання борошна. З іншого боку, це стало причиною подорожчання кормів, що позначилося на собівартості продукції тваринництва, а також спричинило відновлення падіння

³ У 2024 році на пропозицію продуктів харчування негативно вплинули весняні заморозки, рекордна спека в липні та затижні періоди без опадів улітку й на початку осені.

виробництва цієї продукції з другого півріччя 2024 року з відповідним тиском на ціни.

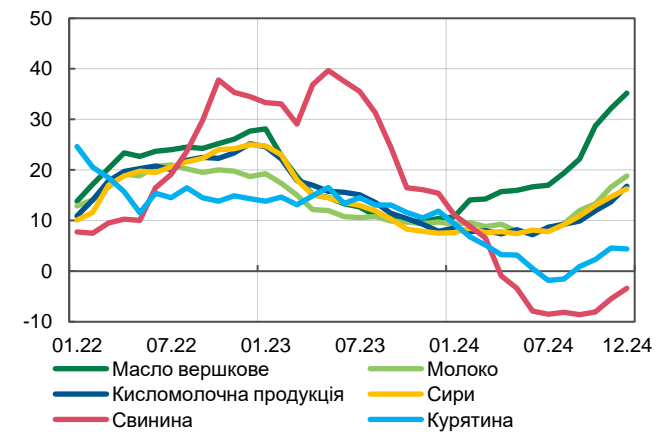
Посилювався й тиск з боку інших виробничих витрат, зокрема на безперебійне енергозабезпечення та енергоавтономність (з огляду на поновлення відключень е/е в листопаді), у тому числі й для зберігання продукції. Зростала вартість пального, медикаментів і ветеринарного обслуговування, що значно збільшило собівартість виробництва м'яса, молока та яєць, а також їх логістики. [Стабілізація внутрішнього попиту та відновлення роботи України на зовнішніх ринках](#) визначали сповільнення зниження цін на цукор. У результаті зростання цін на сирі продукти харчування стрімко пришвидшилося (до 13.2% р/р у грудні порівняно з 7.1% р/р у вересні 2024 року) та значно перевищило офіційний прогноз НБУ.

Графік 1.5. Ціни на окремі зернові культури, дол./т



Джерело: ДМСУ, МВФ, Світовий банк.

Графік 1.6. Ціни на окремі товари тваринництва, % р/р



Джерело: ДССУ.

Швидше, ніж очікувалося, зростали ціни й на оброблені продукти харчування (до 14.7% р/р у грудні). Так, через подорожчання продовольчої сировини, подальше збільшення виробничих витрат підприємств на безперебійне енергозабезпечення, оплату праці й логістику стрімко збільшилися темпи зростання цін на хліб та хлібобулочні вироби, м'ясо- та молокопродукти. На ціни останніх також вплинуло збереження високого [зовнішнього попиту на молочну продукцію](#) та зростання світових цін. Експортний попит разом із [низькими обсягами переробки](#) позначилися на стрімкому подорожчанні соняшникової олії. На ціноутворення впливали і курсові ефекти: швидше дорожчали окремі імпортні товари, зокрема чай, риба та морепродукти, а також кава і [шоколад](#), у тому числі з огляду на їх обмежену пропозицію на світових ринках.

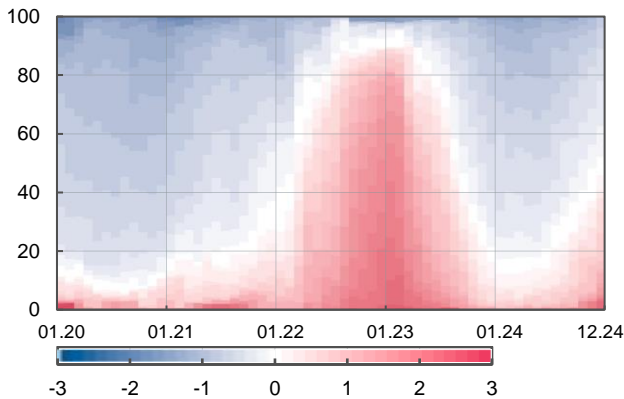
Під дією зазначених чинників та на тлі низької бази порівняння минулого року продовольча інфляція зростатиме в першому півріччі 2025 року. Подорожчання сирих продуктів через вторинні ефекти зумовлюватиме й подальше зростання вартості продуктів харчування з високим ступенем обробки, які входять до базового ІСЦ. Це додатково підсилюватиметься ефектами вищих витрат бізнесу на енергоресурси та оплату праці. З надходженням нових урожаїв влітку інфляція сирих продуктів почне стрімко сповільнюватися та знизиться до однозначових значень наприкінці року. Ймовірність повторення засушливої погоди другий рік поспіль є невисокою. Якщо несприятливі погодні умови будуть глобальними, то дефіцит вітчизняної продукції компенсуватиметься за рахунок імпорту. У наступні роки, якщо не буде значних шоків пропозиції, продовольча інфляція сповільниться до близько 3% завдяки збільшенню врожаїв, нарощуванню виробництва оброблених продуктів харчування, а також подальшому налагодженню логістики.

Базова інфляція також повернеться на однозначовий рівень наприкінці цього року, зокрема під впливом заходів монетарної політики НБУ

Фундаментальний інфляційний тиск у IV кварталі 2024 року посилювався більше, ніж очікувалося. Пришвидшення базової інфляції насамперед визначалося дефіцитом факторів виробництва, а також вартістю сировини та матеріалів. Окремі проінфляційні чинники, як-то напружена ситуація на ринку праці та в енергетичному секторі набувають персистентного характеру. У результаті

зростання цін понад інфляційну ціль охоплює дедалі більшу частину споживчого набору. Зокрема, темпи зростання цін на послуги (які значною мірою визначають внутрішній ціновий тиск) пришвидшилися до 12.5% р/р у грудні з огляду на підвищення собівартості їх надання та операційних витрат. Крім того, послаблення курсу гривні до долара США в попередні періоди додатково підсилювало ціновий тиск для імпортозалежних послуг (транспортних, медичних, тощо) та непродовольчих товарів, які здебільшого представлені імпортною продукцією. Водночас ціни на одяг та взуття залишалися нижчими, ніж торік.

Графік 1.7. Теплова карта БІСЦ*, %

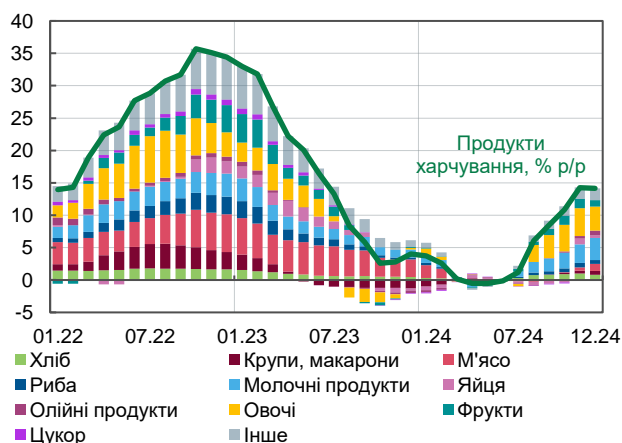


Стандартизовані оцінки (z-scores)

* Теплова карта відображає ваговий розподіл індивідуальних компонентів БІСЦ за темпами зростання. Кольори на тепловій карті надають інформацію про те, чи перебуває інфляція окремого компонента вище середнього за відповідний період (червоний) або нижче (синій), насиченість кольорів позначає ступінь такої події, виміряну в стандартних відхиленнях, розмір клітинок позначає розподіл значень між індикаторами.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

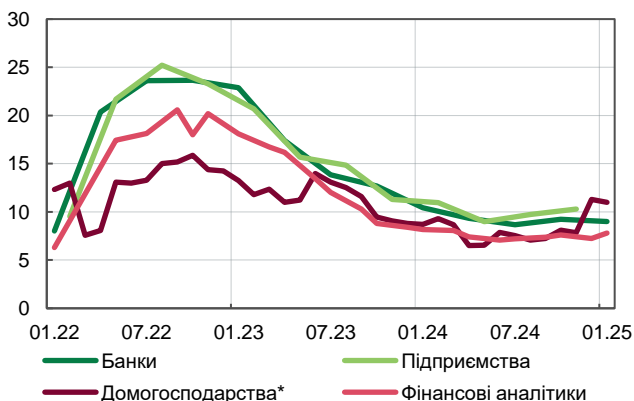
Графік 1.8. Внески в зміну цін на продукти харчування, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Оскільки у 2024 році ціновий тиск посилюється суттєвіше та перевищив пороговий рівень уваги, який, за оцінками НБУ, становить близько 10% (детальніше – в [Інфляційному звіті за жовтень 2024 року](#)), занепокоєння економічних агентів щодо вартості товарів і послуг зростало з відповідним впливом на їх очікування. Зокрема, інфляційні очікування домогосподарств у грудні помітно погіршилися, хоча в попередні місяці й демонстрували відносну стійкість. Очікування бізнесу наприкінці минулого року також погіршилися, хоча й не так суттєво, на тлі тривалого зростання виробничих витрат. Водночас очікування фінансових аналітиків та банків залишаються порівняно стійкими.

Графік 1.9. 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 1.10. Нормалізовані та сезонно скориговані індекси зацікавленості темою "інфляція"* та інфляційні очікування домогосподарств**



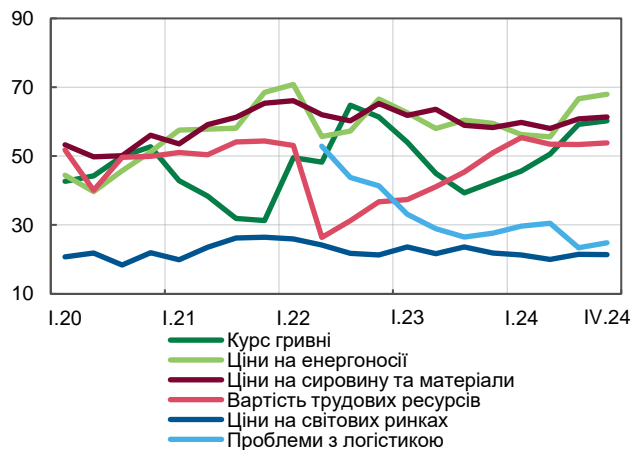
* Індекс Google Trends пошукових запитів за темою "інфляція" згладжений фільтром Ходріка-Прескота (lambda=100)

** Інфляційні очікування ДГ на наступні 12 місяців. Пунктирні лінії – зміна методу опитування з віч-на-віч на телефонні інтерв'ю.

Джерело: Info Sapiens, Google Trends, розрахунки НБУ.

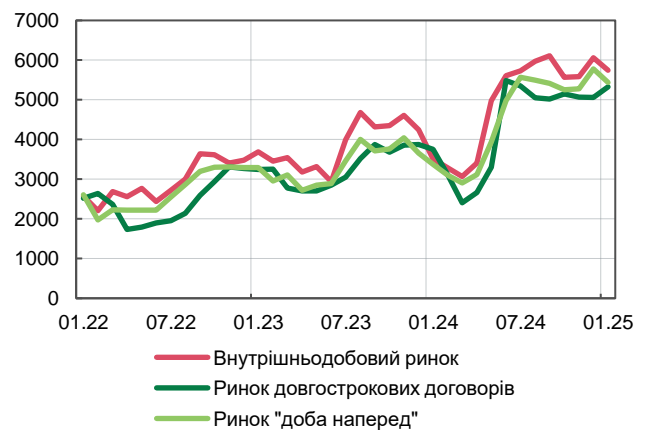
За результатами [опитувань щодо ділових очікувань підприємств у IV кварталі 2024 року](#), головними чинниками зміни рівня відпускних цін у наступні 12 місяців залишатимуться вартість енергоносіїв та ціни на сировину, зокрема продовольчу, і матеріали. Висока вартість е/е для побутових споживачів, а також необхідність здійснення витрат для забезпечення енергоавтономності та безперебійної роботи підприємств позначилося на підвищенні цін, передусім в енергоємних секторах. Свідченням цього є збереження високих рівнів промислової інфляції у грудні (27.6% р/р порівняно з 27.1% р/р у вересні). Дещо сповільнилося зростання цін у галузі "постачання е/е, газу, пари" (до 41.4% р/р у грудні порівняно з 47.1% р/р у вересні), проте й надалі зберігалось значним. Водночас [перегляд вартості послуг](#) з передачі е/е НЕК "Укренерго" з 01 січня 2025 року може позначитися на подальшому зростанні споживчих цін через вторинні ефекти.

Графік 1.11. Головні чинники формування очікувань підприємств щодо зміни цін на їхні товари та послуги, % респондентів



Джерело: НБУ.

Графік 1.12. Ціни на е/е для побутових споживачів, грн/МВт·год

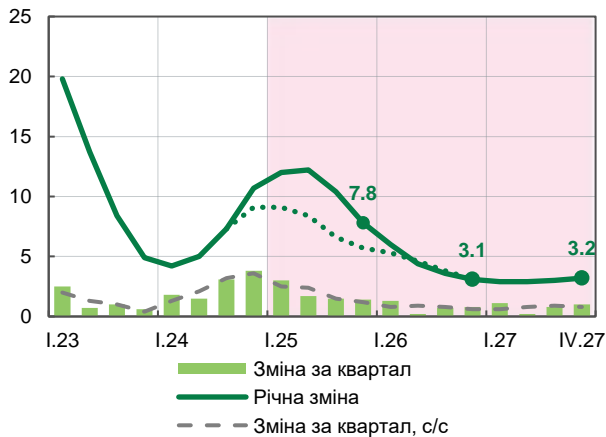


Джерело: Українська енергетична біржа, Оператор ринку.

Додатковий тиск на виробничі витрати зумовлювався й подальшим збільшенням витрат бізнесу на оплату праці через дефіцит кадрів та диспропорції на ринку праці (детальніше – у розділі "Економічний розвиток" на стор. 17). Високі заробітні плати в реальному вимірі на прогнозованому горизонті визначатимуть тиск на інфляцію й з боку попиту. Очікується, що ефекти зростання заробітних плат відобразатимуться насамперед у тривалому збереженні високих темпів зростання вартості послуг. Водночас упорядковані 2024 року дещо послабились оцінки бізнесом проблем з логістикою. Цьому сприяло поступове вирішення логістичних труднощів з огляду на подальше відновлення інфраструктури й поліпшення доступу до регіональних та світових ринків.

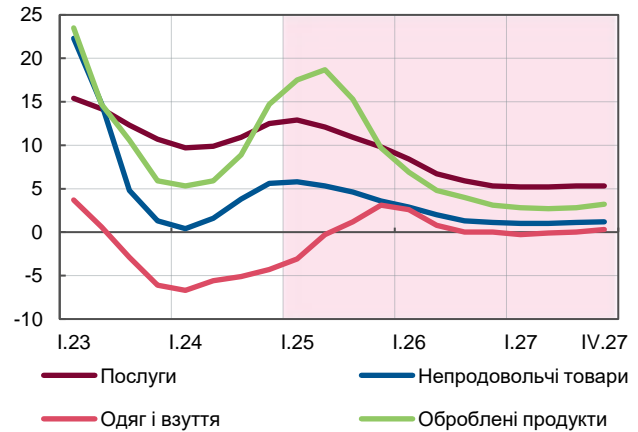
На прогнозованому горизонті ВВП залишатиметься близьким до потенційного рівня, що матиме нейтральний вплив на інфляцію. Фундаментальний інфляційний тиск визначатиметься різноспрямованими внесками високих реальних зарплат та порівняно міцним РЕОК гривні. На ціни тиснутимуть диспропорції на ринку праці, проте внесок цього чинника поступово зменшуватиметься разом із уповільненням темпів зростання заробітних плат, які були рекордними протягом 2024 року. Водночас заходи монетарної політики утримуватимуть РЕОК гривні міцним, що сприятиме зниженню імпортованої інфляції. Крім того, здійснені інвестиції бізнесу в енергонезалежність переважно вже відобразилися на цінах, тому на тлі очікуваних менших енергодефіцитів цей чинник також сприятиме сповільненню інфляції. Зростання базової інфляції стримуватимуть і вторинні ефекти від здешевлення сирих продовольчих товарів. Протягом двох наступних років базова інфляція знизиться майже до 3%, що сприятиме досягненню інфляційної цілі в умовах значних темпів зростання адміністративно-регульованих цін.

Графік 1.13. Базовий ІСЦ на кінець періоду, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 1.14. Компоненти базового ІСЦ на кінець періоду, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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

Зростання адміністративно-регульованих цін у грудні пришвидшилося (до 16.3% р/р порівняно з 14.0% р/р у вересні 2024 року), передусім за рахунок подорожчання тютюнових виробів та відновлення зростання цін на алкогольні напої, у тому числі під впливом змін у податковому законодавстві, курсових ефектів у попередні періоди та заходів боротьби з тіньовою продукцією (згідно з оцінками, [обсяг тіньового ринку тютюну скоротився вдвічі протягом 2024 року](#)). Виробники та імпортери тютюнової продукції завчасно піднімали ціни з огляду на очікуване [підвищення акцизів на тютюнові вироби](#) у 2025 році. Зростали й ціни на окрему алкогольну продукцію внаслідок підвищення з грудня ставки акцизного податку для [проміжних алкогольних продуктів](#) (із 8.42 до 12.23 грн за 1 л) та [збільшення на 50% розміру мінімальних оптово-відпускних і роздрібних цін на виноробну продукцію](#).

Низка затверджених та очікуваних змін в податковому законодавстві визначатимуть високі рівні адміністративної інфляції й на прогнозованому горизонті. Так, з огляду на необхідність розширення внутрішньої ресурсної бази для фінансування значних бюджетних потреб, а також виконання євроінтеграційних зобов'язань України надалі поетапно підвищуватимуться акцизи на тютюнові вироби, а також пальне й алкогольні напої. Додатковим чинником подорожчання тютюнових виробів та алкогольних напоїв стане посилення заходів боротьби з тіньовою продукцією, одним з яких є очікувана зміна податкового режиму для виробників етилового спирту і біоетанолу (сплата акцизного податку з обсягу, який відповідає максимальній продуктивності їхнього обладнання). Зазнає змін і система обігу алкогольної та тютюнової продукції – з березня 2025 року в тестовому режимі запроваджуються електронні акцизні марки, які у 2026 році стануть обов'язковими.

Стримуючим чинником для адміністративної інфляції й надалі залишатиметься мораторій на підвищення тарифів для населення на окремі послуги ЖКГ, що відповідно до припущень прогнозу (детальніше – у розділі "Припущення та ризики прогнозу" на стор. 35) обмежуватиме зростання адміністративних цін у 2025 році. Водночас очікується, що поступове приведення енергетичних тарифів до ринкових рівнів стане вагомим проінфляційним чинником у наступні роки.

Подорожчання пального й надалі сповільнювалося у IV кварталі – до 4.8% р/р у грудні (з 6.0% р/р у вересні), що було менше, ніж прогнозувалося. Вереснєве підвищення акцизних податків на пальне відобразилося передусім на вартості скрапленого газу. Останній дорожчав також через зростання вартості сировини та підвищений попит у Європі, зокрема через [ембарго на ввезення сировини з РФ з 20 грудня](#). Водночас переважно низхідна динаміка світових цін на нафту та стриманий попит на тлі достатніх запасів, що були сформовані для гуртового та

роздрібного продажу імпортерами та мережами АЗС перед першим етапом підвищення акцизів, обмежували зростання цін на бензин та дизель.

Крім вартості сировини та динаміки обмінного курсу, на ціни на пальне мали вплив й зміни у податковому законодавстві та маркетингові методи боротьби за клієнта. Зокрема, на початку грудня почала діяти норма про авансову сплату мережами АЗС податку на прибуток. Набуття чинності з 24 грудня закону про [мінімальні запаси нафти та нафтопродуктів](#), що був ухвалений наприкінці 2023 року та передбачає створення запасів нафти та нафтопродуктів обсягом 90 днів середньодобового чистого імпорту або 61 день середньодобового внутрішнього споживання, ймовірно зумовить перегляд маржинальності й торгових націнок імпортерами та мережами АЗС. З метою пошвидшення попиту мережі АЗС також активізували проведення маркетингових акцій, зокрема знижок вихідного дня, а також до "чорної п'ятниці". Наприкінці року активізувався й імпорт пального з метою накопичення достатніх запасів перед черговим етапом підвищення акцизів з початку 2025 року, що дещо стримуватиме зростання цін на пальне в найближчі місяці, проте цей ефект буде короткостроковим.

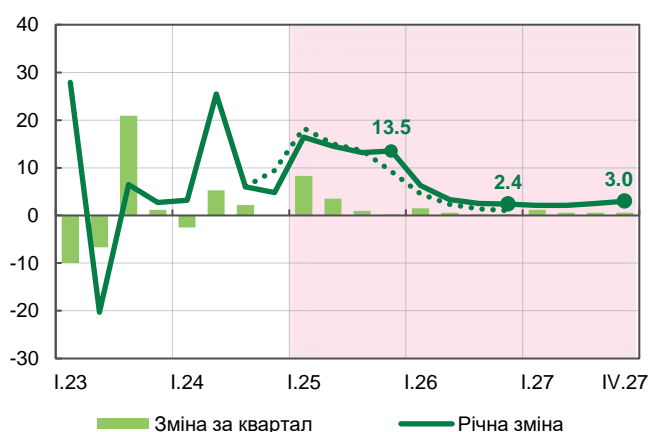
У міру вичерпання запасів під впливом затвердженого підвищення акцизів темпи зростання цін на пальне пришвидшаться до понад 13% у поточному році. Через вплив на собівартість це додатково тиснучиме на вартість окремих товарів та транспортних послуг. У середньостроковій перспективі зниження світових цін на нафту частково компенсуватиме подальше зростання акцизного навантаження. У результаті зростання цін на пальне значно сповільниться.

Графік 1.15. Адміністративно регульовані ціни на кінець періоду, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 1.16. Ціни на пальне на кінець періоду, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

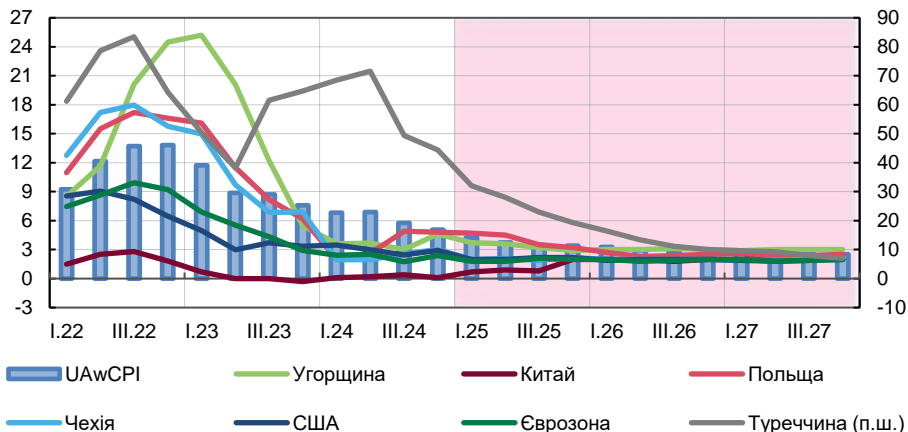
Інфляція країн – ОТП зберігатиметься помірною, що обмежуватиме й внутрішній ціновий тиск

Протягом останніх двох років у країнах – ОТП України тривало майже синхронне сповільнення інфляції з пікових рівнів. Проте у IV кварталі 2024 року цінова динаміка суттєво різнилася за країнами. Так, у розвинених країнах низхідний інфляційний тренд зберігався внаслідок звуження попиту, хоча на кінець року інфляція залишалася вище цільового рівня через тиск з боку сектору послуг. Натомість у країнах ЦСЄ спостерігалось очікуване пришвидшення інфляції, спричинене подорожчанням продуктів харчування через гірші врожаї. Так, на тлі суттєвого сповільнення зростання цін у Туреччині та близької до нуля інфляції в Китаї інфляційний тиск з боку країн – ОТП України дедалі зменшувався.

Очікується, що у 2025 році асинхронність динаміки споживчих цін збережеться. Нижчі врожаї, насамперед фруктів та окремих овочів, утримуватимуть підвищеними ціни на продукти харчування в країнах ЦСЄ щонайменше до середини поточного року, попри паузу в циклі зниження ставок ЦБ, що стримуватиме попит. Додатковим чинником буде ефект від перенесення девальвації національних валют на ціни внаслідок зміцнення долара США на

світових фінансових ринках. Натомість у розвинених країнах споживча інфляція надалі сповільнюватиметься з огляду на вплив попереднього посилення монетарної політики. Хоча цей процес буде поступовим з огляду на швидке зростання номінальної заробітної плати, що утримуватиме відносно високими ціни на послуги.

Графік 1.17. Споживча інфляція окремих країн – ОТП України на кінець періоду та середньозважена інфляція в країнах – ОТП України (UAWCPI), % р/р



Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

У наступні роки інфляційний тиск з боку країн – ОТП України зберігатиметься помірним: з одного боку триватиме поступове відновлення споживчого попиту, з іншого, – вичерпаються ефекти більшості шоків пропозиції. Зростання витрат на оплату праці сповільнюватиметься, ціни на енергоносії, попри високу волатильність, поволі знижуватимуться, а ціни на продукти харчування стабілізуються на тлі очікувань щодо поліпшення врожаїв. Додатковим чинником буде поліпшення ситуації на світових товарних ринках завдяки порівняно стабільній роботі ланцюгів постачання в умовах відсутності дефіциту пропозиції.

Винятками залишатимуться Туреччина та Китай. Повернення ЦБ Туреччини до традиційної монетарної політики сприятиме подальшому зниженню інфляції. Водночас стимулювання економіки Китаю фіскальними та монетарними заходами поступово посилюватиме інфляційний тиск, поточний рівень якого є наразі наднизьким. Однак досягнення цілей як ЦБ Туреччини, так і НБК очікується поза межами прогнозного горизонту.

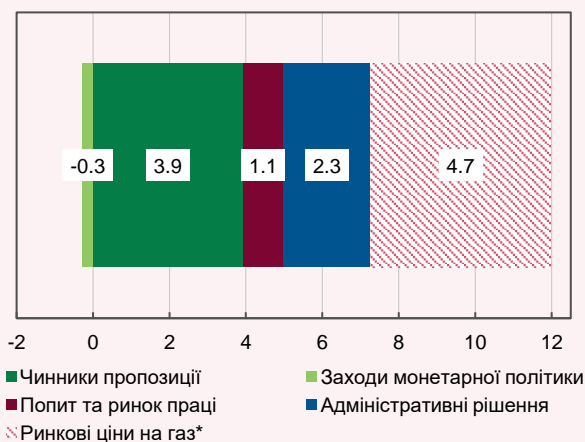
Так, середньозважена інфляція в країнах – ОТП України після досягнення довгострокового рівноважного рівня 3% наприкінці II кварталу 2026 року й надалі коливатиметься на цьому рівні до кінця прогнозного горизонту.

Вставка 1. Чинники, що зумовили відхилення інфляції від цілі у 2024 році

У грудні 2024 року споживча інфляція сягнула 12.0% р/р, а базова – 10.7% р/р. Пришвидшення інфляції в другому півріччі 2024 року було очікуваним, однак перевищило попередні прогнози НБУ. Відхилення від інфляційної цілі 5% було спричинено низкою чинників, насамперед тимчасових. Вагому роль у збільшенні інфляційного тиску відіграли низькі врожаї, наслідком яких було скорочення пропозиції сирих продуктів харчування та підвищення їх вартості для переробної промисловості. Водночас посилювався і вплив фундаментальних чинників, насамперед через подальше збільшення витрат бізнесу на енергозабезпечення й оплату праці. Певний вплив мали також ефекти від послаблення обмінного курсу гривні. Адміністративно регульовані ціни також суттєво зросли через підвищення тарифів на електроенергію для населення й окремих акцизів. Натомість інфляційний тиск стримувався заходами НБУ зі збереження стійкості валютного ринку, дією мораторію на підвищення тарифів на окремі послуги ЖКГ, а в останні місяці – зміцненням курсу гривні до євро.

Макрофінансова стабілізація у 2023 році супроводжувалася поверненням інфляції до цілі 5%. Однак ключовим ризиком для інфляційної динаміки та економічного розвитку залишався перебіг війни. Її наслідки наражають економіку переважно на проінфляційні шоки. У другому півріччі 2024 року споживча інфляція суттєво пришвидшилася та за підсумками року досягла 12.0% р/р. Відхилення інфляції від цілі було результатом дії сукупності проінфляційних чинників, які були лише частково компенсовані заходами монетарної політики.

Графік 1. Декомпозиція відхилення інфляції від цілі в грудні 2024 року, в. п.



* Різниця між ринково обґрунтованими цінами на газ і тарифами для населення була компенсована мораторієм на підвищення тарифів на послуги ЖКГ.
Джерело: розрахунки НБУ.

Таблиця 1. Порівняння значень окремих змінних у 2023–2024 роках

Показник	2023	2024
Ціна на нафту Brent, дол. за бар., середня за рік	82.6	80.7
Ціна на газ на хабі TTF (Нідерланди), дол. за тис. м³, середня за рік	465.6	393.9
Врожай зернових, млн т	59.8	55.2*
Врожай овочів, млн т	8.3	7.6*
Дефіцит зведеного бюджету (без грантів), % ВВП	26.6	23.7*
Зростання реальної заробітної плати, % р/р	3.7	14.4

* Оцінки НБУ.
Джерело: Refinitiv, ДКСУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

До проінфляційних чинників можна віднести:

шоки пропозиції. Через несприятливі погодні умови врожайність окремих сільськогосподарських культур значно знизилась у 2024 році. Це призвело до зростання цін на сирі й оброблені продукти, а також до подорожчання окремих видів послуг (харчування поза домом). Через вплив спеки на врожаї та зростання витрат на корми зменшилася й пропозиція тваринницької продукції. Крім того, ціни на продовольство на зовнішніх ринках хоч і знижувалися, однак залишалися порівняно високими. Це не давало змоги значно стримати імпортовану компоненту продовольчої інфляції. Також налагодження експортної логістики відобразилося на підвищенні внутрішніх цін на зернові до рівня світових. Відчутним був і вплив дефіциту е/е, що збільшив витрати підприємств через активізацію розбудови автономного енергозабезпечення та імпорт е/е.

Попит та ринок праці. Внутрішній попит поживавився внаслідок м'якої фіскальної політики й зростання реальних доходів домогосподарств. Диспропорції на ринку праці, що виникли на тлі дефіциту робочої сили визначали швидке збільшення заробітних плат. Це посилювало тиск на ціни як за каналом попиту, так і за каналом витрат підприємств.

Адміністративні рішення. Необхідність відновлення пошкоджених об'єктів енергетики й приведення тарифів до економічно обґрунтованих рівнів призвели до підвищення вартості е/е для населення в червні 2024 року. У вересні 2024 року зросли акцизи на пальне, що, крім прямих, мало й вторинні ефекти на зростання цін. Дорожчали тютюнові вироби під впливом боротьби з тіньовою продукцією, що позначалося на виробничих витратах підприємств (на дотримання вимог до маркування, відеонагляд на виробництвах тощо). Певний вплив мали й ефекти послаблення курсу гривні в попередні періоди. Крім того, ймовірно, виробники та імпортери завчасно та поетапно підвищували ціни на тютюнову продукцію в очікуванні зростання акцизів у 2025 році. Дорожчала й окрема алкогольна продукція внаслідок законодавчих та податкових змін.

Неринкові підходи до встановлення окремих тарифів на послуги ЖКГ. Світові ціни на газ залишалися значно вищими за ті, що використовувалися для розрахунку тарифів на низку послуг ЖКГ для населення (природний газ, опалення та гарячу воду). Приведення тарифів до ринково обґрунтованого рівня потенційно мало б значний додатний внесок у зростання ІСЦ (4.7 в.п. за оцінками НБУ). Однак реалізації такого впливу запобігла дія мораторію на підвищення тарифів на окремі послуги ЖКГ.

Чинником, що стримував інфляційний тиск, залишалися **заходи монетарної політики**. НБУ в режимі керованої гнучкості обмінного курсу зберігав активну присутність на валютному ринку, компенсуючи структурний дефіцит валюти в приватному секторі та згладжуючи надмірні курсові коливання. У результаті вдалося уникнути розбалансування валютного ринку та відчутнішого послаблення гривні протягом 2024 року. Більш того, наприкінці року курс гривні до євро зміцнився. З огляду на очікуване пришвидшення інфляції НБУ з липня 2024 року припинив зниження облікової ставки, а наприкінці року розпочав цикл посилення процентної політики. Збереження стійкості валютного ринку разом із заходами процентної політики підтримали привабливість гривневих активів, дали змогу стримати погіршення та зберегти керованість інфляційних та курсових очікувань економічних агентів, а відповідно – дещо зменшили ціновий тиск.

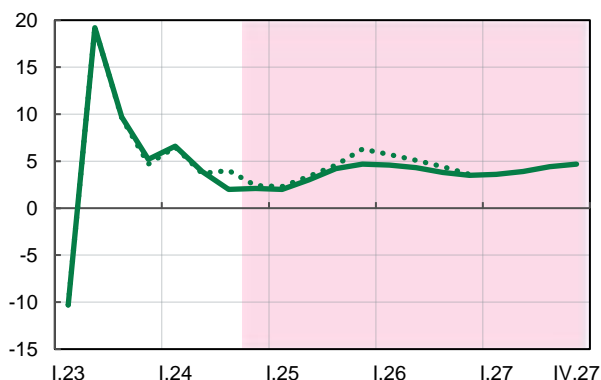
Розділ 2. Економічний розвиток

- Протягом 2024 року економіка відновлювалася завдяки успішній адаптації до складних умов війни. Однак відновлення поступово сповільнювалося внаслідок загострення безпекової ситуації, порівняно слабкого зовнішнього попиту й нижчого врожаю. У результаті оцінку зростання реального ВВП за рік було погіршено до 3.4%.
- У 2025–2027 роках темпи росту реального ВВП пришвидшаться (3.6%–4.2%) завдяки подальшому поживленню приватного споживання на тлі збільшення доходів домогосподарств та інвестицій у відбудову.
- Реальний ВВП наразі є близьким до потенційного рівня і залишатиметься близьким до нього і надалі. Потенційний ВВП зростатиме завдяки підвищенню продуктивності виробництва. Проте темпи зростання стримуватимуться дефіцитом робочої сили та обмеженістю інвестицій у виробничий капітал.

Економіка надалі відновлюється завдяки стійкому внутрішньому попиту, однак війна стримує зростання ВВП

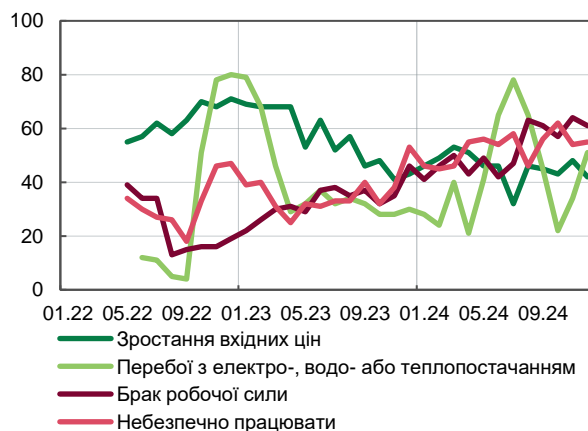
Зростання реального ВВП у III кварталі 2024 року суттєво сповільнилось і становило 2.0% р/р, що було відчутно нижчим за оцінки НБУ в [Інфляційному звіті за жовтень 2024 року](#). За оцінками НБУ, у IV кварталі економічна активність надалі відновлювалася помірними темпами – зростання реального ВВП оцінено у 2.1% р/р.

Графік 2.1. Реальний ВВП, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2. Найважливіші проблеми для опитаного бізнесу, % відповідей



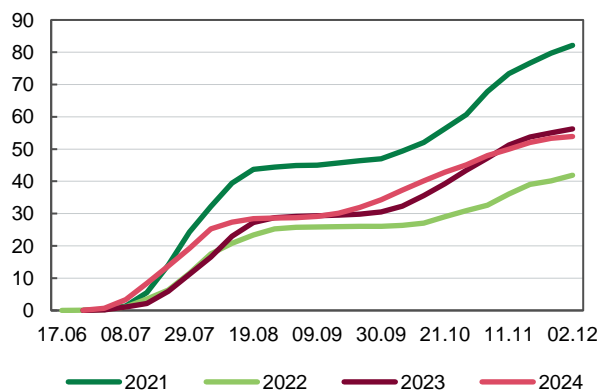
Джерело: ІЕД.

Вагомим чинником слабкої економічної активності в другому півріччі 2024 року став дефіцит е/е, спричинений руйнуванням енергетичної інфраструктури, зокрема маневрової генерації через нові обстріли рф. Значний дефіцит е/е спостерігався в липні, листопаді та грудні. Помітно погіршилася й безпекова ситуація, особливо наприкінці року. Так, суттєво зросла кількість повітряних тривог і обстрілів, насамперед у низці прифронтових регіонів, були втрачені окремі виробничі потужності. У результаті ділові очікування та виробнича активність послабилися в низці галузей, зокрема в енергетиці, добувній промисловості та металургії.

Надзвичайна спека в липні зумовила зростання потреби в енергоресурсах, що також ускладнювало економічну ситуацію в III кварталі. Проте доволі тепла зима, швидкі ремонтні роботи й збільшення імпорту е/е, попри нові руйнування, поліпшили забезпеченість е/е в IV кварталі. Дефіцит е/е, за оцінками НБУ, виявився дещо меншим за попередні очікування НБУ (детальніше – у розділі "Припущення та ризики прогнозу" на стор. 35).

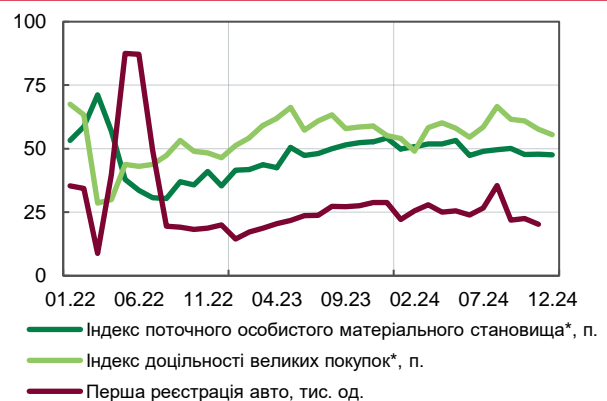
Спека та посушливі умови влітку та восени негативно вплинули й на врожайність пізніх культур та показники тваринництва. Так, урожаї зернових і зернобобових культур, а також олійних виявилися меншими, ніж показники 2023 року, а олійних – і ніж попередні оцінки НБУ. Дефіцит е/е, зростання витрат на автономне енергозабезпечення та подорожчання кормів через нижчі врожаї також негативно вплинули на тваринництво. У результаті показники с/г послабилися, а пропозиція продуктів харчування була меншою, ніж очікувалося. Слабкі показники промисловості та с/г були причиною сповільнення зростання експорту та погіршення показників транспорту. Водночас стабільна робота морського коридору підтримувала транспортну галузь та експорт. Натомість нижчий урожай та одночасне зростання експорту с/г продукції на тлі високих світових цін спричинили дефіцит сировини для низки напрямів харчової промисловості.

Графік 2.3. Обсяги врожаю зернових та зернобобових, млн т, кумулятивно



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.

Зростання економіки пришвидшиться до 3.6% у 2025 році та близько 4% у наступні роки

Зростанню ВВП сприятимуть інвестиції у відбудову енергетичних потужностей, м'яка фіскальна політика, поживлення внутрішнього попиту на тлі зростання заробітних плат, а також нарощування виробництва продовольства завдяки збільшенню врожаїв. Проте обмеженість виробничих потужностей, слабкі ділові очікування, подальші міграційні процеси й повільна нормалізація економічних умов стримуватимуть відновлення на прогностному горизонті. Очікувані темпи зростання ВВП було знижено порівняно з жовтневим прогнозом НБУ через втрату чи зупинку виробничих потужностей наприкінці 2024 року, у тому числі в Покровську, повільне зростання зовнішнього попиту, міцніший РЕОК гривні. Водночас позитивним чинником є поліпшення припущень щодо дефіциту електроенергії (детальніше – у розділі "Припущення та ризики прогнозу" на стор.35).

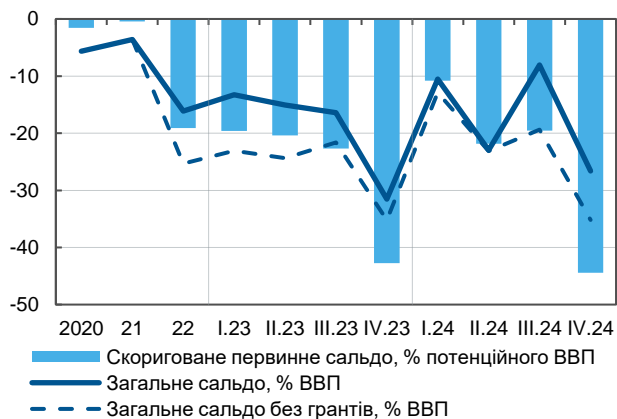
Основну роль у підтримці економіки й надалі відіграють бюджетні стимули, однак роль приватного сектору зростатиме

В умовах війни державний сектор і надалі підтримував економічну активність. Видатки в IV кварталі 2024 року сягнули історичного максимуму. Це призвело до масштабного нарощування дефіциту зведеного бюджету (понад 824 млрд грн) та розширення від'ємного циклічно скоригованого первинного сальдо в IV кварталі 2024 року. Загалом за 2024 рік дефіцит зведеного бюджету в номінальному вираженні перевищив минулорічний рівень і сягнув 1826 млрд грн без урахування грантів у доходах (23.7% ВВП, торік – 26.6% ВВП). М'яка фіскальна політика суттєво підживлювала сукупний попит. Збільшення видатків було підтримане заходами з мобілізації бюджетних доходів⁴ та активним залученням ресурсів з внутрішнього боргового ринку. Це дало змогу збільшити видатки передусім на

⁴ Перегляд ставок акцизного податку на паливо з 1 вересня та підвищення ставки військового збору з 1 грудня, поліпшення адміністрування податків тощо.

військові потреби, які залишаються ключовим напрямом. Пріоритетними були й соціальні програми, а наприкінці року збільшилися витрати гуманітарного та інвестиційного характеру. Завдяки таким значним видаткам наприкінці року сформувався суттєвий фіскальний імпульс, ефекти від якого підсилять економічну активність і на початку 2025 року.

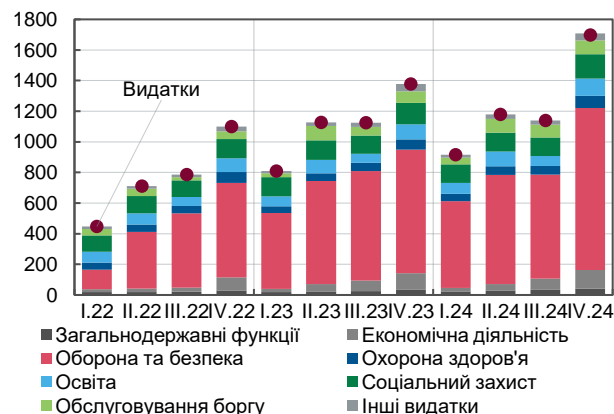
Графік 2.5. Сальдо СЗДУ за різними вимірами*



* 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 видатками. Із доходів вираховано одноразові надходження. Від’ємне значення означає м’яку політику. ВВП 2024 рік – оцінка НБУ.

Джерело: ДКСУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

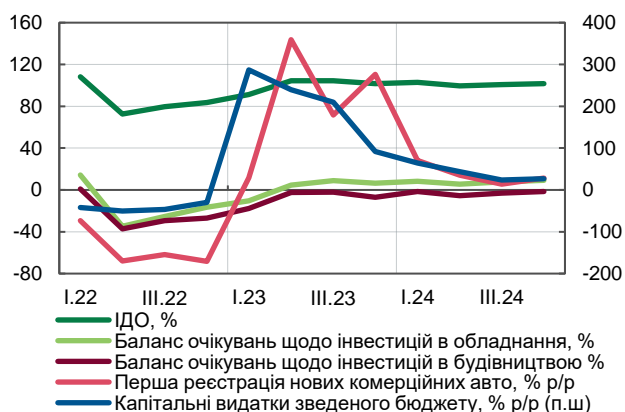
Нарощування витраток бюджету на соціальні програми та інші формати підтримки населення були одним з чинників стійкого споживчого попиту в другому півріччі 2024 року. Іншим вагомим чинником зростання споживання домогосподарств стали високі темпи зростання реальних зарплат (на 14.2% р/р у III кварталі 2024 року). Стійкий внутрішній попит мав визначальний внесок у зростання економіки у 2024 році, у тому числі сприяв сталим темпам зростання роздрібною торгівлі та подальшому відновленню сектору послуг. Додатковими чинниками були ліпша адаптація підприємств торгівлі й послуг до відключень е/е завдяки більшій забезпеченості автономним живленням, подальше збільшення онлайн-сегмента та зміщення різдвяних свят на кінець року.

Тривало й зростання інвестицій, у тому числі державних, що також підтримувало зростання ВВП. Інвестиційний попит підживлювали державні капітальні витрати на військові й пов'язані з цим проекти (виробництво зброї, будівництво фортифікацій та укриттів) та на ліквідацію наслідків руйнувань, а також інші ремонтні роботи. Додатковим чинником зростання інвестицій була й компенсація населенню вартості пошкодженого майна за рахунок державних програм. Водночас завдяки поліпшенню фінансових результатів⁵ і надалі збільшувалися інвестиції підприємств приватного сектору в розбудову логістичних потужностей і власної енергетичної незалежності. Тривало й зростання інвестицій у видобування енергоресурсів (зокрема у газо- та нафтовидобуток).

Роль державного сектору у формуванні тенденцій економічного розвитку залишатиметься значною. Це насамперед зумовлено потребою у видатках для посилення оборонного потенціалу, реалізації проектів відновлення та гуманітарної сфери, а також розбудови інфраструктури. Однак дефіцит бюджету поступово скорочуватиметься (з 19.3% ВВП у 2025 році до 7% ВВП у 2027 році) за рахунок зміцнення внутрішньої ресурсної бази та зниження відношення державних витрат до розмірів економіки.

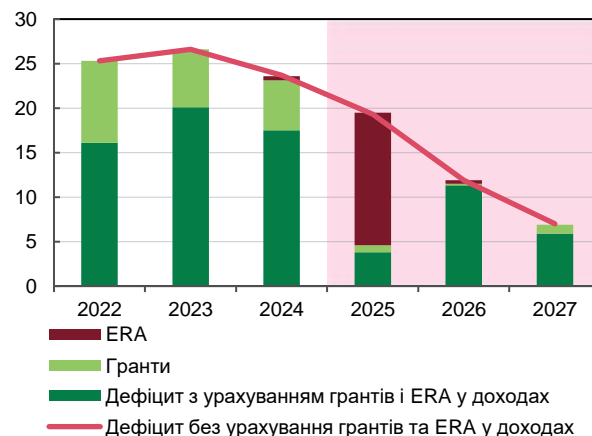
⁵ Прибутки підприємств надалі зростали в III кварталі 2024 року, хоча й дещо повільнішими темпами (40% р/р у січні-вересні), водночас збитки за 9 місяців зросли лише на 13.6% р/р.

Графік 2.7. Окремі індикатори інвестиційного попиту



Джерело: ДССУ, ДКСУ, НБУ, Укравтопром, розрахунки НБУ.

Графік 2.8. Дефіцит зведеного бюджету, % ВВП



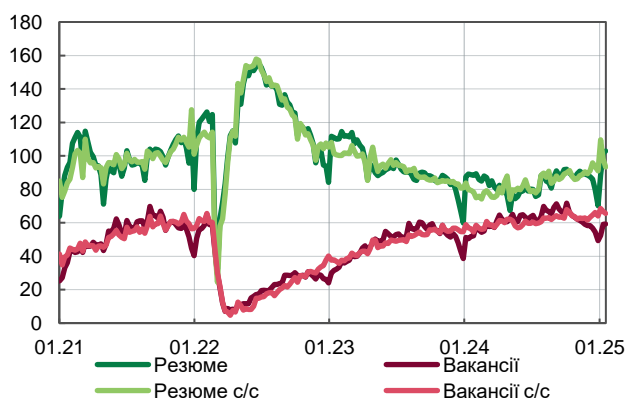
Джерело: ДКСУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Поступове зменшення бюджетних стимулів компенсуватиметься зростанням ролі приватного сектору. Це відбуватиметься за рахунок інвестицій у відновлення виробничих і логістичних потужностей та активнішого залучення приватного капіталу на тлі пришвидшення євроінтеграційних процесів. Поступова нормалізація економічних процесів, поліпшення ділових і споживчих настроїв сприятиме відновленню інвестиційного попиту та приватного споживання.

Дефіцит робочої сили залишатиметься значним на прогнозованому горизонті та обмежуватиме відновлення економіки

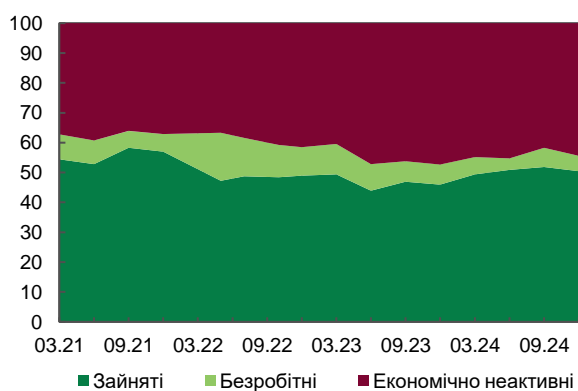
Проблема браку працівників загострювалася впродовж 2024 року, а ринок праці залишався стисненим. Однак у другій половині 2024 року рівень участі в робочій силі дещо зріс, як і кількість нових резюме. Ймовірно, українці поверталися до пошуку роботи завдяки подальшому збільшенню зарплат. Проте наслідки війни й надалі обмежували пропозицію робочої сили – кількість мігрантів за кордон упродовж 2024 року зросла на близько 500 тис. Також мали вплив мобілізаційні процеси.

Графік 2.9. Нові резюме та вакансії, тис.



Джерело: work.ua, розрахунки НБУ.

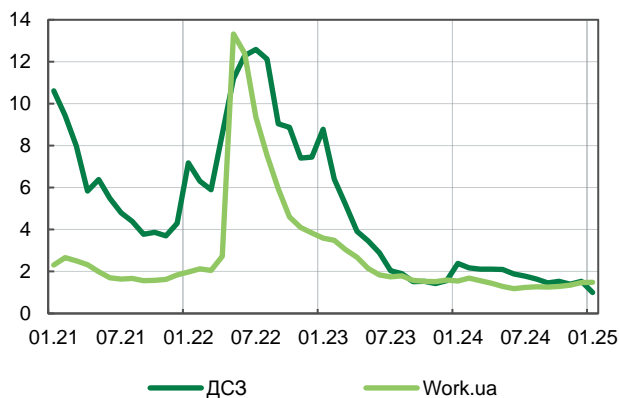
Графік 2.10. Структура опитаних за економічною активністю, % відповідей



Джерело: InfoSapiens, розрахунки НБУ.

Натомість попит на робочу силу залишався високим, а брак працівників обмежував можливість нарощування виробництва та впливав на зростання виробничих витрат. У результаті навантаження на одну вакансію було навіть нижчим, ніж показники 2021 року, що сприяло зниженню безробіття впродовж минулого року. Однак скорочення рівня безробіття стримується його значною структурною складовою, яка зумовлена суттєвими диспропорціями між потребами роботодавців і знаннями та навичками потенційних працівників. Також зберігається значна регіональна нерівномірність між рівнями безробіття. Це, зокрема, зумовлено наслідками війни: за оцінками НБУ, вищим безробіття є в регіонах, близьких до зони бойових дій.

Графік 2.11. Кількість претендентів на 1 вакансію, осіб



Джерело: work.ua, ДСЗ, розрахунки НБУ.

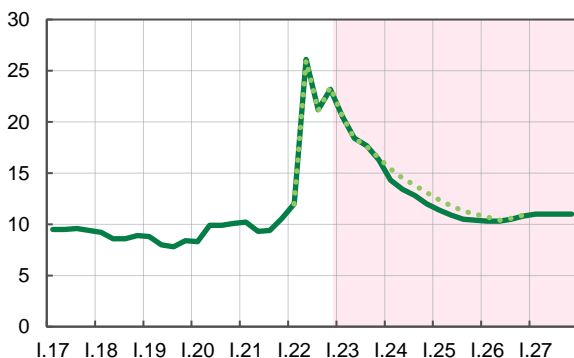
Графік 2.12. Реальна зарплата за ВЕД у III кварталі 2024 року порівняно з III кварталом 2021 року, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

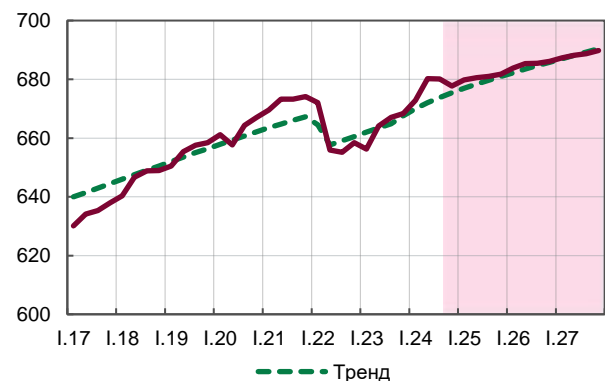
Дефіцит кадрів стимулював подальше зростання оплати праці, яке, за оцінками НБУ, тривало до кінця 2024 року, однак поступово сповільнювалося. У IV кварталі темпи зростання реальних зарплат знизилися до однознакового рівня як унаслідок зростання інфляції, так і меншого дефіциту робочої сили, який проте залишається значно вищим, ніж до повномасштабного вторгнення. Однак вже у III кварталі 2024 року реальні зарплати перевищили довоєнні рівні у більшості видів економічної діяльності.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.14. Реальна зарплата, рівень (логарифми)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Під впливом зростання попиту на робочу силу безробіття поступово зменшуватиметься, але все ще залишатиметься вищим за рівень до повномасштабного вторгнення. Диспропорції на ринку праці зберігатимуться на прогностичному періоді насамперед через обмежену пропозицію робочої сили відповідної кваліфікації. Наразі ці диспропорції формуються під впливом міграції за кордон та мобілізаційних процесів.

У міру подальшої нормалізації умов функціонування економіки та відповідного посилення попиту на робочу силу диспропорції визначатимуться повільним поверненням мігрантів в Україну (детальніше – у розділі "Припущення та ризики прогнозу" на стор. 35) через їхню адаптацію до життя за кордоном, виїздом українців з метою об'єднання родин і відновлення трудової міграції. Очікуване повернення демобілізованих до цивільного життя збільшить пропозицію робочої сили, проте можливі додаткові виклики для ринку праці в частині посилення регіональних та галузевих диспропорцій. Тож попит на кваліфікованих працівників зберігатиметься підвищеним на прогностичному горизонті, що визначатиме подальше збільшення зарплат у приватному секторі. На тлі збереження м'якої фіскальної політики це стимулюватиме й зростання споживчого попиту.

Українську економіку підтримуватиме подальше поживлення зовнішнього попиту, хоча імпульс від нього буде меншим, ніж очікувалося

Випереджаючі [індикатори](#) свідчили про нестійке відновлення економік країн – ОТП України в IV кварталі. І хоча загалом темпи економічного зростання пришвидшилися, вони супроводжувалися галузевими та регіональними диспропорціями. Зокрема, стабільне зростання сектору послуг компенсувало падіння в промисловості (передусім у [металургії](#) та гірничодобувній промисловості), а стійке зростання економіки США контрастувало зі слабкістю економік Єврозони та країн ЦСЄ.

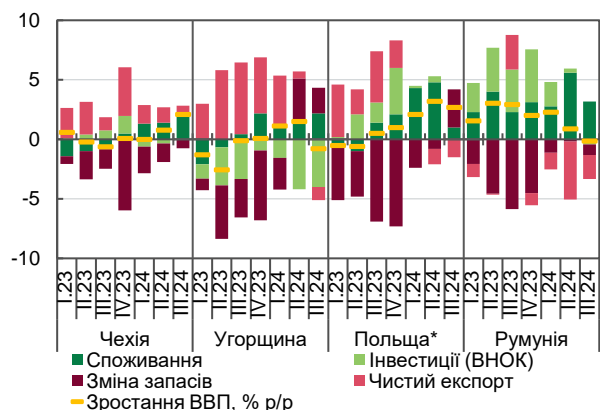
Ділова активність у сфері послуг зростала насамперед завдяки сектору фінансових та побутових послуг. Натомість у промисловості зростання виробництва споживчих товарів було недостатнім, щоб компенсувати падіння виробництва товарів проміжного споживання та інвестиційних товарів. Домогосподарства й підприємства не поспішали купувати товари тривалого користування через все ще підвищені витрати, економічну невизначеність і жорсткіші умови фінансування. Натомість [дефіцит пропозиції](#) зменшився, а [світова торгівля товарами](#) помірно розвивалася. Експортні замовлення свідчать про стійке зростання торгівлі в найближчій перспективі. Однак на умови ведення бізнесу негативно вплинула висока ймовірність запровадження нових імпорتنих тарифів у США. [Моніторинг СOT](#) також свідчить про більшу фрагментацію торгівлі: за останній рік стрімко зросли обсяги обмежувальних заходів, торгівля дедалі більше ведеться між економіками-геополітичними союзниками.

Водночас зростання економіки США залишається стійким. Попри слабкість промисловості, сектор послуг активно зростає. Безробіття низьке, зростання доходів домогосподарств стає. Хоча масштабні заощадження, накопичені під час пандемії, у багатьох домогосподарствах скоротилися, значне збільшення доходів і надалі підтримує споживчі витрати. Підвищення продуктивності завдяки відкриттю нового високотехнологічного бізнесу та нарощування експорту за рахунок витіснення рф, насамперед з енергетичних ринків, також підтримали економічне зростання. Очікується, що в наступні роки приватне споживання підтримуватиме зростання економіки США як завдяки стабільному збільшенню кількості робочих місць, так і підвищенню реальних заробітних плат. Зростання [продуктивності](#) збережеться завдяки високому рівню інвестицій американських компаній у штучний інтелект та інші новітні технології.

Натомість економіка Китаю все ще бореться з проблемами в секторі нерухомості та слабким внутрішнім попитом, тоді як експорт залишається стабільним, незважаючи на нові імпорتنі тарифи в США та ЄС. Надалі заходи фіскального та монетарного стимулювання підтримають внутрішній попит та інвестиції, що має забезпечити порівняно високі темпи зростання китайської економіки.

Економіка Єврозони також демонструє слабкість промисловості. Остання перебуває в кризі насамперед через низьку конкурентоспроможність, спричинену високими цінами на енергоносії та недостатнім рівнем інновацій. Так, сфера послуг є основою зростання економіки Єврозони, хоча випереджаючі індикатори свідчать про поступове сповільнення темпів зростання і в цьому секторі. Натомість, на відміну від США, поведінка домогосподарств залишається обережною, а норма заощаджень зберігається підвищеною через все ще песимістичні настрої, попри зростання реальних доходів. Індикатори зайнятості свідчать про охолодження ринку праці. Вплив жорсткої монетарної політики ЄЦБ та посилення політичної невизначеності утримують корпоративні інвестиції на низькому рівні, хоча зниження процентних ставок у другому півріччі 2024 року й сприяло незначному зростанню обсягів кредитування. Очікується, що зростання економіки Єврозони у 2025 році буде повільнішим, ніж передбачалося раніше, насамперед через подальший спад промисловості та пригнічений інвестиційний попит у Німеччині. У наступні роки економічному зростанню Єврозони сприятиме відновлення споживання домогосподарств, підкріплене зростанням реальних доходів на тлі стабільно сприятливої кон'юнктури на ринку праці. Нарощування приватних інвестицій буде підтримане пом'якшенням монетарної політики, а державних – видатками на оборону.

Графік 2.15. Внески категорій кінцевого використання в річну зміну реального ВВП в окремих країнах ЦСЄ, в. п.



* У постійних цінах попереднього року, інші країни – 2020 року.
Суми значень можуть не збігатися через заокруглення.
Джерело: національні статистичні агенції, Евростат, розрахунки НБУ.

Зростання економік країн ЦСЄ також сповільнилося, насамперед через падіння чистого експорту, що відображало насамперед слабкий попит з боку Німеччини. Зростання забезпечувалося переважно приватним споживанням (завдяки підвищенню заробітних плат) та менше державним. Низькі врожаї (через посуху в регіоні) мали додатковий негативний вплив на економічний розвиток у 2024 році. Очікується, що приватне споживання залишиться основним рушієм зростання цих країн. Цьому сприятиме насамперед поліпшення споживчих настроїв домогосподарств, підтримане все ще високими темпами зростання реальної заробітної плати та збільшенням інвестицій. Перехід між бюджетними періодами в ЄС, що супроводжувався зниженням обсягів виплат для країн ЦСЄ, негативно вплинув на інвестиції у 2024 році. Проте надалі очікується пришвидшення використання коштів ЄС у межах [фінансових програм на 2021–2027 роки](#), крім [Угорщини](#). Натомість економічне зростання тимчасово стримуватиметься повільнішим відновленням зовнішнього попиту, зокрема з боку Єврозони.

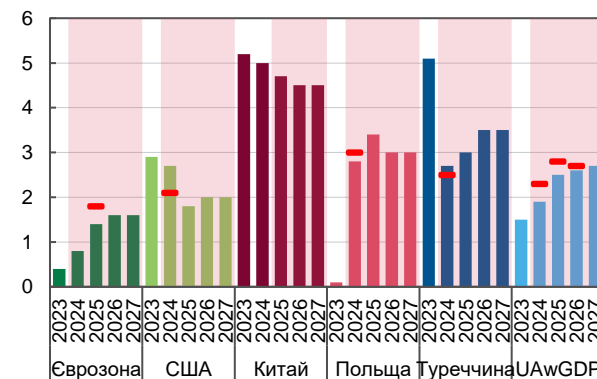
Попри поточні виклики є підстави для обережного оптимізму щодо економічного поживлення у країнах – ОТП України у 2025–2027 роках. Цьому мають сприяти стійкість [світової торгівлі](#) та сектору послуг, а також відкладений попит. Реальні доходи домогосподарств та споживчі витрати надалі зростатимуть, а пом'якшення умов фінансування завдяки подальшому зниженню процентних ставок провідними ЦБ підтримають економічну активність. У результаті зовнішній попит для української економіки поволі поліпшуватиметься.

Від'ємний внесок чистого експорту в зростання ВВП збільшиться у 2025 році через нижчі врожаї 2024 року та зупинку виробничих потужностей у Покровську. Надалі цей внесок зменшиться за рахунок поліпшення зовнішнього попиту, проте залишатиметься значним

Від'ємний внесок чистого експорту в зростання ВВП у IV кварталі збільшився за рахунок експортної складової. Так, послаблення зовнішнього попиту на продукцію ГМК, погіршення ділових очікувань підприємств в умовах посилення обстрілів та складної ситуації в енергосистемі спричинили сповільнення зростання обсягів поставок чорних металів. Крім того, [агресивна цінова політика рф](#) на ринках Африки та Близького Сходу разом зі [зміною режиму експортного забезпечення](#) призвели до певної затримки відвантажень зернових наприкінці року. Це на тлі високої бази порівняння минулого року, спричиненої запуском морського коридору, зумовило зниження їх експорту в IV кварталі. Знизився й експорт послуг: тривале звуження попиту на послуги української ІТ-індустрії зумовлюється насамперед високими ризиками для безперервності функціонування бізнесу в умовах воєнного стану.

Водночас зростання імпорту товарів пришвидшилося, хоча за товарними групами й спостерігалася різноспрямована динаміка. Так, відчутно зросли закупівлі неенергетичних товарів під впливом нарощування бюджетних видатків, у тому

Графік 2.16. Реальний ВВП окремих країн – ОТП України та UAWGDP, % р/р



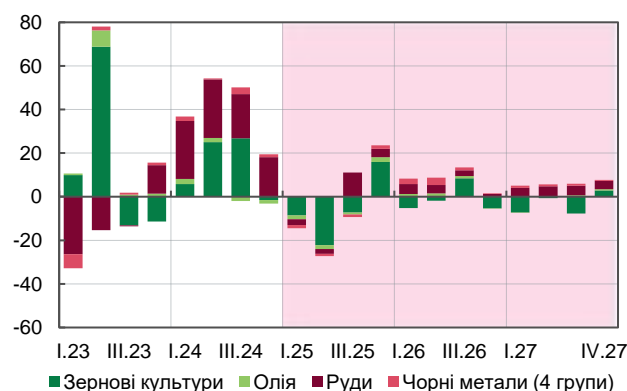
■ - попередній прогноз
Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

числі на забезпечення сектору оборони, та на тлі досить високих споживчих настроїв. Крім того, відіграв певну роль і ефект низької бази порівняння, спричинений початком блокади польського кордону в листопаді 2023 року. У результаті пришвидшилося зростання фізичних обсягів імпорту продовольчих товарів, продукції машинобудування, промислових виробів і продукції деревообробної промисловості. Натомість зростання закупівель енергоносіїв відчутно сповільнилося за рахунок як менших обсягів імпорту вугілля з огляду на високі його запаси, так і е/е через високі ціни на європейському ринку та низькі граничні ціни на внутрішньому ринку. Тривало й скорочення імпорту послуг за статтею "подорожі" через подальшу втрату резидентності вимушених мігрантів.

Динаміка експорту товарів та послуг на прогностному горизонті визначатиметься як внутрішніми, так і зовнішніми чинниками. Так, у 2025 році очікується зниження фізичних обсягів експорту через низькі запаси минулорічних урожаїв кукурудзи й соняшника та проблеми з постачанням коксівного вугілля на металургійні підприємства через призупинення роботи шахт у Покровську. Крім того, слабка економічна активність Європи та Китаю стримуватиме зростання експорту руди. Із 2026 року поступове поліпшення економічної активності в Європі сприятиме нарощуванню фізичних обсягів експорту товарів. Проте темпи зростання залишатимуться низькими через обмежені виробничі потужності, поступове відновлення внутрішнього споживання, посилення конкуренції на зовнішніх ринках і дефіцит робочої сили. Відносно повільне зростання економік країн – ОТП України гальмуватиме й відновлення експорту послуг, зокрема ІТ-сектору.

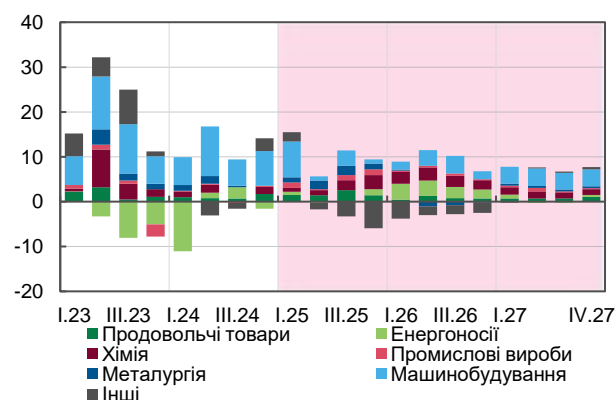
Імпорт товарів та послуг зростатиме високими темпами на прогностному горизонті. На тлі значної потреби сектору оборони й подальшого відновлення інфраструктури та виробничих потужностей зберігатиметься високий попит на імпорт, зокрема продукції машинобудування, хімії та металургії. Також очікується стабільно високий імпорт електроенергії (детальніше – у розділі "Припущення та ризики прогнозу" на стор. 35) та нафтопродуктів на тлі проблем в енергетичній системі. Крім того, унаслідок призупинення роботи шахт у Покровську зросте імпорт коксівного вугілля для забезпечення внутрішнього виробництва металів. Значні видатки бюджету підтримуватимуть зростання споживчого імпорту, зокрема продовольчих і промислових товарів, побутової техніки та різноманітної хімічної продукції, а також продукції військового призначення. Натомість повернення додому українських мігрантів сприятиме скороченню імпорту послуг за статтею "Подорожі" у наступні роки.

Графік 2.17. Внески в річну зміну фізичних обсягів експорту окремих товарів, в. п.



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.18. Внески в річну зміну імпорту товарів, в. п.



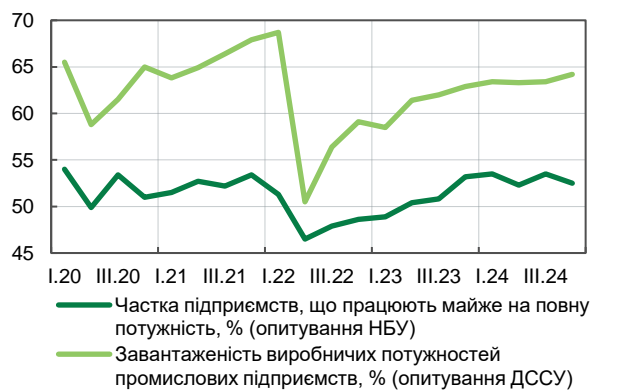
Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

У результаті у 2025 році від'ємний внесок чистого експорту в зростання ВВП збільшиться через зниження експорту товарів. Надалі зростання експорту відновиться завдяки поліпшенню економічної активності в Європі та відновленню внутрішнього виробництва. Водночас обсяги імпорту і надалі зростатимуть стабільно високими темпами. Як наслідок, від'ємний внесок чистого експорту в зростання ВВП поступово зменшиться, проте залишатиметься значним.

У 2024 році ВВП наблизився до свого потенційного рівня. На прогнозному горизонті розрив ВВП залишатиметься близьким до нуля

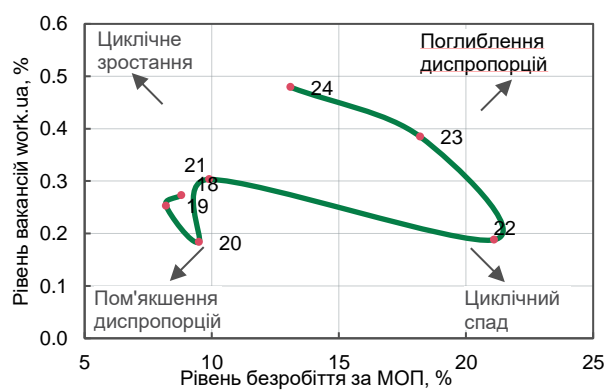
Кількість виробничих потужностей скоротилася через руйнування і втрату територій. Водночас результати опитувань підприємств свідчать про відновлення завантаженості наявних виробничих потужностей до рівня 2021 року, що є ознакою суттєвого відновлення сукупного попиту. Безробіття також знизилося, хоча й перебуває вище довоєнного рівня, на тлі диспропорцій на ринку праці. Так, згідно з кривою Беверіджа диспропорції на ринку праці з початку повномасштабного вторгнення були значно вищими, ніж у 2018–2021 роках через значну міграцію за кордон та внутрішнє переміщення населення. На тлі подальшого відновлення економіки ринок праці протягом 2023–2024 років рухався в бік перегріву.

Графік 2.19. Індикатори завантаження виробничих потужностей



Джерело: НБУ, ДССУ.

Графік 2.20. Крива Беверіджа



Джерело: НБУ.

Оновлені оцінки демонструють незначний розрив ВВП у 2024 році, який вже не є дезінфляційним чинником. Сукупний попит стимулюється високими бюджетними видатками, однак стримується слабким апетитом до приватних інвестицій. На прогнозному горизонті розрив ВВП залишатиметься близьким до нуля внаслідок різноспрямованих внесків відносно міцного РЕОК та м'якої фіскальної політики. Такий розрив ВВП матиме нейтральний вплив на темпи зростання цін.

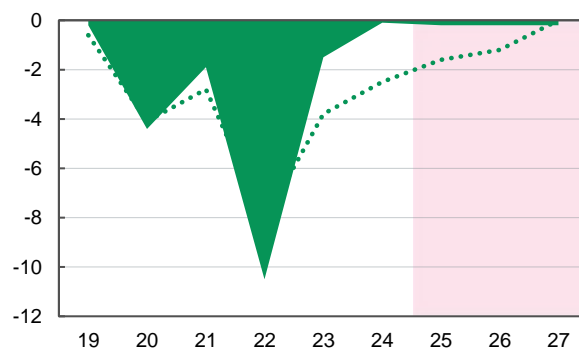
Потенційний ВВП зростатиме завдяки підвищенню продуктивності виробництва. Однак зростання потенційного ВВП обмежуватимуть дефіцит робочої сили та нестача інвестицій у виробничий капітал. У середньостроковій перспективі економічне зростання стимулюватиме європейська інтеграція, яка сприятиме технологічному прогресу та припливу капіталу.

Графік 2.21. Реальний та потенційний ВВП, с/с, у постійних цінах 2021 року (млрд грн)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.22. Розрив ВВП, % потенційного ВВП



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Вставка 2. Параметри державного бюджету у 2025 році

Державний бюджет України на 2025 рік затверджено із суттєвим дефіцитом (20.4% ВВП⁶), оскільки передбачені значні військові видатки. Надалі зберігатиметься потреба у фінансуванні бюджету коштами міжнародних партнерів. Водночас істотно зменшилася невизначеність щодо обсягів допомоги, передусім завдяки програмі *Extraordinary Revenue Acceleration Loans for Ukraine (ERA)*. Ключовими залишаються ризики, пов'язані з перебігом війни, і насамперед імовірність розширення видатків на оборонно-безпекову сферу та, відповідно, пошук джерел їх фінансування.

Плановий дефіцит державного бюджету у 2025 році (без урахування грантів у доходах) залишатиметься значним, але нижчим, ніж фактичний показник 2024 року. Крім того, поступово зменшуватиметься первинний дефіцит. М'яка фіскальна політика підтримуватиме економіку під час війни, водночас поступова фіскальна консолідація, що є результатом дій уряду з поліпшення стану доходів і виваженого підходу до здійснення видатків, сприятиме стабілізації рівня державного боргу.

Основні параметри державного бюджету ґрунтуються на досить консервативному макроекономічному прогнозі.

Таблиця 1. Основні параметри державного бюджету, млрд грн

Показник	2023	2024*	2025
			Закон
Доходи**	2673	3123	2327
% ВВП	40.3	40.4	27.5
Доходи без урахування грантів	2239	2649	2239
% ВВП	33.8	34.3	26.5
Видатки**	4015	4487	3929
% ВВП	60.6	58.1	46.4
Кредитування	-5.5	-5.5	38.7
Сальдо (- дефіцит)	-1337	-1359	-1641
% ВВП	-20.2	-17.6	-19.4
Сальдо (- дефіцит) без урахування грантів у доходах	-1771	-1832	-1728
% ВВП	-26.7	-23.7	-20.4
Первинне сальдо без урахування грантів у доходах (- дефіцит)	-1523	-1525	-1247
% ВВП	-23.0	-19.8	-14.7

* ВВП 2024 рік – оцінка НБУ. ** Фактичні показники у 2023–2024 роках містять надану військову допомогу міжнародними партнерами, що враховується в спеціальному фонді.
Джерело: ДКСУ, ВРУ, розрахунки НБУ.

Таблиця 2. Основні макроекономічні параметри

Показник	2025	
	КМУ	НБУ
Номинальний ВВП, млрд грн	8466	8840
ВВП реальний, % р/р	2.7	3.6
Індекс споживчих цін, % (грудень до грудня)	9.5	8.4
Експорт товарів та послуг (млрд дол. США)	57.2	58.1
Імпорт товарів і послуг (млрд дол. США)	97.9	96.9
Номинальна середня заробітна плата, тис. грн	24.4	24.8

Джерело: перший стовпчик (КМУ) – ВРУ ([пояснювальна записка до першого читання та інформація на сайті МФУ](#)), другий стовпчик (НБУ) – прогноз НБУ січень 2025 року.

З одного боку, закладені в бюджет вища інфляція та імпорт порівняно з прогнозом НБУ формують ризики недоотримання податкових надходжень, а з іншого – урядова оцінка економічного зростання та, відповідно, номінального ВВП дещо песимістичніша порівняно із прогнозом НБУ. Водночас доходи бюджету залишаються чутливими як до перебігу воєнних подій (зокрема через пошкодження інфраструктури та зниження виробництва внаслідок руйнувань), так і інших потенційних шоків (наприклад, блокування західних кордонів наприкінці 2023 – початку 2024 років). Зважаючи на те, що власні ресурси бюджету спрямовуються на військові потреби, які залишаються високими й у 2025 році, для збільшення бюджетного ресурсу було реалізовано низку податкових ініціатив (за оцінками МФУ, додаткові податкові надходження у 2025 році – **140 млрд грн**). Завдяки цьому фінансування військових видатків у 2025 році за рахунок власних доходів поліпшується.

Ключовим напрямом видатків очікувано залишається забезпечення обороноздатності: витрати на оборону та безпеку становлять 56% від загальних

⁶ Тут і далі використано ВВП відповідно до прогнозу КМУ, на якому ґрунтується бюджет на 2025 рік, якщо не зазначено інше.

видатків (або 26% ВВП⁷). Хоча соціальні програми й надалі є пріоритетною сферою, основні соціальні стандарти⁸ збережено на рівні 2024 року, а трансфер Пенсійному фонду зменшено. Водночас заплановані індексація пенсій і доплати шкільним педагогам, збережені програми з підтримки населення, які започатковані у 2024 році, а також передбачені кошти на компенсацію за пошкоджене майно та програму "е-Відновлення". Економічну активність підтримуватимуть і витрати на здійснення публічних інвестицій, допомога Фонду розвитку підприємництва (зокрема для надання пільгових кредитів за програмою "5-7-9%").

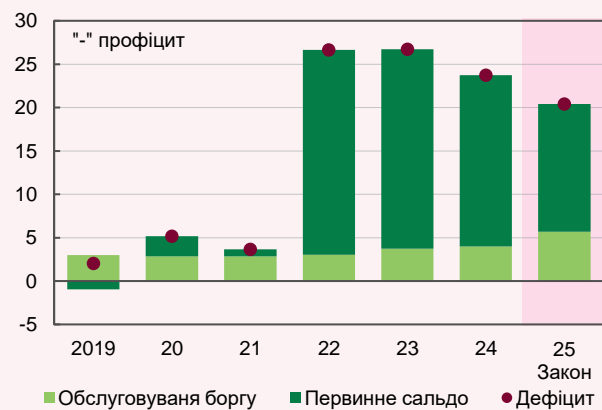
Однак, попри стриманий підхід до формування видатків, є значний ризик їх вимушеного збільшення, передусім на оборонну сферу. Вищі ж потреби на обороноздатність в умовах обмеженого потенціалу оптимізації видатків в умовах війни вимагатимуть пошуку додаткових ресурсів для їх фінансування (детальніше – у розділі "Припущення та ризики" на стор. 35).

Таблиця 3. Окремі показники видатків державного бюджету

	2023 Факт*	2024 Закон	2024 Факт*	2025 Закон
Видатки на оборону та безпеку, трлн грн**	2.6	2.1	2.9	2.2
% до загальних видатків	66	57	66	56
% доходів до видатків на оборону та безпеку	85	89	90	102

* У доходах та видатках державного бюджету в спеціальному фонді врахована міжнародна військова допомога. Показник доходів не враховує грантових коштів. ** За програмною класифікацією видатків відповідно до розпорядників.
Джерело: ДКСУ, ВРУ, розрахунки НБУ.

Графік 1. Сальдо* державного бюджету, % ВВП



* Для розрахунку первинного сальдо 2019 – 2024 років використано функціональну класифікацію та 2025 року – програмну класифікацію. Дефіцити – без урахування грантів у доходах. ВВП за 2024 рік – оцінка НБУ.
Джерело: ДКСУ, ВРУ, розрахунки НБУ.

Дефіцит державного бюджету планується майже повністю профінансувати за рахунок міжнародної допомоги (1746 млрд грн або 38.8⁹ млрд дол.). Отже, залежність від міжнародних партнерів залишається дуже значною. Водночас ризики недоотримання міжнародного фінансування знизилися завдяки суттєвому прогресу в реалізації програми ERA. Так, у грудні 2024 року вже надійшов 1 млрд дол. від США, а в січні 2025 року ще 3 млрд євро від ЄС. Передбачається, що частина коштів міжнародної допомоги в межах програми ERA у 2025 році може спрямовуватися на військові потреби. Отримання коштів за іншими програмами підтримки потребуватиме виконання умов, які передбачені відповідними програмами. Виконання цих умов свідчитиме про готовність України дотримуватися зобов'язань і проводити реформи, незважаючи на виклики війни. За таких умов обсяг міжнародної підтримки буде достатнім для повного й безземісного фінансування дефіциту та підтримання стійкої ситуації на валютному ринку в умовах режиму керованої курсової гнучкості.

У 2025 році плануються значні валові внутрішні залучення (понад 579 млрд грн), проте чисті залучення становитимуть лише 17 млрд грн (роловер – 103%). Такий обсяг чистих залучень свідчить про виважений підхід до можливостей внутрішнього боргового ринку та навантаження на видатки в частині обслуговування боргу. Крім того, зберігається простір для акумуляції додаткових ресурсів у разі непередбачених подій.

⁷ Також передбачено надання державних гарантій на забезпечення обороноздатності (до 30 млрд грн). Разом з цими коштами витрати на оборону та безпеку становлять 26.3% ВВП.

⁸ Мінімальна заробітна плата – 8000 грн, прожитковий мінімум – 2 920 грн.

⁹ Загальний обсяг міжнародного фінансування, яке враховане у Законі, становить 40.4 млрд дол. США включно з близько 4 млрд дол. США спеціального фонду та 1.5 млрд євро грантових коштів від ЄС, які враховані в дохідній частині.

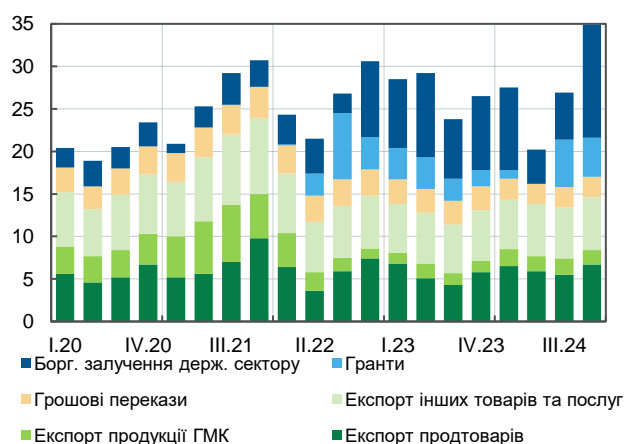
Розділ 3. Монетарні умови та фінансові ринки

- Триває цикл посилення процентної політики для забезпечення належного захисту гривневих заощаджень від інфляції та підтримання інтересу населення до гривневих активів. Це сприяє зниженню тиску на валютний ринок та ціни.
- Високий рівень міжнародних резервів разом зі значними обсягами міжнародної допомоги дають змогу підтримувати стійкість валютного ринку в умовах режиму керованої гнучкості обмінного курсу, що узгоджується з досягненням інфляційної цілі 5% на горизонті політики.
- Підтримка міжнародних партнерів разом із достатньою для акумуляції ресурсів ємністю внутрішнього боргового ринку дає змогу покрити бюджетні потреби без використання емісійного фінансування.

Високий рівень міжнародних резервів та значні обсяги зовнішньої підтримки дадуть змогу НБУ й надалі забезпечувати стійкість валютного ринку

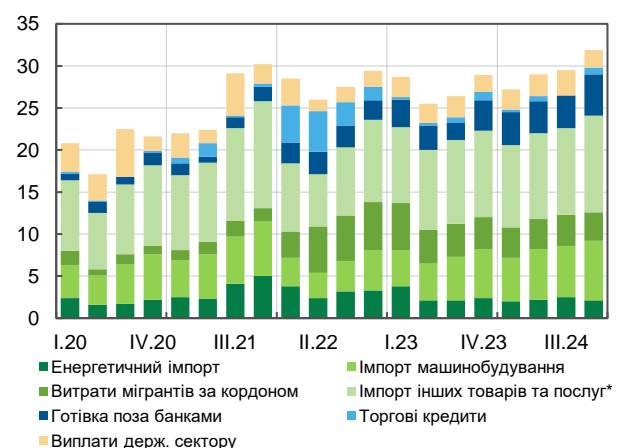
Відносна сталість основних чинників попиту та пропозиції іноземної валюти сприяла формуванню бокового тренду в динаміці обмінного курсу гривні та відносно помірним валютним інтервенціям у серпні – першій половині листопада. Проте в умовах зростання структурного дефіциту валюти приватного сектору, у тому числі й за рахунок значних бюджетних видатків наприкінці року, НБУ збільшив свою присутність на валютному ринку. Подальше відновлення певної "нормальності" функціонування валютного ринку, насамперед сезонності попиту та пропозиції та відповідної реакції обмінного курсу на їх зміну, свідчать про посилення його ролі як поглинача шоків та про адаптацію учасників ринку до режиму керованої гнучкості курсу. Так, унаслідок збільшення чистого попиту на валюту середній офіційний курс гривні до долара США протягом IV кварталу незначно послабився (на 0.7%). Натомість курс гривні до євро зміцнився (на 2.0%). З огляду на зростання ролі євро в зовнішньоекономічних розрахунках (у платежах за імпортом євро вже майже досяг паритету з долларом) це стримувало імпортовану інфляцію. Процеси переорієнтації торгових потоків на країни Євросоюзу вплинули на зростання частки євро і в депозитних та кредитних операціях банків. Зростає також попит на євро з боку домогосподарств. Відповідно, зміцнення гривні до євро мало заспокійливий ефект як на безготівковий, так і на готівковий ринок, де також зростала частка операцій з євро.

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



Джерело: НБУ.

Графік 3.2. Основні компоненти впливу валюти, млрд дол.



* Без урахування гуманітарної допомоги.

Джерело: НБУ.

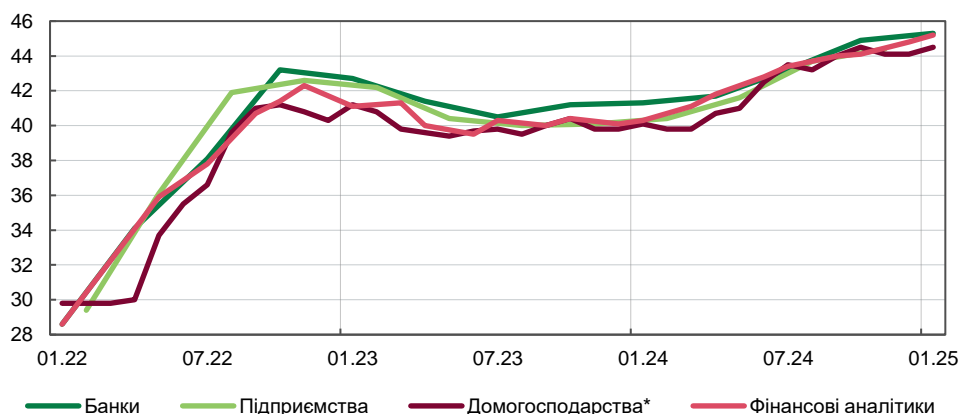
Загалом у IV кварталі пропозиція на валютному ринку збільшилася. Визначальним її джерелом і надалі залишався аграрний експорт, що зумовлювалося сезонним чинником, а саме продажем нового врожаю. Значну пропозицію іноземної валюти забезпечувала й її конвертація для сплати квартальних податкових платежів, що

підтверджується рекордними податковими надходженнями в грудні. Натомість в умовах слабкого світового попиту, погіршення ділових очікувань на тлі збільшення кількості обстрілів і складної ситуації в енергетиці надходження від експорту продукції ГМК знизилися.

Водночас попит на іноземну валюту в IV кварталі зріс відчутніше. Серед ключових чинників, що визначали його динаміку, були рекордно високі видатки бюджету. Їх зростання значною мірою фінансувалося за рахунок надходження міжнародної фінансової допомоги. Крім того, активізувалися закупівлі з боку імпортерів окремих споживчих товарів і зросли обсяги операцій бізнесу, дозволених у межах лібералізації валютних обмежень. Натомість, попри складну ситуацію в енергосекторі, через високі ціни на ринку Європи та нижчі граничні ціни на внутрішньому ринку закупівлі е/е знизилися. Разом із сезонними чинниками (зокрема, купівлею іноземної валюти дрібними с/г виробниками та виплатою річних бонусів) на зростання попиту на готівкову іноземну валюту впливало й зниження реальної доходності гривневих інструментів через погіршення очікувань та зміни в оподаткуванні.

У таких умовах, реагуючи насамперед на збільшення структурного дефіциту валюти з боку приватного сектору наприкінці року НБУ збільшив чистий продаж іноземної валюти до 11.4 млрд дол. у IV кварталі (порівняно з 9.2 млрд дол. у III кварталі). Це дало змогу заспокоїти очікування учасників ринку, насамперед домогосподарств, та сприяло стабілізації попиту на готівковому сегменті. У результаті різниця між готівковим та офіційним курсами в IV кварталі була незначною – близько 1%.

Графік 3.3. Курсові очікування на наступні 12 місяців*, %



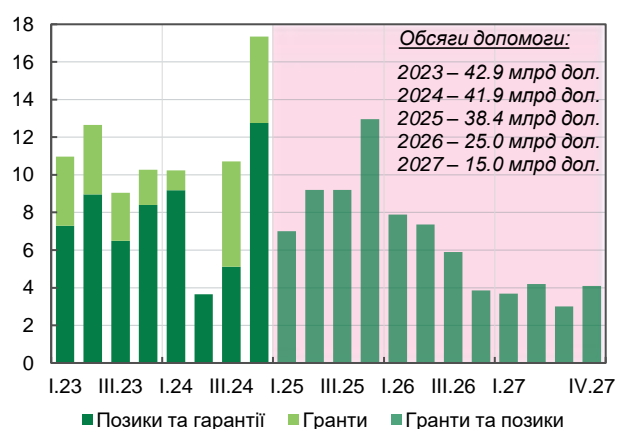
* З березня 2022 року метод опитування домогосподарств змінено з віч-на-віч на телефонні інтерв'ю.
Джерело: НБУ, Info Sapiens.

Надходження значних обсягів міжнародної фінансової допомоги в листопаді та рекордних у грудні додатково сприяли посиленню здатності НБУ підтримувати стійку ситуацію на валютному ринку та мали заспокійливий вплив на його учасників. За IV квартал обсяги офіційного фінансування сягнули 17.3 млрд дол. У результаті, попри значні обсяги валютних інтервенцій, валові міжнародні резерви зросли до 43.8 млрд дол. станом на кінець 2024 року, що на 20% вище мінімально достатнього їх рівня за композитним критерієм МВФ.

Ураховуючи очікувані обсяги міжнародної фінансової допомоги у 2025 році (детальніше – у розділі "Припущення та ризики прогнозу" на стор. 35), висока спроможність НБУ компенсувати структурний дефіцит валюти в приватному секторі та згладжувати надмірні курсові коливання зберігатиметься й надалі. Стійкість валютного ринку залишатиметься важливим елементом збереження керованості очікувань економічних агентів та повернення інфляції до цілі 5%. Актуальним завданням НБУ і надалі є ощадливе використання міжнародних резервів. З огляду на це, НБУ протягом листопада та грудня разом із заходами валютної лібералізації вживав кроки, спрямовані на посилення дисципліни дотримання валютних обмежень.

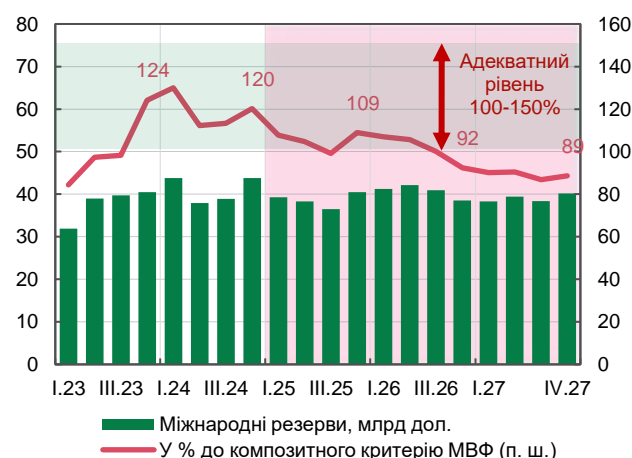
У 2025 році структурний дефіцит валюти приватного сектору залишатиметься значним, проте надалі поступово зменшуватиметься. Так, на тлі нормалізації функціонування економіки та продовження валютної лібералізації зростуть залучення інвестиційного та боргового капіталу приватного сектору. Також збільшаться обсяги експортної виручки завдяки поступовому підвищенню світових цін на зернові та певному нарощуванню врожаїв с/г культур (детальніше – у розділі "Припущення та ризики прогнозу" на стор. 35). Проте подальше значне зростання експортних надходжень стримуватиметься обмеженим виробничим потенціалом, посиленням конкуренції на зовнішніх ринках і дефіцитом робочої сили (детальніше в розділі "Економічний розвиток" на стор. 17). В умовах поступової фіскальної консолідації темпи зростання імпорту товарів та попит населення на готівкову валюту знизяться. Також скорочуватиметься імпорт послуг за статтею "подорожі" через менші витрати українських мігрантів за кордоном. Однак попит на імпорتنі товари залишатиметься високим з огляду на необхідність забезпечення внутрішніх потреб економіки в умовах нормалізації економічного життя.

Графік 3.4. Міжнародна фінансова допомога, млрд дол.



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

Графік 3.5. Валові міжнародні резерви



Джерело: розрахунки НБУ.

У результаті потреба у валютних інтервенціях НБУ поступово знижуватиметься. Однак на тлі фіскальної консолідації скорочуватиметься й міжнародна фінансова допомога, а обсяги погашення зовнішніх боргів зростатимуть. Під дією цих чинників обсяги міжнародних резервів у 2025–2027 роках коливатимуться на порівняно стабільному рівні – близько 40 млрд дол.

НБУ бачить необхідність у посиленні процентної політики для підтримання стійкості валютного ринку, збереження контрольованості очікувань та поступового приведення інфляції до цілі 5% на горизонті політики

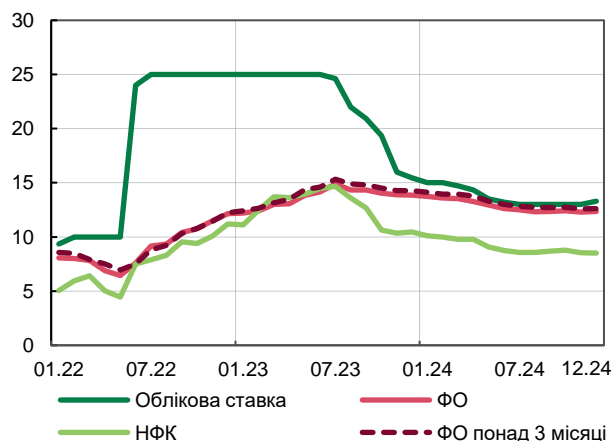
Ураховуючи стрімке посилення цінового тиску та загрози розбалансування інфляційних очікувань, НБУ перейшов до циклу підвищення облікової ставки. Так, у [грудні](#) облікову ставку було підвищено на 0.5 в. п., а в [січні](#) – на 1 в. п. до 14.5%.

Разом з обліковою ставкою зросли й ставки за основними інструментами НБУ з регулювання ліквідності, а саме: за депозитними сертифікатами овернайт, тримісячними депозитними сертифікатами та кредитами рефінансування – до 14.5%, 17.0% та 17.5% відповідно.

Ці рішення спрямовуються на підтримання стійкості валютного ринку, збереження інфляційних очікувань під контролем, розворот інфляційного тренду та поступове сповільнення інфляції до цілі 5%.

Водночас трансмісія від посилення процентної політики в ставки банків потребуватиме певного часу. Традиційно банки в умовах значного профіциту ліквідності досить інертні в ухваленні рішень щодо підвищення депозитних ставок. Так, протягом IV кварталу 2024 року вартість гривневих депозитів майже не змінилася. Лише наприкінці 2024 року проявилися ознаки активізації банків – [індекс ставок за депозитами фізичних осіб](#) (UIRD) відновив зростання.

Графік 3.6. Середньозважені процентні ставки за строковими гривневими депозитами та облікова ставка*, %



* Середньомісячна.

Джерело: НБУ.

Графік 3.7. Зміна залишків гривневих ОВДП у портфелі ФО та строкових депозитів ФО, млрд грн



* За номінально-амортизаційною вартістю.

Джерело: НБУ.

Інфляційні очікування домогосподарств тривалий час залишалися досить стійкими, але в грудні відчутно погіршилися. Це разом із підвищенням ставки військового збору до 5% з грудня 2024 року негативно відобразилося на реальній дохідності гривневих депозитів. У результаті приплив коштів на строкові депозити населення в IV кварталі хоча і зберігався, однак виявився суттєво меншим, ніж у відповідному періоді попереднього року. Крім того, знизилася частка строкових вкладів у портфелі гривневих депозитів фізичних осіб. Це актуалізувало питання підвищення привабливості строкових депозитів у гривні з метою недопущення переорієнтації вкладників на купівлю іноземної валюти.

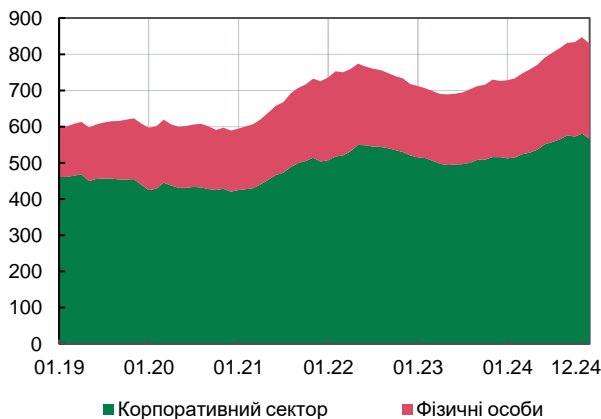
Водночас відсутність оподаткування доходів від ОВДП на тлі високої їх номінальної дохідності посилює інтерес населення до цього інструменту для заощаджень. Портфель гривневих ОВДП у власності фізичних осіб у 2024 році збільшився на 50%, а його зростання в IV кварталі перевищило приріст строкових депозитів.

Графік 3.8. Середньозважені процентні ставки за гривневими кредитами та середньомісячна облікова ставка, %



Джерело: НБУ.

Графік 3.9. Гривневі кредити, млрд грн



Джерело: НБУ.

Вартість корпоративних кредитів надалі поволі знижувалася: протягом кварталу – середньозважена ставка за гривневими кредитами НФК зменшилася на 0.2 в. п., а на термін до року – на 0.5 в. п. Поліпшення умов кредитування сприяло його поживавленню і збільшенню питомої ваги несубсидійованих кредитів. Так, гривневі кредити корпоративному сектору протягом осені зросли на 2.9%. Лідерами за обсягами приросту були переробна промисловість, оптова та роздрібна торгівля, а також постачання енергоносіїв. Скорочення кредитного портфеля суб'єктів господарювання в грудні було зумовлено зменшенням потреби бізнесу в залученні

кредитів на тлі значного зростання залишків на рахунках через високі бюджетні видатки.

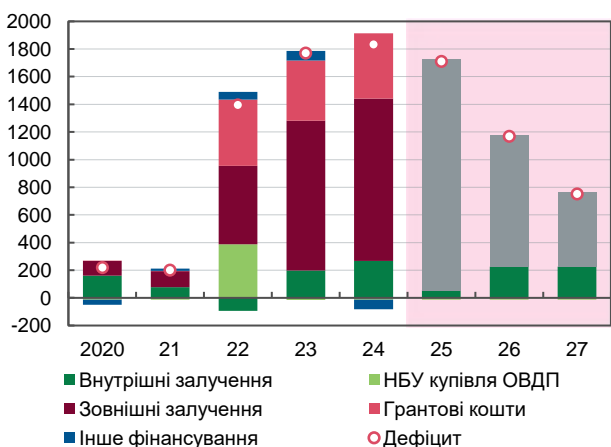
Вартість гривневих кредитів населення в IV кварталі майже не змінилася. Обсяги кредитного портфеля надалі зростають високими темпами – 2.5% за квартал (24.5% з початку року), а його приріст перевищив показники до повномасштабного вторгнення. Найбільша частка таких кредитів – незабезпечені, конкуренція за якими дещо посилилася. Майже все іпотечне кредитування надалі здійснюється за державною програмою "єОселя", а темп його приросту дещо сповільнився.

НБУ не очікує суттєвого негативного впливу посилення процентної політики на обсяги кредитування. Процентна маржа банків залишається доволі високою, а конкуренція банків за позичальників стримує імпульс від підвищення облікової ставки на вартість кредитування. Натомість очікується, що послаблення інфляційного тиску та стабілізація очікувань уже з середини поточного року дадуть змогу банкам повернутися до зниження процентних ставок та надавати дедалі більше ресурсів економіці для подолання наслідків війни.

Міжнародна допомога разом із високою ємністю внутрішнього ринку державних запозичень сприятиме беземісійному фінансуванню бюджетних потреб

У IV кварталі 2024 року завдяки виконанню Україною взятих зобов'язань відповідно до програм співпраці з партнерами та прогресу в реалізації механізму Extraordinary Revenue Acceleration Loans (ERA) отримано рекордні обсяги міжнародної допомоги. Це дало змогу не лише надолужити виконання бюджетних видатків у грудні, але й створити істотний запас ліквідності на початок 2025 року.

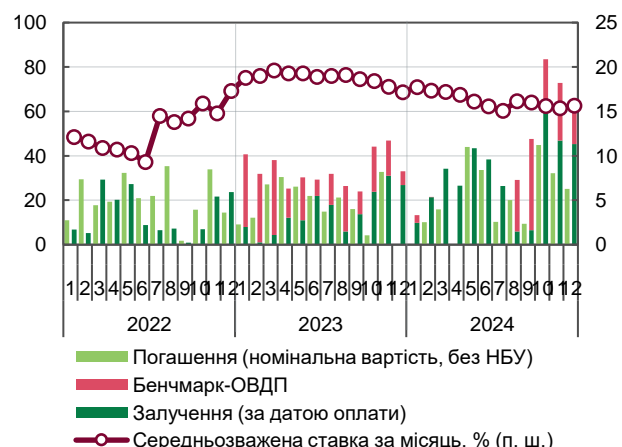
Графік 3.10. Фінансування* дефіциту державного бюджету (без урахування грантів у доходах), млрд грн



* Чисті залучення. Запозичення в гривні включають випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу банків, ФГВО та інших державних підприємств. Дефіцит у 2025–2027 роках – прогноз НБУ. Сіра заливка включає зовнішні залучення, грантові кошти та інше фінансування, зокрема використання залишків коштів на кінець попереднього періоду.

Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.11. 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 та 2024 роках для докапіталізації Укрфінжитла, та викуп НБУ військових ОВДП.

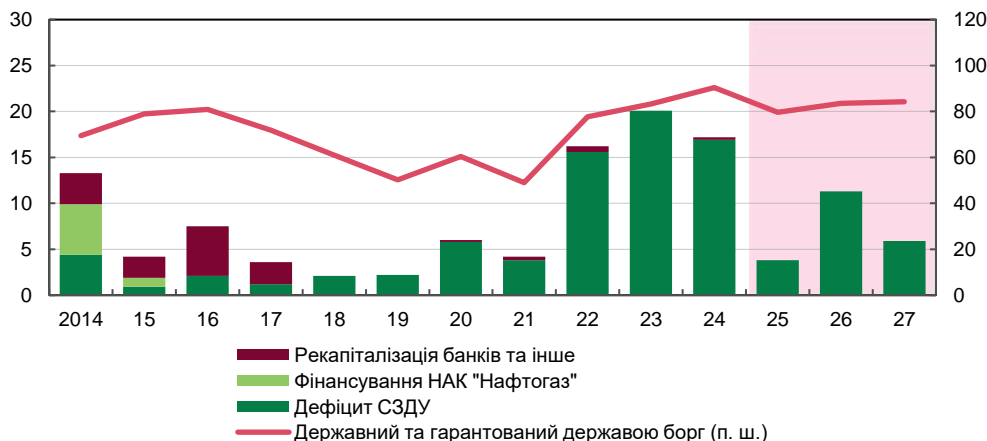
Джерело: розрахунки НБУ.

Упродовж IV кварталу внутрішній борговий ринок визначався високою активністю. Так, валові розміщення ОВДП були найвищими з початку повномасштабного вторгнення та становили 249 млрд грн, з яких папери, номіновані в національній валюті, – 217 млрд грн. Високий попит на державні цінні папери забезпечувався як їх конкурентною дохідністю, так і додатковими заходами НБУ зі збільшення гнучкості банків в управлінні власною ліквідністю та стимулювання попиту на бенчмарк-ОВДП. Останнє дало змогу акумулювати в IV кварталі 62 млрд грн. З моменту анонсованих заходів щодо підвищення в жовтні 2024 року нормативів обов'язкового резервування з одночасним збільшенням частки обов'язкових резервів, яку банки мають змогу покривати за рахунок бенчмарк-ОВДП, банки придбали державних паперів на суму 127 млрд грн. У результаті роловер за ОВДП у IV кварталі становив 180%, а за 2024 рік – 167%. Висока ємність внутрішнього

ринку посилила спроможність уряду профінансувати додаткову потребу оборонно-безпекової сфери.

Реалізація пакету податкових ініціатив та зростання економічної активності поліпшать стан власних ресурсів бюджету. Хоча ризики недоотримання міжнародної підтримки знизилися, її обсяги поступово скорочуватимуться на прогнозованому горизонті (детальніше – у розділі "Припущення та ризики" на стор. 35). Тому залишатиметься значною роль внутрішнього боргового ринку як швидкодоступного джерела ресурсів для фінансування як поточних, так і непередбачуваних бюджетних потреб. Це дасть змогу фінансувати дефіцит бюджету без залучення емісійного фінансування.

Графік 3.12. Широкий дефіцит СЗДУ державний та гарантований державою борг, % ВВП



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

Значні бюджетні дефіцити й надалі зумовлюватимуть збільшення державного та гарантованого державою боргу в номінальному вираженні. Однак відношення боргу до ВВП дещо знизиться та стабілізується на рівні 80–85% на прогнозованому горизонті завдяки стійкому зростанню економіки. Кошти за механізмом ERA не враховуються у зовнішньому борзі, оскільки надаватимуться на безповоротній основі під забезпечення доходами від знерухомлених активів рф. Водночас позики від міжнародних партнерів на пільгових умовах та очікуване проведення реструктуризації решти зовнішнього комерційного державного боргу сприятимуть вивільненню ресурсів для задоволення бюджетних потреб.

Посилення процентної політики разом зі збереженням стійкості валютного ринку сприятиме сповільненню інфляції у 2025 році та її подальшому поверненню до цілі 5%

Пришвидшення інфляції, що спостерігалось в другому півріччі 2024 року, перевищило попередній прогноз НБУ. Стимування фундаментального інфляційного тиску вимагає посилення монетарних умов, а саме підвищення процентних ставок разом із заходами забезпечення стійкості валютного ринку. Ураховуючи високий очікуваний рівень інфляції в наступні місяці та негативний вплив такої динаміки на інфляційні очікування, оновлений макроекономічний прогноз НБУ передбачає подальше посилення процентної політики в першому півріччі 2025 року для стримування інфляційного тиску.

Підвищення реальної ставки сприятиме поліпшенню очікувань, а також перерозподілу фінансових потоків домогосподарств зі споживання та купівлі валюти на користь заощаджень у національній валюті, що послабить тиск на курс гривні та міжнародні резерви. НБУ також зберігатиме активну участь на валютному ринку, компенсуючи структурний дефіцит валюти в приватному секторі та згладжуючи надмірні курсові коливання.

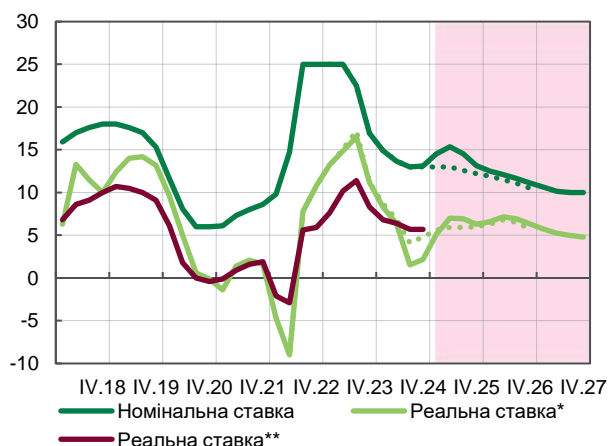
Послідовна процентна політика разом із активними комунікаціями, забезпеченням стійкості валютного ринку в умовах режиму керованої курсової гнучкості та іншими заходами НБУ сприятиме поверненню інфляції до цілі 5% на горизонті політики. У

разі прогнозованого послаблення цінового тиску в другому півріччі 2025 року НБУ зможе повернутися до поступового пом'якшення процентної політики.

Девальвація номінального курсу гривні в III кварталі 2024 року відносно валют країн – торговельних партнерів підтримувала зовнішньоторговельний баланс України та надходження на валютний ринок. Проте, починаючи з жовтня, суттєве зміцнення долара США на світових фінансових ринках призвело до глибокого послаблення валют країн – ОТП України, насамперед євро. Це стримало подальшу девальвацію НЕОК гривні. Стрімкіше пришвидшення інфляції в Україні наприкінці року порівняно з торговельними партнерами призвело до значної ревальвації РЕОК гривні в IV кварталі. У результаті РЕОК зберігався міцним відносно свого рівноважного рівня, що посилювало реальні монетарні умови.

Очікується, що у 2025–2027 роках поступове поліпшення умов торгівлі та зважена монетарна політика, на тлі все ще вищої інфляції в Україні порівняно з країнами – ОТП, утримуватимуть РЕОК гривні порівняно міцним. У результаті реальні монетарні умови залишатимуться жорсткими, що сприятиме формуванню стійкого дезінфляційного тренду на прогнозованому горизонті.

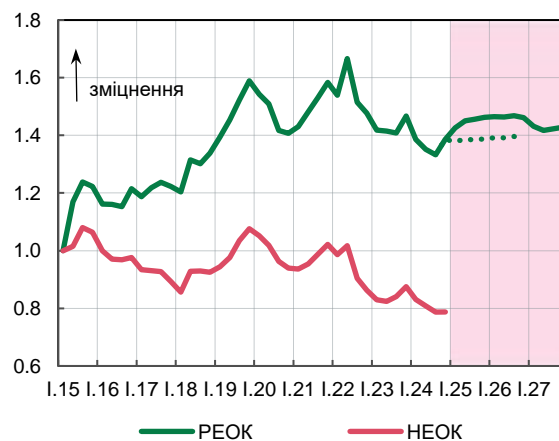
Графік 3.13. Облікова ставка, %



* Дефльована на модельні очікування (КГМ).
 ** Дефльована на очікування фінансових аналітиків.

Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.14. Індекси РЕОК та НЕОК гривні, I.2015 = 1



Джерело: МВФ, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Розділ 4. Припущення та ризики прогнозу

- Базовий сценарій макроекономічного прогнозу ґрунтується на припущеннях щодо збереження значної зовнішньої підтримки та поступової нормалізації умов функціонування економіки. Дефіцит електроенергії зберігатиметься і в наступні роки, особливо в періоди пікових навантажень на енергосистему, проте зменшуватиметься завдяки відновленню інфраструктури.
- Ключові ризики цього макропрогнозу пов'язані з перебігом війни: виникнення додаткових бюджетних потреб, передусім для підтримання обороноздатності, можливе підвищення податків, пошкодження енергетичної інфраструктури та виробничих потужностей, а також поглиблення негативних міграційних тенденцій та подальше збільшення дефіциту робочої сили на внутрішньому ринку праці. Однак можуть реалізуватися й позитивні сценарії, пов'язані передусім із посиленням фінансової підтримки партнерів і зусиль міжнародної спільноти із забезпечення справедливого та тривалого миру для України.

НБУ припускає поступову нормалізацію умов функціонування економіки на прогнозному горизонті, проте ключовим ризиком прогнозу залишається перебіг повномасштабної війни

Інтенсивність і масштаб війни та пов'язані з цим втрати економічного потенціалу обмежують можливості швидкого відновлення економіки й одночасно ускладнюють завдання з наближення інфляції до цілі. Так, з тривалістю та характером війни пов'язаний основний ризик прогнозу щодо можливості повернення економіки до нормальних умов функціонування на прогнозному горизонті. Воєнні ризики для України зберігаються на тлі геополітичної напруженості у світі. Водночас є ймовірність того, що зусилля міжнародної спільноти, спрямовані на досягнення домовленостей щодо справедливого та тривалого миру для України реалізуються в близькій перспективі.

НБУ очікує збереження значного дефіциту бюджету з поступовим його звуженням на прогнозному горизонті. Однак зберігаються високі ризики необхідності збільшення видатків на підтримку обороноздатності та відновлення інфраструктури

Значні потреби сектору оборони зумовлюють збереження високого рівня дефіциту бюджету на поточний рік (близько 19% ВВП без урахування грантів у доходах). Макропрогноз ураховує ухвалений бюджет на поточний рік і законодавчі зміни у сфері оподаткування. Затверджені заходи з мобілізації бюджетних доходів, а також заплановані обсяги запозичень забезпечать виконання значних видатків на потреби сектору оборони й соціальних зобов'язань бюджету. Відновлення внутрішньої ресурсної бази бюджетних доходів та зменшення тиску на бюджетні видатки за нормалізації умов для функціонування економіки дадуть змогу поступово знижувати дефіцит бюджету до 7% ВВП у 2027 році.

Проте ризик збільшення дефіциту бюджету на прогнозний період залишається значним через високу ймовірність зростання потреб сектору оборони в умовах обмеженого потенціалу оптимізації видатків. Крім того, цей ризик посилиться в разі подальших значних пошкоджень критичної інфраструктури та необхідності її оперативного відновлення. Це потребуватиме пошуку додаткових джерел фінансування дефіциту, зокрема збільшення обсягів зовнішньої підтримки. У разі реалізації такого ризику, очікується, що уряд також може вжити додаткових заходів щодо мобілізації внутрішніх ресурсів для уникнення емісійного фінансування дефіциту бюджету, зокрема збільшити ринкові залучення на внутрішньому борговому ринку або підвищити податки.

Прогноз побудовано з урахуванням останніх ухвалених наприкінці 2024 року податкових змін, проте можливі й нові ініціативи. Вплив на інфляцію залежатиме від характеру податкових новацій

Разом із бюджетом на 2025 рік парламент ухвалив низку законодавчих змін щодо підвищення ставок окремих податків (зокрема військового збору, податку на прибуток банків і небанківських фінансових установ тощо), ефект від яких було враховано в поточному макропрогнозі.

Проте виникнення додаткових потреб бюджету може зумовити необхідність додаткових податкових новацій, що є ризиком для базового сценарію макропрогнозу. Нові податкові ініціативи залежно від їх параметрів можуть мати різний вплив на інфляцію. Підвищення податків на споживання (наприклад, ставки ПДВ) одразу відобразиться на споживчих цінах. У разі зростання прямих податків ефект може бути близьким до нейтрального або дезінфляційним, оскільки вони обмежують приватне споживання, що компенсує проінфляційний вплив більших бюджетних видатків. Тому реакція монетарної політики НБУ на можливі подальші податкові зміни буде суттєво залежати від їхньої конфігурації.

У базовому сценарії прогнозу припускається збереження значної зовнішньої фінансової підтримки, насамперед у 2025 році. Проте обсяги та темп надходжень можуть варіюватися як у більш, так і менш сприятливий бік.

Очікується збереження суттєвих обсягів зовнішньої фінансової допомоги з боку міжнародних партнерів з поступовим зниженням на прогнозованому горизонті в міру нормалізації умов функціонування економіки.

Базовий сценарій прогнозу передбачає залучення міжнародного фінансування в розмірі 38.4 млрд дол., 25 млрд дол. та 15 млрд дол. у 2025–2027 роках відповідно. У 2025 році очікується надходження фінансування переважної частки допомоги у межах механізму Extraordinary Revenue Acceleration (ERA) Loans for Ukraine. Решта коштів, передбачених цим механізмом, буде отримана протягом наступних років. Частина коштів (від ЄС та Великобританії) можуть бути безпосередньо [витрачені на оборонні потреби](#). Перевагою позики ERA є те, що це безповоротна макрофінансова допомога, її погашення відбуватиметься виключно за рахунок майбутніх доходів від [знерухомлених суверенних активів рф](#). Відповідно до змін Бюджетного кодексу кошти отримані за цією програмою, уважаються умовними борговими зобов'язаннями, що не обліковуються в державному борзі. Це не створюватиме додаткове боргове навантаження для України, а навпаки сприятиме забезпеченню зовнішньої стійкості. Ураховуючи ці зміни, у платіжному балансі позики ERA класифіковано як грантова допомога.

Обсяги міжнародної допомоги можуть бути збільшені або наближені в часі. Також, втрати України можуть бути компенсовані за рахунок використання основної суми знерухомлених російських активів. З початку повномасштабного вторгнення припущення макропрогнозів НБУ щодо зовнішнього фінансування регулярно уточнювалися в бік підвищення в міру продовження війни та відповідного збільшення потреб.

Ризик недоотримання очікуваного фінансування в поточному році є відносно невисоким, проте для наступних років невизначеність залишається значною. Надходження офіційного фінансування пов'язане з ухваленням бюджетів у країнах-партнерах на наступні роки, тож його регулярність і достатність можуть бути забезпечені неповною мірою. У разі реалізації такого ризику ймовірним є впровадження додаткових заходів мобілізації доходів бюджету, скорочення видатків, збільшення обсягів ринкових залучень. Крім того, зростатиме ризик поновлення емісійного фінансування бюджету, яке і надалі розглядатиметься в останню чергу за неможливості використання та недостатності надходжень з інших джерел. За такого сценарію для зменшення тиску на валютний ринок та інфляцію НБУ реагуватиме підвищенням ключової ставки, збільшенням обсягів інтервенцій з продажу валюти та змінами параметрів інших монетарних інструментів, щоб стримати інфляцію.

З огляду на суттєві руйнування енергосистеми та значні ресурси, необхідні для її відновлення, дефіцит е/е зберігатиметься на прогнозному горизонті

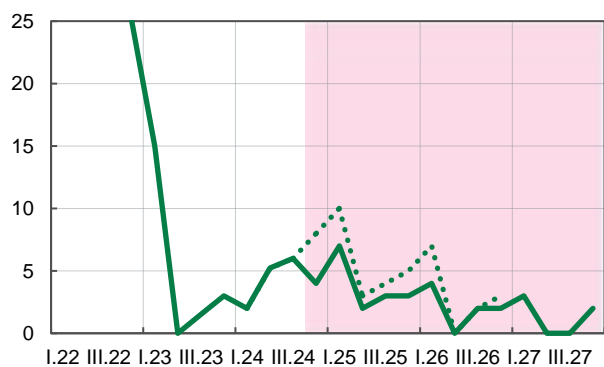
Попри суттєві втрати та постійні повітряні атаки, українська енергетична система продемонструвала достатню стійкість, зокрема завдяки швидким ремонтам обладнання. У 2024 році тривала й адаптація підприємств та домогосподарств до перебоїв енергопостачання, а дефіцит частково покривався імпортом е/е. Наразі ситуація розвивається навіть дещо краще попередніх припущень НБУ, що дає змогу переглянути оцінки дефіциту на прогнозному горизонті.

Очікується, що дефіцит поступово скорочуватиметься, проте зберігатиметься й у наступні роки, оскільки відновлення енергосистеми потребує значного часу та фінансування. Потреба в е/е зростатиме в міру подальшого відновлення економіки. Виробництво е/е також збільшуватиметься в результаті подальших ремонтів маневрової генерації (ТЕС та ГЕС) та розбудови потужностей ВДЕ. Стабільний імпорт е/е, у тому числі в результаті збільшення максимально можливого його обсягу з ЄС до 2.1 ГВт з 01 грудня 2024 року, теж сприятиме подальшому скороченню дефіциту. Щорічний імпорт е/е становитиме близько 0.7 млрд дол. у 2025–2027 роках.

З урахуванням імпорту у 2025 році дефіцит е/е оцінюється на рівні 4% (6% в Інфляційному звіті за жовтень 2024 року), у 2026 році – 2% (3%) та близько 1% у 2027 році. Як і передбачалося раніше, дефіцит е/е стримуватиме відновлення ВВП на прогнозному горизонті. Імпорт е/е й заходи підприємств із розбудови та використання дорожчого автономного енергозабезпечення підвищуватимуть виробничі витрати, що залишатиметься проінфляційним чинником, хоча його вплив зменшуватиметься.

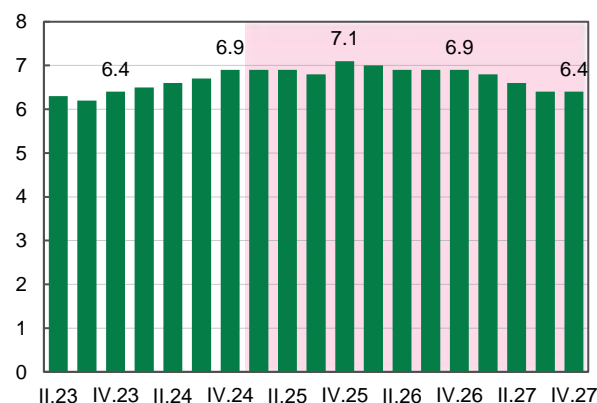
Ризики подальших руйнувань і збільшення дефіциту залишаються вагомими. У разі їх реалізації зростання ВВП буде меншим, ніж за базовим сценарієм, а зростання цін – вищим. Позитивним ризиком прогнозу є швидші за очікування ремонтні роботи та/або введення в дію нових потужностей, а також подальше розширення пропускної спроможності імпорту електроенергії в Україну, 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)



Джерело: UNHCR, оцінки НБУ.

У разі загострення перебігу бойових дій зросте ризик поглиблення негативних міграційних тенденцій та подальшого зростання дефіциту робочої сили. Водночас швидке досягнення справедливого та тривалого миру для України стимулюватиме повернення українців із-за кордону

Високі безпекові ризики, постійні обстріли та руйнування, збереження дефіциту е/е негативно впливають на якість життя українців, що зумовлює подальшу зовнішню міграцію. Упродовж 2024 року вплив мігрантів з України тривав і загалом за рік становив близько 0.5 млн осіб, що відповідало оцінкам НБУ. Це дає підстави не

змінювати припущення щодо подальшої динаміки міграції. У 2025 році очікується продовження чистого відпливу зовнішніх мігрантів (близько 0.2 млн осіб), натомість з 2026 року почнеться чисте повернення мігрантів в Україну (близько 0.2 млн осіб), яке пришвидшиться у 2027 році (близько 0.5 млн осіб).

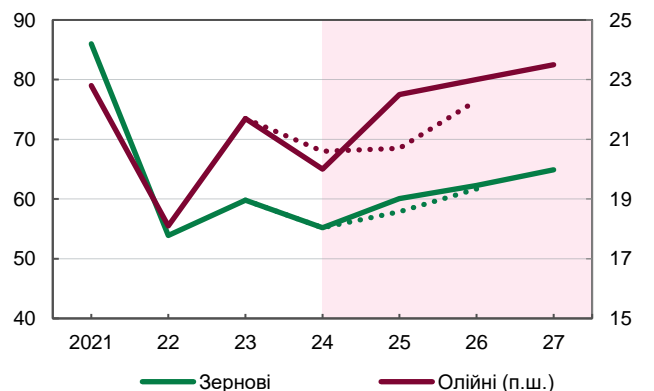
Спостерігається зменшення частки тих, хто бажає повернутися, через подальшу адаптацію українців за кордоном. Тому масове та швидке повернення мігрантів в умовах збереження статус-кво виглядає малоймовірним, унаслідок чого дефіцит робочої сили зберігатиметься на прогнозному періоді. Це призводитиме до збереження диспропорцій на ринку праці та зростання зарплат темпами вищими за збільшення продуктивності в окремих секторах, що підвищуватиме інфляційний тиск. Повільне повернення мігрантів додому також обмежуватиме відновлення внутрішнього попиту.

Ризики більшого відпливу мігрантів за кордон і меншого їх повернення зберігаються. У разі їх реалізації стан ринку праці погіршуватиметься, а внутрішній споживчий попит може скоротитися. Водночас зміна політики країн-реципієнтів щодо українських мігрантів та проактивна політика українського уряду щодо повернення мігрантів додому можуть поживити міграційний приплив. Також він стимулюватиметься в разі швидкого зниження безпекових ризиків в Україні. У цьому разі нестача робочої сили знизиться, споживчий попит відновлюватиметься швидше, водночас ризики зростання безробіття в короткостроковому періоді також можуть посилитися.

Обсяги врожаїв поступово збільшуватимуться з огляду на нормалізацію погодних умов, збільшення посівних площ і зростання продуктивності с/г

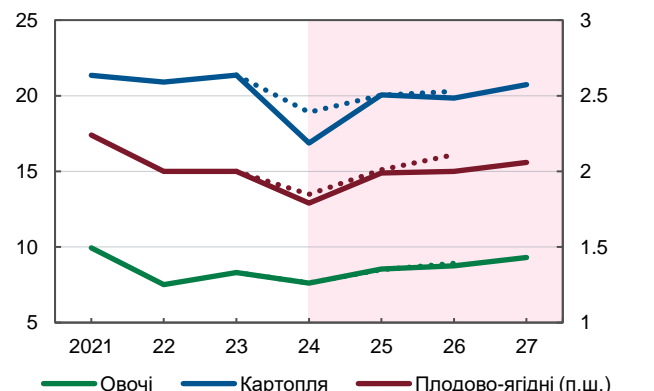
Після рекордної спеки 2024 року, що негативно вплинула на врожайність низки с/г культур, а також на продуктивність тваринництва, у наступні роки передбачається нормалізація погодних умов. З урахуванням тенденцій до подальшого зростання продуктивності с/г і поступового збільшення посівних площ завдяки розмінуванню, очікується зростання обсягів урожаїв основних с/г культур. Крім того, у 2025 році припускається перерозподіл посівних площ на користь озимих зернових, тому оцінку врожаїв зернових і зернобобових культур підвищено (з 57.9 до 60.1 млн т). У наступні роки врожаї зернових також зростатимуть (до 62.3 млн т у 2026 році та до 64.9 млн т у 2027 році).

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.

Обсяги збору олійних культур теж зростатимуть (оцінку на 2025 рік підвищено з 20.7 до 22.5 млн т, на 2026 рік – з 22.3 до 23.0 млн т, а у 2027 році очікується близько 23.5 млн т) насамперед через їх суттєво вищу маржинальність порівняно з зерновими культурами та значний попит з боку підприємств харчової промисловості. Нормалізація погодних умов позитивно вплине на врожаї картоплі, овочів і плодово-ягідних культур, а оцінки врожаю цукрових буряків поліпшено завдяки сталому розвитку цукрової галузі. Очікується й поступове відновлення тваринництва у 2025–2027 роках, однак його стримуватимуть наслідки війни та окупації територій.

Водночас ризики значних коливань погодних умов і зростання ступеня їх впливу на сільське господарство суттєво посилюються в умовах глобальних кліматичних змін. Збільшення волатильності обсягів урожаїв і виробництва продукції тваринництва матиме відповідний вплив на інфляцію. Водночас розширення посівних площ і додаткові інвестиції, зокрема в іригацію, збільшення продуктивності в рослинництві та тваринництві, а також у автономне енергозабезпечення посилять стійкість виробництва і зменшать залежність від зміни кліматичних умов, а також сприятимуть збільшенню врожайності і поживленню тваринництва. Це сприятиме швидшому зростанню ВВП і експортних надходжень. Стійка пропозиція продуктів харчування обмежуватиме інфляційні сплески, пов'язані з неврожайми в майбутньому.

Припускається поступове підвищення акцизів і тарифів ЖКГ, однак терміни й параметри коригування останніх є сферою невизначеності та, відповідно, ризиком для прогнозу інфляції

Прогноз побудований на припущенні щодо незмінності окремих тарифів на послуги ЖКГ (газ, опалення та постачання гарячої води) протягом 2025 року. Проте складний стан в енергетиці та державному бюджеті може зумовити коригування тарифів у наступних роках. Припускається, що з 2026 року може розпочатися поступове приведення тарифів до економічно обґрунтованих рівнів.

Невизначеність із термінами та величиною коригування енергетичних тарифів є окремим ризиком для прогнозу інфляції. Значне підвищення вартості енергоносіїв для швидкого усунення дисбалансів у енергетичному секторі посилить інфляційний тиск та зумовить потребу в збільшенні субсидій для населення. З іншого боку, триваліше відтермінування рішень щодо приведення тарифів на послуги ЖКГ до економічно обґрунтованих рівнів призведе до нижчих показників інфляції, але накопичуватиме квазіфіскальні дисбаланси та погіршуватиме фінансовий стан державних енергокомпаній. Це створюватиме додаткові ризики для інвестиційного потенціалу галузі, посилюватиме ризики нестабільності на енергетичному ринку, а ціновий тиск лише відтермінуватиметься на майбутнє.

Масштабні проєкти відбудови, посилення фінансової підтримки партнерів та подальше пришвидшення євроінтеграційних процесів можуть значно підвищити темпи економічного зростання, проте базовий прогноз базується на помірно консервативних оцінках зовнішньої допомоги та інвестицій

З поліпшенням безпекової ситуації зростатимуть потреби в залученні інвестицій для масштабних проєктів відбудови зруйнованої інфраструктури. Такі кошти можуть бути залучені за умови мобілізації відповідних ресурсів міжнародними кредиторами та донорами. Крім того, джерелом інвестицій для таких проєктів може стати надання для компенсації втрат Україні основної суми знерухомлених активів РФ у разі ухвалення західними партнерами відповідних рішень. У базовий сценарій такі рішення не закладені, проте розглядаються як позитивний ризик для прогнозу в середньостроковій перспективі. Разом із євроінтеграційними реформами та відповідним зростанням продуктивності та інвестицій це сприятиме суттєвому пришвидшенню темпів економічного відновлення. Водночас посилюватиметься фундаментальний інфляційний тиск унаслідок тиску з боку сукупного попиту. Проте він може бути частково компенсований курсовими ефектами завдяки припливу валюти в країну.

Умови торгівлі для України поліпшуватимуться, хоча зростають ризики менш сприятливих, ніж очікується зараз, зовнішньоекономічних тенденцій на тлі посилення геополітичної поляризації країн і, відповідно, фрагментації світової торгівлі

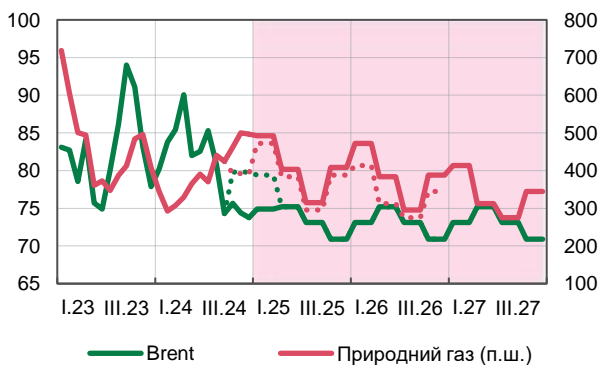
Світові ціни на енергоносії залишатимуться волатильними. Ціни на нафту коливатимуться в межах 70–80 дол./бар. Запроваджені масштабні санкції США на початку 2025 року проти російських нафтових гігантів та 183 танкерів, які транспортують російську та іранську нафту, обмежать обсяги постачання цієї нафти, насамперед на ринок Азії, та підвищать вартість фрахту. Це тиснутиме на ціну нафти в бік здорожчання. Однак збільшуватимуться обсяги її пропозиції як країнами ОПЕК (з квітня поточного року до жовтня 2026 року), так і поза ОПЕК,

зокрема Китаєм та США на тлі оголошеного надзвичайного стану у сфері енергетики та широкомасштабних заходів щодо нарощування видобування. У результаті, світової пропозиції буде достатньо для стійкого забезпечення світового попиту. Водночас зростання світового попиту формуватиметься за рахунок очікуваного поживлення економічної активності в Європі, стійкого зростання в США та досягнення [піку](#) споживання нафти в Китаї до 2027 року.

Ціни на природний газ на європейському ринку поволі знижуватимуться попри очікуване зростання промислового попиту, насамперед завдяки нарощуванню поставок СПГ. Останнє пов'язано з тим, що глобальні потужності з виробництва СПГ значно збільшуються, а його роль стає помітнішою в Європі завдяки розбудові СПГ-інфраструктури. На жаль, рф залишалася другим за величиною постачальником СПГ у ЄС після США ([поставки російського СПГ до ЄС у 2024 році зросли більш ніж на 23%](#)). Очікується, що нарощування постачання СПГ, зокрема США та Катаром, на тлі збалансованого накопичення запасів і збільшення виробництва енергії з відновлювальних джерел вистачить для забезпечення підвищеного попиту в умовах конкуренції з ринком Азії. Зростання попиту в Китаї, зокрема у 2025 році – на [6.6%](#), у тому числі буде забезпечено нарощуванням постачання російського газу (лише газогін "сила сибіру" наразі забезпечує [7% зимового попиту Китаю](#)), що частково зменшить конкуренцію на ринку СПГ.

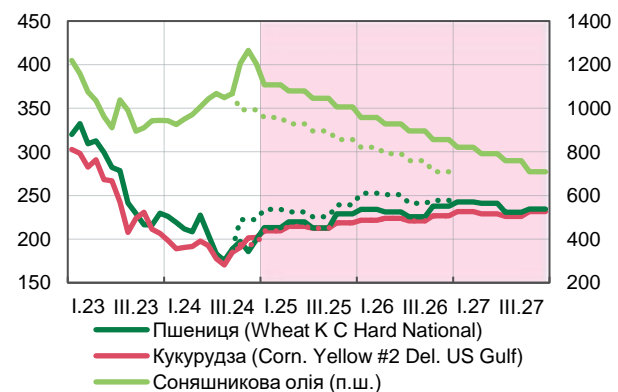
Очікування експансивнішої політики США щодо морського буріння та гідророзриву пластів посилюють невизначеність на енергетичних ринках, збільшуючи волатильність цін. Додатковим чинником може бути запровадження нових санкцій щодо нафтового сектору рф та Ірану з боку США.

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 окремі зернові та соняшкову олію, дол./т



Джерело: Світовий банк, МВФ, прогноз НБУ.

Світові ціни на зернові поступово зростатимуть. Прогноз світового ринку пшениці на 2024/2025 МР передбачає майже незмінні порівняно з минулим роком обсяги виробництва та високі обсяги споживання, які додатково задовольнятимуться за рахунок запасів. Так, очікується зниження експорту з ЄС (унаслідок зменшення врожаю) та рф (через запровадження експортної квоти та порівняно менший урожай). У результаті, [світові кінцеві запаси](#) будуть найнижчими з 2015/2016 МР, що тиснутиме на ціни в бік зростання. [Світове виробництво кукурудзи](#) скоротиться у 2024/2025 МР: очікуване збільшення врожаїв у Аргентині та Бразилії буде нівельовано зменшенням урожаїв у ЄС та Мексиці. Водночас світове споживання залишатиметься високим, зокрема за рахунок зростання виробництва етанолу в США та Бразилії. Лише нарощування власного виробництва Китаєм – одним зі світових імпортерів – дасть змогу частково задовольнити попит. У результаті обсяги кінцевих запасів як у США, так і загалом у світі знизяться, що призведе до здорожчання кукурудзи. Додатковим чинником такої динаміки буде заборона рф експорту кукурудзи до кінця поточного МР. У наступні роки попри очікуване нарощування врожаїв, ціни на пшеницю та кукурудзу рухатимуться за висхідним трендом через низькі запаси та, відповідно, додатковий попит.

Світові ціни на соняшникову олію поволі знижуватимуться, однак залишатимуться досить високими. Обмежена пропозиція соняшнику в Україні та ЄС у 2024/2025 МР за стійкого попиту утримуватиме ціни на високому рівні. Лише значна [пропозиція суміжних олійних культур](#), насамперед сої завдяки рекордним урожаям у країнах Латинської Америки, та високі обсяги переробки у США, тиснутимуть у бік зниження цін. Натомість світові кінцеві запаси рослинної олії скоротяться на 7% р/р, що утримуватиме ціни на соняшникову олію на відносно високому рівні попри очікуване зростання виробництва пальмової та соєвої олії в наступні роки.

Світові ціни на сталь рухатимуться в боковому тренді попри повільне здешевлення залізної руди. Оголошені світовими лідерами – виробниками руди Rio Tinto (Австралія) – плани нарощування виробництва на більше 1.5% щороку в наступні три роки та Vale (Бразилія) на близько 3-5% щороку в наступні два роки, а також подальше зростання виробництва в Китаї та Індії призведуть до зниження цін на залізну руду. Натомість поживавлення світової економіки, що збільшуватиме [попит на сталь](#), на тлі політики контролю за викидами, а також скорочення обсягів виплавки в Китаї та посилення тарифного протистояння між США та третіми країнами утримуватимуть ціни на сталь від зниження.

Ці прогнози ґрунтуються на сценарії з вибірковим запровадженням додаткових імпорتنих тарифів США щодо третіх країн, насамперед як інструмента переговорів. Однак вагомим ризиком зростання зовнішнього попиту є ймовірність ширшого застосування імпорتنих тарифів США та іншими країнами. За таких умов обсяги світової торгівлі можуть значно скоротитися, ланцюги постачання порушитися, а інвестиційні настрої погіршитися. Суттєвий вплив таких змін, насамперед, відчуватиме економіка Китаю, де експортні сектори зазнають серйозних перебоїв, що матиме потенційний ефект і на глобальні ланцюги постачання. Однак наслідки торговельної війни поширяться й на економіку інших країн, зокрема Єврозони, яка глибоко інтегрована у світову торговельну систему. Такі сектори, як автомобілебудування та високотехнологічне виробництво, де Німеччина відіграє вагомий роль, можуть зіткнутися з різким скороченням експортного попиту. З цими ж ризиками зіткнуться й експортозалежні країни ЄМ, особливо ті, що спеціалізуються на сировинних та переробних галузях. З іншого боку, економіка США також стикнеться з підвищенням витрат, що призведе до посилення інфляційного тиску. Усе це в підсумку посилить геополітичну поляризацію країн і, відповідно, фрагментацію світової торгівлі, що обмежуватиме зовнішній попит на українську продукцію.

Очікується пом'якшення світових фінансових умов на тлі сповільнення інфляції, але ризики зворотної тенденції також доволі високі

ФРС після третього зниження поспіль сигналізувала про обережність щодо темпів подальших кроків на тлі стійкої інфляції та економічного зростання. Значно підвищено оцінку [довгострокової](#) нейтральної ставки (до 3%, шестирічний максимум). Очікується, що ФРС знизить ставку лише двічі на 25 б. п. у 2025 році, що є стриманішою реакцією порівняно з попередніми очікуваннями. Занепокоєння щодо інфляційного тиску, спричиненого зростанням виробничих витрат через тарифи і звуженням ринків праці через імміграційні обмеження, ймовірно, обмежуватимуть здатність ФРС знижувати ставки надалі.

Побоювання ЄЦБ щодо підвищеного рівня інфляції майже зникли, незважаючи на подальше зміцнення долара, а фокус уваги змістився на все ще повільне економічне зростання. Однак ЄЦБ не має причин знижувати процентні ставки нижче [нейтрального](#) рівня, оскільки поточні прогнози не передбачають рецесії.

Фінансові ринки очікують зниження ставки ФРС загалом на 25 б. п. до грудня 2025 року, ставки ЄЦБ – на 100 б. п. до жовтня 2025 року (ймовірність сильнішого зниження близько 47% та 56% відповідно).

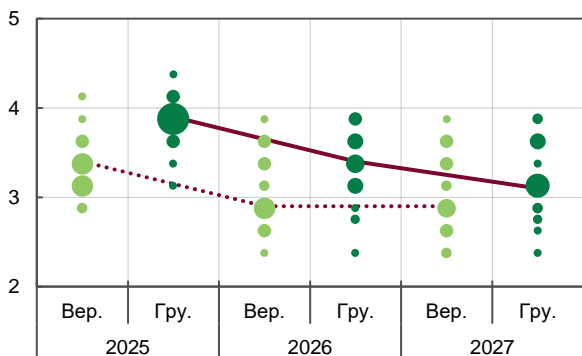
Водночас динаміка індексу CFR [Global Monetary Policy Tracker свідчить](#), що ЦБ країн ЄМ сповільнюють темпи зниження ставок і займають здебільшого

вичікувальну позицію з огляду на посилення проінфляційних ризиків. Така обережність пояснюється, зокрема, й зміцненням долара, яке стримувало приплив коштів нерезидентів в облігації в національній валюті країн ЕМ. У 2025 році [ПОТОКИ капіталу](#) від нерезидентів до країн ЕМ дещо знизяться через посилення торговельної та геополітичної невизначеності, сповільнення зростання економіки Китаю, а також помірніший, ніж очікувалося, темп зниження ставок ФРС. Однак привабливість ринків облігацій у національній валюті все ще збережеться завдяки диверсифікації ланцюгів постачання та попиту інвесторів на високодохідні активи.

Зниження процентних ставок ФРС до довгострокового нейтрального рівня відновить тенденцію до послаблення долара. Так, поживляться й ринки облігацій країн ЕМ у місцевій валюті, які пропонуватимуть привабливу дохідність для глобальних інвесторів. Це сприятиме залученню іноземного капіталу та, відповідно, економічному зростанню країн ЕМ, у тому числі й України.

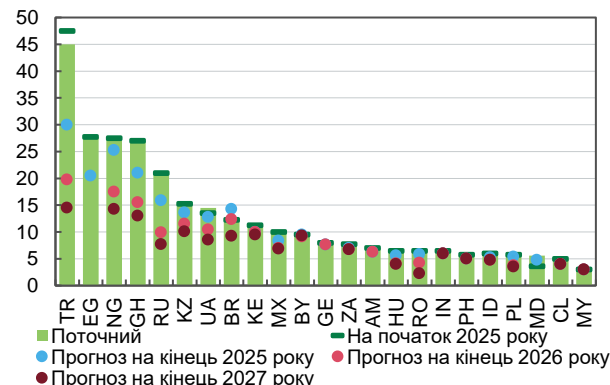
Водночас зберігається суттєвий ризик поєднання фіскальної експансії нової адміністрації США та ймовірного зростання інфляції через підвищення імпорتنих тарифів. Це може призвести до призупинення або навіть розвороту циклу пом'якшення політики ФРС у 2025 році. У результаті процентні ставки США підвищаться, а долар зміцниться, що знизить відносну привабливість активів країн ЕМ та зменшить приплив капіталу. Крім того, міцніший долар збільшуватиме вартість обслуговування доларового боргу для країн ЕМ, що зробить ці економіки вразливішими до зовнішніх шоків. Непередбачуваність щодо термінів фіскального стимулювання та тарифної політики посилюватиме волатильність на фінансових ринках та знижуватиме глобальний апетит до ризику.

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 28.01.2024.

Таблиця 4.1.1. Ймовірність настання основних ризиків в короткостроковій перспективі

Ступінь впливу на базовий сценарій	Ймовірність настання основних ризиків		
	Низька 1-5%	Середня 15-25%	Висока 25-50%
Слабкий			
Помірний	Швидке відновлення пошкодженої інфраструктури Пришвидшення євроінтеграційних процесів	Поглиблення негативних міграційних тенденцій Підвищення податків	Посилення геополітичної поляризації країн і, відповідно, фрагментації світової торгівлі
Сильний	Швидка реалізація масштабного плану відбудови України Швидше закінчення активних бойових дій	Зміна ритмічності міжнародної допомоги Посилення фінансової підтримки партнерів	Ескалація бойових дій, подальші руйнування виробничих потужностей Більший дефіцит е/е через подальші пошкодження енергетичної інфраструктури Виникнення додаткових бюджетних потреб

Макроекономічний прогноз (січень 2025 року)

Показники	2024				2025				2026				2027								
	2022	2023	факт/оцінка	прогноз 10.2024	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 10.2024	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 10.2024	I	II	III	IV	поточний прогноз
РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше																					
Номінальний ВВП, млрд грн	5239	6628	7720	7630	1839	1961	2359	2681	8840	8720	2073	2181	2602	2943	9800	9715	2276	2399	2866	3249	10790
Реальний ВВП	-28.8	5.5	3.4	4.0	2.0	3.0	4.2	4.7	3.6	4.3	4.6	4.3	3.8	3.5	4.0	4.6	3.6	3.9	4.4	4.7	4.2
Дефлятор ВВП	34.9	19.9	12.6	12.2	12.0	11.5	10.0	9.3	10.5	9.6	7.8	6.6	6.2	6.1	6.6	6.5	6.0	5.8	5.6	5.4	5.7
ІСЦ (середнє за період)	20.2	12.9	6.5	6.1	-	-	-	-	12.4	9.5	-	-	-	-	6.2	5.7	-	-	-	-	5.0
ІСЦ (на кінець періоду)	26.6	5.1	12.0	9.7	14.3	13.6	12.0	8.4	8.4	6.9	7.2	5.6	5.4	5.0	5.0	5.0	4.9	4.9	5.0	5.0	5.0
Базова інфляція	22.6	4.9	10.7	9.1	12.0	12.2	10.4	7.8	7.8	5.7	6.0	4.4	3.6	3.1	3.1	3.1	2.9	2.9	3.0	3.2	3.2
Небазова інфляція	30.6	5.7	13.8	10.4	17.2	15.4	14.0	9.2	9.2	8.2	8.5	7.0	7.4	7.3	7.3	7.3	7.3	7.1	7.2	7.1	7.1
Сирі продтовари	41.6	2.2	13.2	6.7	16.7	18.1	15.4	6.8	6.8	5.9	7.8	5.5	4.2	3.0	3.0	2.8	3.2	3.7	3.6	3.1	3.1
Адміністративно регульовані ціни	15.3	10.7	16.3	14.0	17.7	13.3	12.9	10.5	10.5	10.0	9.7	9.2	11.1	12.2	12.2	12.3	12.1	11.1	11.0	11.0	11.0
Номінальна заробітна плата (у середньому за період)	6.0	17.4	22.0	21.0	22.8	18.8	14.3	12.1	16.7	16.0	11.5	11.4	10.0	9.5	10.6	8.9	8.2	7.7	8.3	8.2	8.1
Реальна заробітна плата (у середньому за період)	-11.4	3.7	14.4	14.0	8.2	3.7	1.3	2.6	3.8	6.5	3.6	5.0	4.2	4.0	4.2	2.9	3.1	2.6	3.1	3.0	3.0
Рівень безробіття, % (МОП, у середньому за період)	21.1	18.2	13.1	14.2	-	-	-	-	10.8	11.6	-	-	-	-	10.5	10.6	-	-	-	-	11.0
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР																					
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн*	-845	-1332	-1351	-1347	-	-	-	-	-332	-1640	-	-	-	-	-1104	-1182	-	-	-	-	-641
% ВВП*	-16.1	-20.1	-17.5	-17.7	-	-	-	-	-3.8	-18.8	-	-	-	-	-11.3	-12.2	-	-	-	-	-5.9
без урахування грантів у доходах, % ВВП	-25.3	-26.6	-23.7	-23.3	-	-	-	-	-19.3	-19.6	-	-	-	-	-11.9	-12.4	-	-	-	-	-7.0
ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою представлення)																					
Поточний рахунок, млрд дол.	8.0	-9.6	-14.6	-16.3	-1.9	0.3	-0.8	5.1	2.6	-27.9	-6.7	-7.0	-7.7	-6.9	-28.3	-28.4	-7.4	-6.4	-7.7	-6.3	-27.9
Експорт товарів та послуг, млрд дол.	57.5	51.3	56.1	57.2	14.0	13.0	13.9	17.2	58.1	57.7	15.3	14.7	16.0	17.5	63.5	63.6	15.9	15.7	16.5	18.9	67.0
Імпорт товарів та послуг, млрд дол.	83.3	89.2	91.8	92.1	23.7	23.1	24.7	25.4	96.9	95.6	24.0	23.9	25.5	25.9	99.3	97.3	24.6	24.3	26.1	27.1	102.2
Приватні грошові перекази в Україну, млрд дол.	12.5	11.3	9.6	9.9	2.5	2.4	2.5	2.7	10.1	11.1	2.7	2.8	2.9	3.0	11.4	12.4	2.9	2.9	3.0	3.1	12.0
Фінансовий рахунок, млрд дол.	11.1	-18.9	-14.3	-15.2	2.6	1.6	1.1	1.1	6.4	-24.9	-7.0	-8.4	-6.0	-5.0	-26.3	-22.2	-6.5	-7.8	-7.1	-8.4	-29.7
Зведений баланс, млрд дол.	-2.9	9.5	0.0	-0.8	-4.5	-1.3	-1.9	3.9	-3.8	-2.9	0.2	1.4	-1.7	-1.9	-2.0	-6.2	-0.9	1.3	-0.6	2.0	1.9
Валові резерви, млрд дол.	28.5	40.5	43.8	43.6	39.3	38.3	36.5	40.5	40.5	41.0	41.2	42.1	40.9	38.5	38.5	34.7	38.3	39.4	38.4	40.2	40.2
Місяців імпорту майбутнього періоду	3.8	5.3	5.4	5.5	4.9	4.7	4.4	4.9	4.9	5.1	4.9	5.0	4.9	4.5	4.5	4.1	4.4	4.5	4.4	4.5	4.5
МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)																					
Грошова база, %	19.6	23.3	7.7	13.3	2.9	4.9	7.4	11.9	11.9	13.1	2.0	4.8	6.8	13.4	13.4	11.4	0.4	3.6	5.9	10.5	10.5
Грошова маса, %	20.8	23.0	13.4	13.3	0.7	3.5	4.9	10.3	10.3	11.2	1.1	3.5	5.5	9.6	9.6	9.7	2.1	5.3	6.3	9.1	9.1
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	2.1	2.2	2.2	2.2	-	-	-	-	2.3	2.2	-	-	-	-	2.3	2.3	-	-	-	-	2.3

* У поточному прогнозі міжнародна допомога за механізмом ERA включена до доходів, в попередньому – до фінансування

Коментар щодо динаміки основних показників макропрогнозу та чинників їх перегляду

Показники	2024	2025	2026	2027	Причини перегляду
Інфляція, %, на кінець періоду	12.0 2.3	8.4 1.5	5.0 0.0	5.0	Подорожчання продовольства через несприятливі погодні умови, перенесення вищих виробничих витрат, в т.ч. через диспропорції на ринку праці
Реальний ВВП, %	3.4 -0.6	3.6 -0.7	4.0 -0.6	4.2	Переоцінка потенційного ВВП через подальші втрати виробничих факторів та триваючий вплив обстрілів
Номінальний ВВП, млрд грн	7720 90	8840 120	9800 85	10790	Уточнення даних за 2023 рік, вищий дефлятор ВВП, але нижчі темпи реального зростання
Сальдо зведеного бюджету (без урахування грантів та коштів за ERA у доходах), % ВВП	-23.7 -0.4	-19.3 0.3	-11.9 0.5	-7.0	Вищі бюджетні витрати профінансовані зростанням міжнародної допомоги наприкінці 2024 року, вищий номінальний ВВП
Сальдо поточного рахунку, млрд дол.	-14.6 1.7	2.6 30.5	-28.3 0.1	-27.9	Фінансування в межах програми ERA, що переважно очікується у 2025 році, перекласифіковане як гранти
Міжнародні резерви, млрд дол.	43.8 0.2	40.5 -0.5	38.5 3.8	40.2	Збільшення припливу боргового капіталу в приватний сектор у 2026 році
Облікова ставка, %, у середньому за період	13.7 0.1	14.4 1.7	11.8 0.6	10.2	Вищий інфляційний тиск

Показник переглянутий у бік зменшення (в.п.)

Показник переглянутий у бік збільшення (в.п.)

Припущення прогнозу

Показники		2022*	2023*	2024	2025	2026	2027
Офіційне фінансування	млрд дол.	32.2	42.9	41.9	38.4	25.0	15.0
Міграція (чиста)	млн осіб		-0.2	-0.5	-0.2	0.2	0.5
Реальний ВВП країн - ОТП України (UAwGDP)	% р/р	3.6	1.5	1.9	2.5	2.6	2.7
Споживча інфляція в країнах - ОТП України (UAwCPI)	% р/р	13.8	7.6	5.1	3.4	2.7	2.5
Світові ціни:**							
Сталь, Steel Billet Exp FOB Ukraine	дол./т	618.1	539.7	504.1	490.0	501.5	508.0
	% р/р	0.5	-12.7	-6.6	-2.8	2.3	1.3
Залізна руда, China import Iron Ore Fines 62% FE	дол./т	121.4	120.6	109.4	92.6	81.2	76.2
	% р/р	-24.9	-0.7	-9.3	-15.3	-12.3	-6.2
Пшениця, No.1 Hard Red Winter, ordinary protein, Kansas City	дол./т	360.2	272.3	201.5	218.7	232.2	237.3
	% р/р	35.5	-24.4	-26.0	8.5	6.2	2.2
Кукурудза, Yellow #2 Delivery USA Gulf	дол./т	318.4	252.7	190.6	213.8	223.3	229.5
	% р/р	22.7	-20.6	-24.6	12.2	4.4	2.8
Нафта, Brent	дол./бар.	99.8	82.6	80.7	74.7	73.1	73.1
	% р/р	41.8	-17.2	-2.3	-7.4	-2.1	0.0
Газ, Netherlands TTF	дол./тис. м ³	1355.9	465.6	393.9	404.7	384.7	336.5
	% р/р	135.9	-65.7	-15.4	2.7	-4.9	-12.5
Обсяги транзиту газу	млрд м ³	20.6	14.6	15.0	0.0	0.0	0.0
Урожай зернових та зернобобових	млн т	53.9	59.8	55.2	60.1	62.3	64.9
Мінімальна зарплата**	грн	6550	6700	7775	8000	8370	8950

* Фактичні дані

** У середньому за рік.

Абревіатури та скорочення

АЗС	Автозаправна станція	НФК	Нефінансові корпорації
ВВП	Валовий внутрішній продукт	ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
ГВт	Гігават	ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти
ГЕС	Гідроелектростанція	ОТП	Основні торговельні партнери
ГМК	Гірничо-металургійний комплекс	ПДВ	Податок на додану вартість
ДГ	Домогосподарства	ПФУ	Пенсійний фонд України
ДКСУ	Державна казначейська служба України	РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ДМСУ	Державна митна служба України	рф	російська федерація
ДСЗ	Державна служба зайнятості	с/г	Сільське господарство
ДССУ	Державна служба статистики України	СЗДУ	Сектор загального державного управління
е/е	Електроенергія	США	Сполучені Штати Америки
ЄС	Європейський Союз	ФО	Фізичні особи
ЄЦБ	Європейський центральний банк	ФРС	Федеральна резервна система США
ЖКГ	Житлово-комунальне господарство	ЦБ	Центральний банк
ІЕД	Інститут економічних досліджень	ЦСЄ	Центральна та Східна Європа
ІСЦ	Індекс споживчих цін	EM	Emerging Markets, країни, ринки яких розвиваються
КМП	Комітет з монетарної політики	IT	Інформаційні технології
МВФ	Міжнародний валютний фонд	PMI	Purchasing Managers' Index, індекс ділової активності
МіНАПК	Міністерство аграрної політики та продовольства	UAWCPI	Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України
МОП	Міжнародна організація праці	UAWGDP	Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України
МР	Маркетинговий рік	UIIR	Український індекс міжбанківських ставок
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