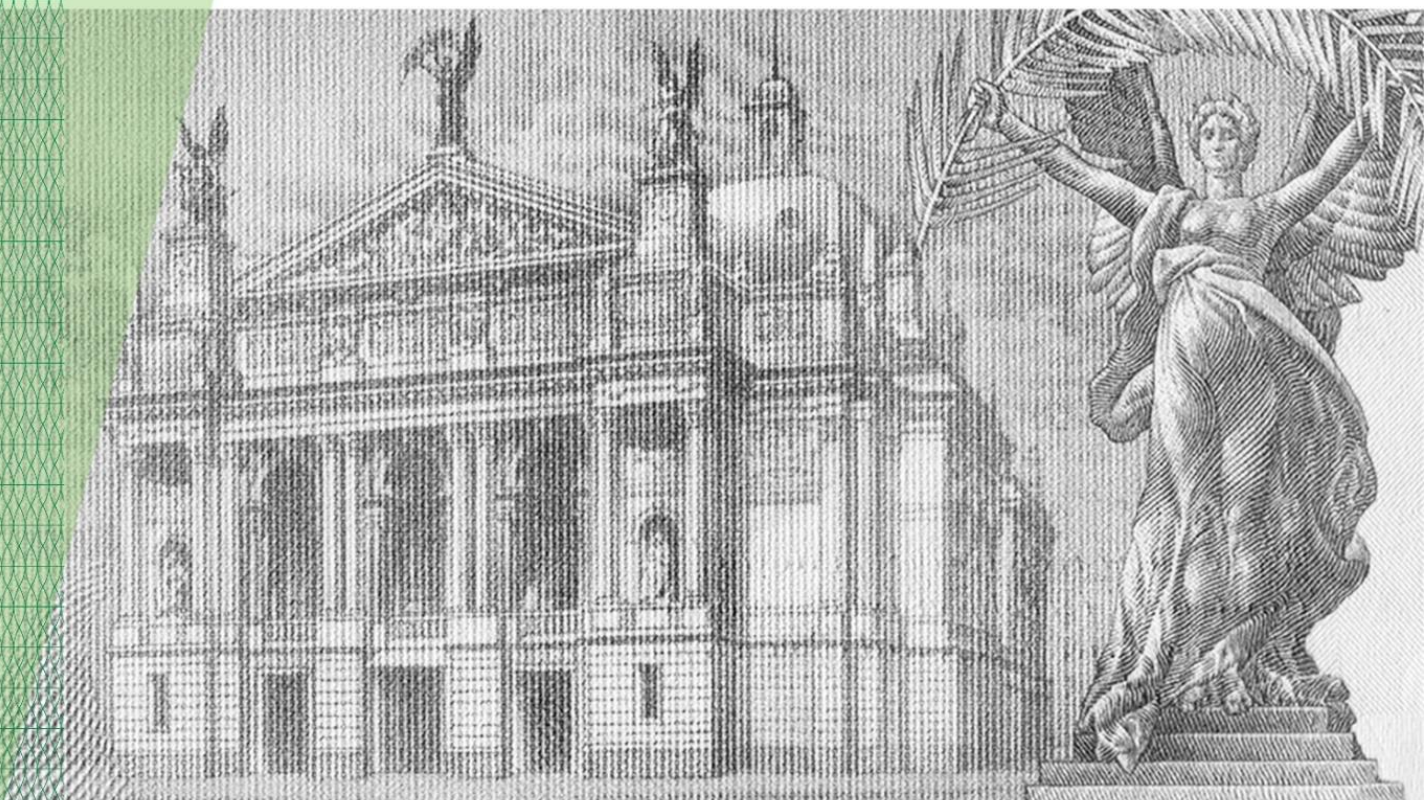




Національний
банк України

Інфляційний звіт

Квітень 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 попри суттєве зростання невизначеності, зокрема геополітичної, через стрімку політичну поляризацію країн, активізацію деглобалізації, загострення торговельних та валютних протистоянь у світі.

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, збереження контрольованості інфляційних очікувань та забезпечення цінової стабільності.

У межах режиму керованої гнучкості обмінний курс може змінюватися як в бік посилення, так і послаблення залежно від змін ринкової кон'юнктури. Для забезпечення гнучкості в обидва боки НБУ компенсує структурний дефіцит іноземної валюти в приватному секторі, спрямовуючи в економіку надлишок валюти з державного сектору (отриманої здебільшого як міжнародна допомога). У поєднанні зі згладжуванням надмірної волатильності обмінного курсу це сприяє утриманню інфляційних і курсових очікувань під контролем, збереженню довіри до гривні та приведенню інфляції до цілі 5%. Водночас курсова гнучкість дає змогу посилити стійкість української економіки і валютного ринку до внутрішніх та 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 Україну, 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 (квітень 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 – 16 квітня 2025 року. Інфляційний звіт містить прогноз економічного розвитку країни у 2025–2027 роках, підготовлений Департаментом монетарної політики та економічного аналізу та 17 квітня 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 17 квітня 2025 року №141-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

Зміст

Головне	4
Розділ 1. Інфляційний розвиток	8
Вставка 1. Точність макроекономічних прогнозів	16
Розділ 2. Економічний розвиток	20
Вставка 2. Тарифна політика США – <i>carpe diem</i>	29
Вставка 3. Вплив морського коридору на зовнішню торгівлю: більше, швидше, якісніше	32
Розділ 3. Монетарні умови та фінансові ринки	35
Вставка 4. Наслідки тарифних війн для української економіки та монетарної політики	44
Вставка 5. Чи може конфіскація знерухомлених російських активів вплинути на роль євро в глобальній економіці?	46
Вставка 6. КПМ+: оновлена квартальна прогнозна модель для аналітичної підтримки рішень із монетарної політики	50
Розділ 4. Припущення та ризики прогнозу	54
Таблиця 1. Макроекономічний прогноз (квітень 2025)	64
Таблиця 2. Чинники перегляду прогнозу	65
Таблиця 3. Припущення прогнозу	66
Абревіатури та скорочення	67

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 вимушених мігрантів

Упродовж I кварталу 2025 року інфляція очікувано зростала

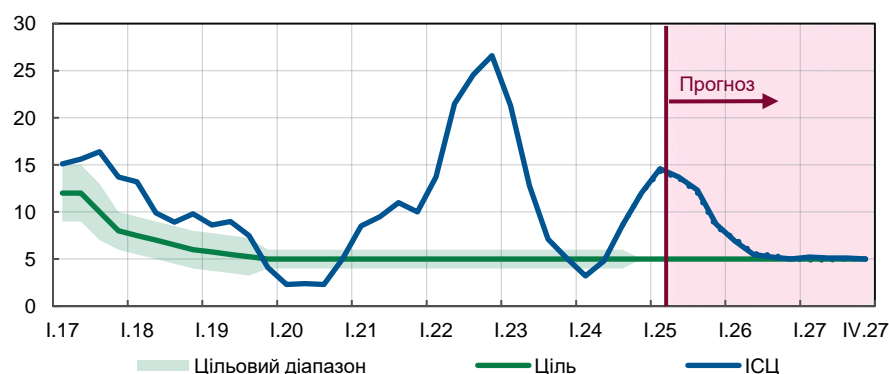
У перші місяці року інфляція зростала доволі близько до траєкторії попереднього макропрогнозу НБУ ([Інфляційний звіт, січень 2025 року](#)) та в березні сягнула 14.6% у річному вимірі. Така динаміка зумовлювалася залишковими ефектами гірших торішніх урожаїв, подальшим підвищенням цін на підакцизну продукцію, а також впливом фундаментальних чинників, зокрема з боку збільшення витрат підприємств на енергоресурси й оплату праці та стійкого споживчого попиту. Подальше зростання інфляції послуг теж є індикатором все ще суттєвого внутрішнього цінового тиску.

Водночас помісячна динаміка інфляції, скоригована на сезонність, свідчить про ознаки послаблення цінового тиску. Цьому, зокрема, сприяли заходи НБУ зі збереження стійкості валютного ринку та контрольованості інфляційних очікувань. Березневе опитування засвідчило подальше поліпшення очікувань домогосподарств, а статистика пошукових інтернет-запитів – зниження уваги населення до теми інфляції з пікових рівнів на початку року. Натомість, інфляційні очікування підприємств і банків дещо погіршилися. Загалом, незважаючи на зростання показника інфляції в річному вимірі, інфляційні очікування економічних агентів залишаються відносно стійкими.

Інфляція повернеться до зниження влітку й сповільниться до однознакового рівня наприкінці року

Відповідно до прогнозу НБУ влітку зростання цін у річному вимірі почне сповільнюватися за широким спектром товарів і послуг. Очікуване збільшення врожаїв сприятиме зниженню продовольчої інфляції з III кварталу 2025 року та її стабілізації на порівняно низькому рівні надалі. Фундаментальний інфляційний тиск поступово вщухатиме під впливом заходів монетарної політики НБУ, поліпшення ситуації з постачанням електроенергії та помірнішого тиску з боку ринку праці. Послабленню цінового тиску сприятиме й зниження цін на нафту внаслідок торговельних протистоянь у світі. У результаті інфляція наприкінці 2025 року знизиться до 8.7%, а у 2026 році – до цілі 5%.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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

Відновлення економіки триватиме, але залишатиметься обмеженим через наслідки війни та торговельні протистояння у світі

У I кварталі 2025 року зростання економіки залишалося стриманим, зокрема через руйнування газової інфраструктури та спричинене цим збільшення потреб в імпорті газу. Попри певне пожвавлення ринку праці, вагомим стримуючим чинником, відповідно до опитувань бізнесу, залишався й зумовлений війною дефіцит кваліфікованих працівників.

Загострення торговельних протистоянь у світі наразі не позначилося на українській економіці, проте надалі стримуватиме її відновлення. Тарифні війни, імовірно, призведуть до певного послаблення зовнішнього попиту на окремі товари українського експорту, хоча агропродукція залишатиметься затребуваною навіть в умовах охолодження світової економіки.

Ураховуючи зазначені чинники, НБУ дещо погіршив свої оцінки динаміки економічного відновлення. Очікується, що у 2025 році економіка України зросте на 3.1%. Цьому, зокрема, сприятимуть збільшення врожаїв та зменшення дефіциту е/е, що разом зі значними оборонними замовленнями підтримуватиме промисловість.

У 2026–2027 роках зростання реального ВВП пришвидшиться до 3.7–3.9%, передусім завдяки збільшенню інвестицій у відбудову, відновленню виробництва та стійкості споживчого попиту. Приватні інвестиції та споживання компенсуватимуть ефекти фіскальної консолідації, що відбуватиметься на тлі зменшення обсягів міжнародної фінансової допомоги.

Після значних цьогорічних надходжень зовнішня фінансова допомога зменшиться в наступні роки, однак її вистачатиме для беземісійного фінансування дефіциту бюджету та підтримання стійкості валютного ринку

Цього року Україна може отримати суттєвіші, ніж очікувалося раніше, обсяги міжнародної фінансової допомоги за рахунок швидшого перерахування траншів за механізмом ERA Loans. Цих коштів буде достатньо не лише для фінансування дефіциту бюджету цього року, але й для формування запасу для державних фінансів на наступний рік, коли обсяги зовнішньої допомоги, ймовірно, почнуть зменшуватися. Значні цьогорічні надходження також дадуть змогу наростити міжнародні резерви України до 58 млрд дол. США у 2025 році, утримувати їх на високому рівні протягом наступних років і відповідно зберігати стійкість валютного ринку. Останнє разом із заходами процентної політики сприятиме подальшому утриманню під контролем інфляційних очікувань і поступовому зниженню інфляції до цілі 5% на горизонті політики.

Для підтримання стійкості валютного ринку, збереження контрольованості очікувань та поступового приведення інфляції до цілі 5% на горизонті політики НБУ зберігає облікову ставку на рівні 15.5%

Попередні заходи НБУ з посилення процентної політики спочатку зупинили зниження дохідностей гривневих інструментів, а надалі забезпечили їхнє поступове зростання. Так, у березні-квітні спостерігалося збільшення процентних ставок як за державними облігаціями в національній валюті, так і строковими депозитами в гривні на строк понад три місяці, у тому числі й у банків-лідерів роздрібного ринку.

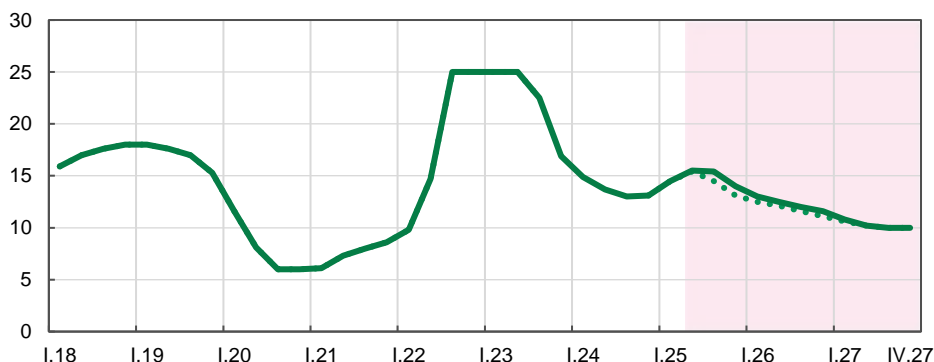
Зростання привабливості гривневих інструментів відобразилося в підвищенні попиту на них. Зокрема, окреслився помітний прогрес у прирості вкладів населення на строк понад три місяці в банках усіх груп. Сукупний чистий попит на строкові депозити й ОВДП у березні був найбільшим за останніх 10 місяців. Збільшення інтересу до гривневих заощаджень сприяло зниженню попиту населення на іноземну валюту та скороченню інтервенцій НБУ.

Виважена монетарна політика дасть змогу закріпити ці позитивні тенденції, сприятиме подальшому поліпшенню очікувань економічних агентів і поверненню інфляції на траєкторію стійкого сповільнення вже в цьому році.

Ураховуючи значний рівень невизначеності, що в останні місяці лише посилюється, НБУ гнучко реагуватиме на зміни в балансі ризиків для цінової динаміки та інфляційних очікувань

Прогноз НБУ передбачає утримання облікової ставки на рівні 15.5% упродовж наступних місяців і повернення до циклу пом'якшення процентної політики після проходження піку цінового сплеску та зниження ризику закріплення інфляції на двозначковому рівні. У разі посилення цього ризику НБУ утримуватиме облікову ставку на поточному рівні довше, ніж передбачається оновленим макропрогнозом, та буде готовий ужити додаткових заходів.

Графік 2. Облікова ставка НБУ, середня, %



Джерело: розрахунки НБУ.

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

Війна триває. Російська агресія й надалі загрожує довгостроковим зниженням економічного потенціалу країни, зокрема через втрати людей, територій і виробництв. 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;
- подальше пошкодження інфраструктури, насамперед енергетичної, що обмежуватиме економічну активність і тиснутиме на ціни з боку собівартості виробництва продукції;
- поглиблення негативних міграційних тенденцій та подальше розширення дефіциту робочої сили на внутрішньому ринку праці, що дедалі сильніше обмежуватиме довгостроковий потенціал економіки.

Ці ризики додатково посилюються через зростання геополітичної невизначеності та активізацію деглобалізації, у тому числі через стрімке загострення торговельних протистоянь у світі. Якщо зазначені процеси будуть тривалими, матимуть тенденцію до подальшого наростання та супроводжуватимуться стрімкою політичною поляризацією країн, зовнішнє середовище може бути менш сприятливим, ніж передбачено поточним макропрогнозом. Це може загрожувати суттєвішим і тривалішим, ніж очікується, послабленням світової економіки і, відповідно, зовнішнього попиту, а також змінами в ритмічності міжнародного фінансування.

Водночас торговельно-політичні протистояння залежно від їхнього характеру та масштабу можуть надати українській економіці й певні переваги. Йдеться, зокрема, про можливе зниження цін на енергоресурси на тлі охолодження світової економіки, збільшення попиту на українські метали й оборонні технології в умовах зростання напруженості між країнами, а також активніше використання транспортного та інвестиційного потенціалу України з огляду на можливу перебудову логістичних і виробничих ланцюгів. Додатковим компенсатором може бути й високий рівень адаптивності українського бізнесу, що має сприяти переспрямуванню експорту на доступніші ринки.

Зберігається і ймовірність реалізації низки інших позитивних сценаріїв. Вони пов'язані передусім із посиленням фінансової підтримки партнерів (зокрема за рахунок використання основної суми знерухомлених російських активів) та зусиль міжнародної спільноти із забезпечення справедливого й тривалого миру для України. Також українська економіка може отримати додатковий імпульс від швидшої євроінтеграції.

Розділ 1. Інфляційний розвиток

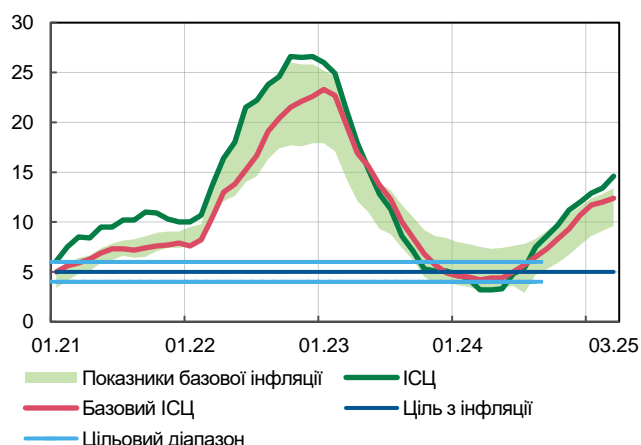
- Упродовж I кварталу 2025 року інфляція очікувано зростала і в березні сягнула 14.6% р/р. Така її динаміка зумовлювалася не тільки залишковими ефектами гірших торішніх урожаїв і подальшим підвищенням цін на підакцизну продукцію, але і дією фундаментальних чинників, зокрема підвищенням витрат підприємств на енергоресурси й оплату праці та досить стійким споживчим попитом.
- Завдяки заходам монетарної політики НБУ, надходженню на ринки нових вищих урожаїв, поліпшенню ситуації в енергетиці, а також помірному ціновому тиску з боку країн – ОТП України інфляція наприкінці 2025 року знизиться до однознакового рівня, а у 2026 році – до цілі 5%. Надалі вона утримуватиметься близько цільового рівня.

Інфляція знизиться до однознакового рівня наприкінці року та надалі прямуватиме до цілі 5% на горизонті політики

Упродовж I кварталу 2025 року споживча інфляція очікувано зростала – у березні вона пришвидшилася до 14.6% р/р (порівняно з 12.0% р/р у грудні 2024 року). Такі темпи незначно випереджали прогноз НБУ в [Інфляційному звіті за січень 2025 року](#). Вагомим рушієм зростання цін залишалася низька внутрішня пропозиція продовольства через слабкі минулорічні врожаї. Водночас вплив цього чинника здебільшого реалізувався ще наприкінці минулого року і наразі спостерігаються його залишкові ефекти. Дія цих ефектів поступово вичерпуватиметься завдяки розширенню пропозиції з огляду на надходження нових урожаїв, зокрема тепличної продукції та продукції домогосподарств.

Натомість вплив фундаментальних чинників залишається значним. Це підтверджується подальшим зростанням базової інфляції (до 12.4% р/р у березні порівняно з 10.7% р/р у грудні 2024 року). Зумовлене війною збільшення виробничих витрат бізнесу, зокрема на заробітні плати й енергозабезпечення, надалі переноситься на вартість кінцевої продукції. Інфляцію підживлює також стійкий споживчий попит. Пришвидшене зростання цін на послуги є додатковим індикатором все ще суттєвого внутрішнього цінового тиску.

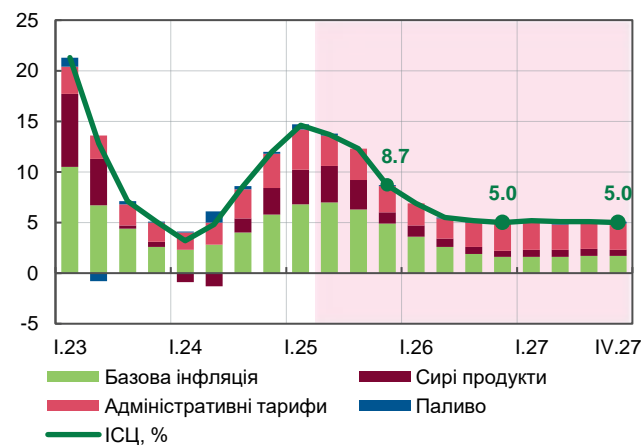
Графік 1.1. Споживча інфляція та оцінки основного інфляційного тренду*, % р/р



* 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.

Збільшення виробничих витрат разом із посиленням заходів боротьби з тінювою пропозицією підакцизної продукції зумовили й суттєвіше підвищення адміністративно регульованих цін, що також мало вагомий внесок у зростання споживчої інфляції в I кварталі 2025 року.

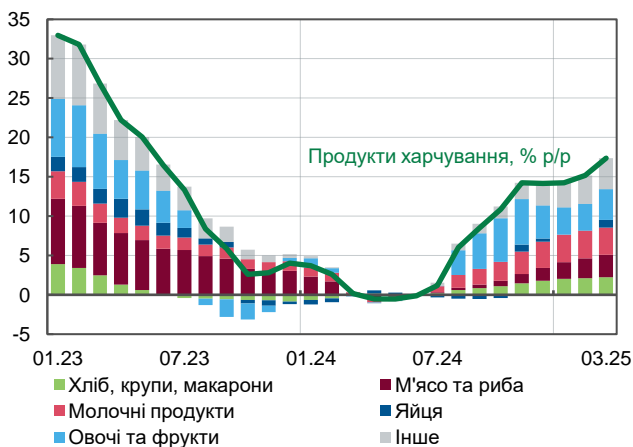
Інфляція в річному вимірі помірно зростатиме протягом найближчих місяців через низьку базу порівняння минулого року, проте інфляційний імпульс уже майже вичерпався. Свідченням цього є сповільнення квартальних приростів базового ІСЦ та цін на сирі продовольчі товари, пікові значення яких пройдено в IV кварталі 2024 року. Улітку зростання цін у річному вимірі почне сповільнюватися за широким спектром товарів і послуг. Очікуване збільшення врожаїв сприятиме зниженню продовольчої інфляції з III кварталу 2025 року та її стабілізації на порівняно низькому рівні надалі. Фундаментальний інфляційний тиск поступово вщухатиме під впливом заходів монетарної політики НБУ, поліпшення ситуації з постачанням електроенергії та помірнішого тиску з боку ринку праці. Крім того, додатковим чинником буде зниження цін на нафту внаслідок охолоджувального впливу на глобальну економіку торговельних протистоянь. У результаті інфляція наприкінці 2025 року знизиться до 8.7%, а у 2026 році – до цілі 5%.

Водночас високі темпи зростання адміністративно регульованих цін зберезуться на прогнозному горизонті як через підвищення акцизних податків, так і через потребу в приведенні тарифів на послуги ЖКГ до ринково-обґрунтованих рівнів. У таких умовах для досягнення інфляційної цілі на горизонті політики монетарна політика має спрямовуватися на утримання інших компонентів інфляції (насамперед базової) на нижчих рівнях (близько 3–4%).

Очікуване нарощування врожаїв сприятиме стрімкому зниженню продовольчої інфляції в другому півріччі

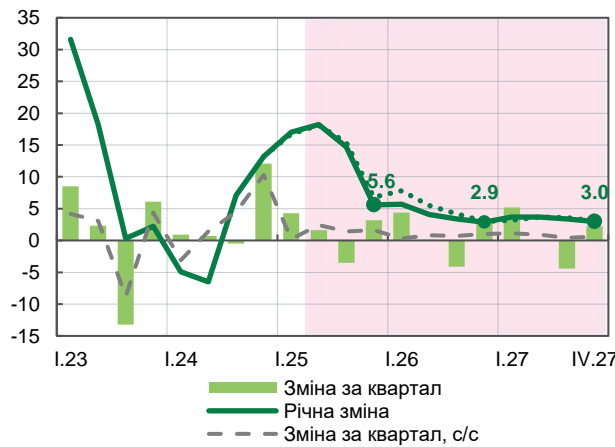
Ефекти від низьких урожаїв минулого року призвели до подорожчання фруктів, продуктів тваринництва, борошна і круп. Водночас подорожчання окремих овочів стримувалося за рахунок нарощування імпортних постачань, розпродажу запасів після настання теплої погоди в Україні, а також надходження нового тепличного врожаю. Вартість продукції тваринництва і надалі зростала під впливом вторинних ефектів від подорожчання кормів і збільшення цін на енергоресурси. Додатковим чинником витрат залишалися ціни на ветеринарні препарати з огляду на значну імпортну складову, зокрема й на тлі послаблення обмінного курсу гривні до євро, адже значна частина таких препаратів надходить з ЄС. Пожвавлення зовнішнього попиту з огляду на зростання закупівельних цін на світових ринках також відобразилося на підвищенні цін на молочну продукцію, яйця і м'ясо. Водночас численні спалахи АЧС хоч і призвели до зниження обсягів пропозиції свинини на внутрішньому ринку, але мали помірний ефект на її вартість з огляду на не надто жвавий **попит**. Ураховуючи зазначене, зростання цін на сирі продукти харчування загалом пришвидшилося (до 17.0% р/р у березні порівняно з 13.2% р/р у грудні 2024 року) і лише незначно перевищило січневий прогноз НБУ.

Графік 1.3. Внески у зміну цін на продукти харчування, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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

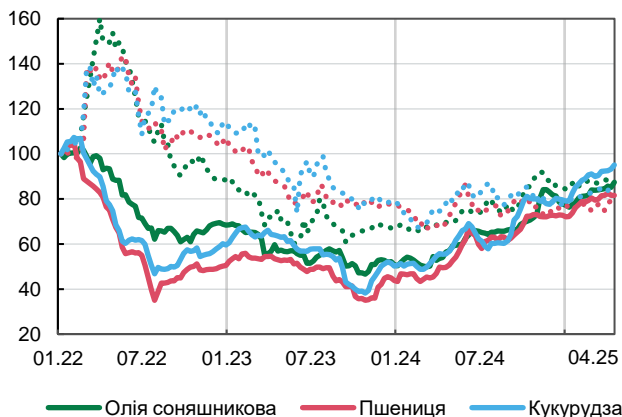


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Зростання цін на оброблені продукти харчування (17.3% р/р у березні порівняно з 14.7% р/р у грудні 2024 року) також було близьким до прогнозу. Їхнє подорожчання зумовлювалося як збільшенням виробничих витрат бізнесу, так і подальшим підвищенням цін на продовольчу сировину. Причиною останнього були обмежені

обсяги переробки внаслідок низьких минулорічних урожаїв і активний експорт на тлі зростання світових цін. Зокрема, повноцінне функціонування морського коридору (детальніше – у вставці "Вплив морського коридору на зовнішню торгівлю: більше, швидше, якісніше" на стор. 32) сприяло зниженню транспортних витрат і наблизило внутрішні ціни до рівня світових. Під впливом курсових ефектів дорожчали окремі імпортовані товари, зокрема чай, риба і морепродукти, а кава й шоколад – ще й через обмежену пропозицію на світових ринках.

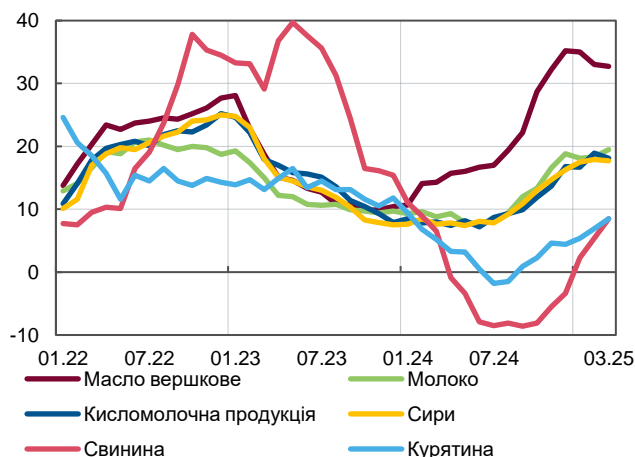
Графік 1.5. Ціни на основні с/г товари в Україні та на зовнішніх ринках* у доларовому еквіваленті, 01.2022 = 100



* Суцільні лінії – ціни на с/г товари в Україні на умовах EXW, пунктирні лінії – ціни на зовнішніх ринках на умовах FOB.

Джерело: АПК-інформ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ.

Продовольча інфляція в річному вимірі все ще зростатиме в найближчі місяці за категоріями як сирих, так і оброблених продуктів. Проте залишкові ефекти гірших торішніх урожаїв невдовзі вичерпаються, що підтверджується динамікою с/с-показників у I кварталі. З надходженням вищої пропозиції нового врожаю влітку річні темпи зростання цін на сирих продуктах почнуть стрімко сповільнюватися і знизяться до однознакового рівня наприкінці року. Потенціал до стримування продовольчої інфляції за рахунок імпорту цього року також є більшим через те, що внутрішні ціни вже набагато ближчі до світових. Надалі за умови, що не буде значних шоків пропозиції, продовольча інфляція повернеться до відносно низьких значень (близько 3%) завдяки поступовому нарощуванню виробництва продуктів харчування і налагодженню логістики.

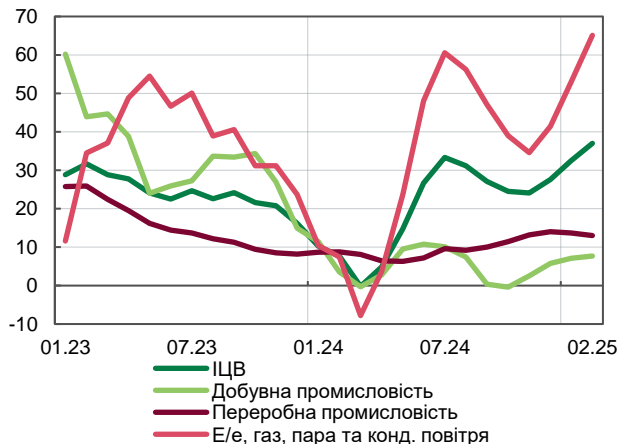
Фундаментальний інфляційний тиск поступово вщухатиме під впливом заходів монетарної політики НБУ і зниження тиску з боку ринку праці

Обмеженість виробничих потужностей, подорожчання енергоресурсів і дефіцит робочої сили, а також подорожчання продовольчої сировини та матеріалів залишалися головними чинниками зростання базової інфляції в I кварталі 2025 року. Стійкий споживчий попит з огляду на зростання доходів домогосподарств також підтримував інфляційний тиск (детальніше – у розділі "Економічний розвиток" на стор. 20).

На посиленні цінового тиску, передусім в енергоємних секторах, позначилися висока вартість е/е для побутових споживачів і здійснення додаткових витрат для забезпечення енергоавтономності та безперебійної роботи підприємств. Свідченням цього є, зокрема, стрімке пришвидшення промислової інфляції в лютому (37.0% р/р порівняно з 27.6% р/р у грудні 2024 року), передусім через вищі темпи зростання цін у галузі "постачання е/е, газу, пари" (65.1% р/р порівняно з 41.4% р/р у грудні 2024 року). На збільшення вартості е/е для побутових споживачів вплинув і [перегляд вартості послуг з передачі е/е НЕК "Укренерго"](#). Це разом із [підвищенням тарифів на транспортування газу](#), імовірно, позначиться на подальшому зростанні споживчих цін через вторинні ефекти. Однак дія цих ефектів послабиться завдяки суттєвому зниженню цін на е/е для побутових споживачів у березні-квітні. Цьому сприяло зокрема сезонне зниження споживання

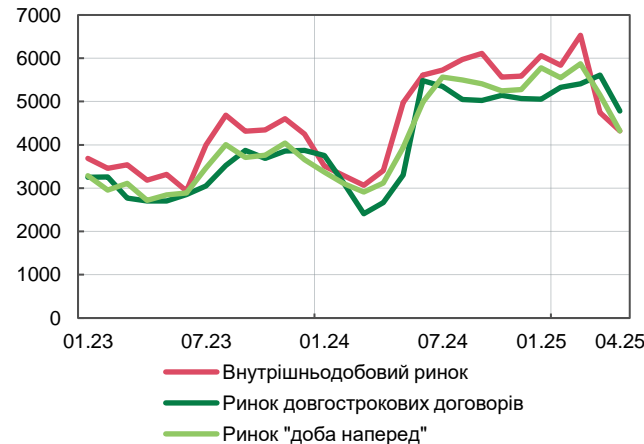
e/e на ринку ЄС, звідки відбуваються значні комерційні перетоки в Україну. Розширення технічних можливостей для імпорту e/e (до 2.1 ГВт з 1.7 ГВт з грудня 2024 року) стало додатковим чинником, який полегшив доступ до імпортової електроенергії.

Графік 1.7. Індекс цін виробників та його компоненти, % р/р



Джерело: ДССУ.

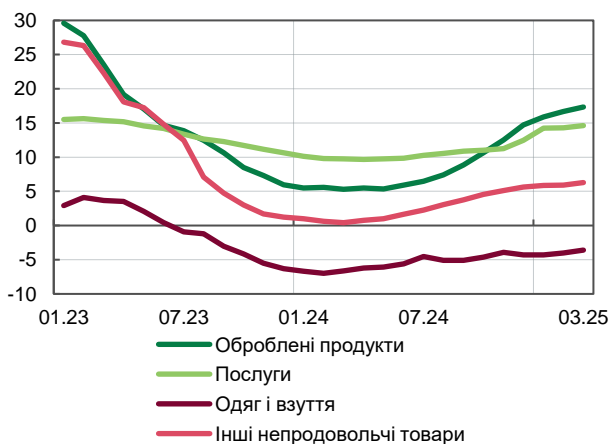
Графік 1.8. Ціни на e/e для побутових споживачів, грн/МВт-год



Джерело: Українська енергетична біржа, Оператор ринку.

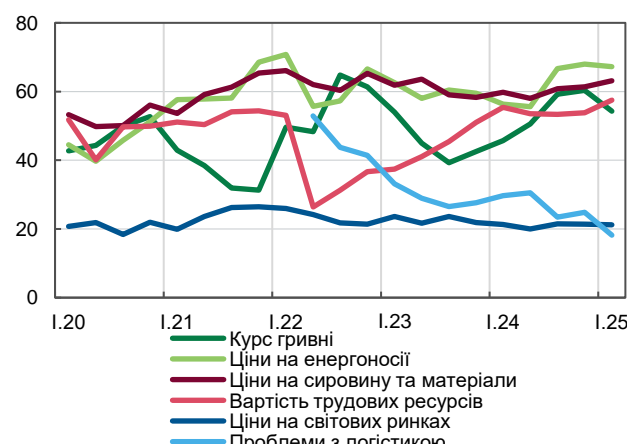
Хоча завдяки певному збільшенню пропозиції робочої сили пошук працівників полегшився, дефіцит робочої сили залишається основною проблемою бізнесу та стимулює подальше підвищення зарплат (детальніше – у розділі "Економічний розвиток" на стор. 20). Це найбільше позначилося на сфері послуг, що свідчить про стійкість внутрішнього цінового тиску. Темпи зростання цін на послуги збільшилися до 14.6% р/р у березні з 12.5% р/р у грудні 2024 року. Зокрема, порівняно з груднем швидше дорожчали послуги з охорони здоров'я (через актуалізацію переліку платних медичних послуг у державних і комунальних закладах), транспорту (унаслідок зростання вартості пального на початку року та зміни підходів до розрахунку вартості поліса ОСЦПВ), зв'язку (через підвищення тарифів мобільними операторами та інтернет-провайдерами), ресторанів, готелів і фінансових установ.

Графік 1.9. Окремі компоненти БІСЦ, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 1.10. Головні чинники формування очікувань підприємств щодо зміни цін на їхні товари та послуги, % респондентів



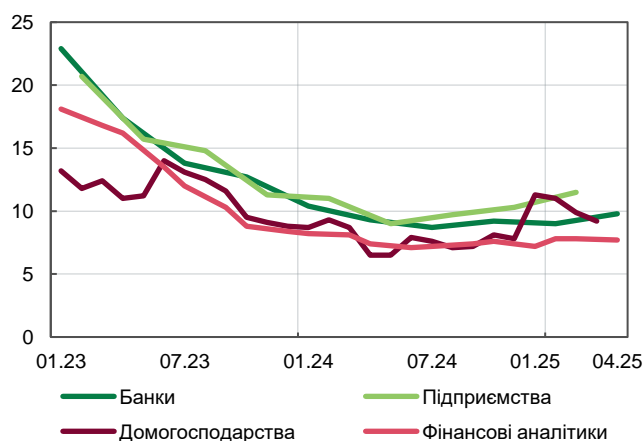
Джерело: НБУ.

Зростання цін на непродовольчі товари пришвидшилося (до 4.7% р/р з 4.1% р/р у грудні 2024 року), проте залишалося помірним на тлі поліпшення курсових очікувань. Водночас темпи приросту цін на імпортозалежні послуги (транспортні, медичні, ветеринарні, стоматологічні тощо) зберігалися високими. Натомість ціни на одяг та взуття залишалися нижчими, ніж торік, імовірно, через високу конкуренцію в цьому сегменті.

За оцінками підприємств, головними чинниками зміни рівня відпускних цін у наступні 12 місяців залишатимуться вартість енергоносіїв та ціни на сировину, зокрема продовольчу, матеріали, а також вартість трудових ресурсів. Натомість уперше із середини 2023 року послабився очікуваний вплив чинника обмінного курсу. Бізнес надалі відзначав і послаблення проблем з логістикою, зокрема завдяки активізації та здешевленню контейнерних перевезень. Певний вплив мало й розширення використання мультимодальних перевезень, що поєднують морський та автомобільний транспорт, і дають змогу бізнесу знижувати витрати на логістику.

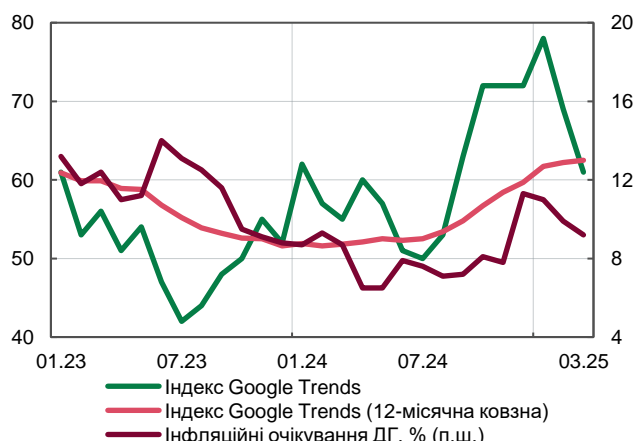
Зростання цін понад інфляційну ціль (5%) та поріг уваги (10%) охоплювало понад половину та третину споживчого набору відповідно (детальніше – у вставці "У пошуках оптимальної гнучкості: яким може бути прийнятне відхилення інфляції від цілі" [Інфляційного звіту за жовтень 2024 року](#)). Попри це інфляційні очікування економічних агентів загалом залишилися відносно стійкими та нижчими за фактичні показники загальної інфляції. Це свідчить про обмежене перенесення ретроспективного компоненту у формування очікувань. Більш того, березневе опитування засвідчило подальше поліпшення очікувань домогосподарств, а статистика пошукових інтернет-запитів – зниження уваги населення до теми інфляції з пікових рівнів на початку року. Натомість інфляційні очікування підприємств і банків дещо погіршилися.

Графік 1.11. Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



Джерело: НБУ, Info Sapiens.

Графік 1.12. Нормалізовані та сезонно скориговані індекси зацікавленості темою "інфляція" та інфляційні очікування домогосподарств*



* Інфляційні очікування ДГ на наступні 12 місяців. Джерело: Info Sapiens, Google Trends, розрахунки НБУ.

Фундаментальний інфляційний тиск залишатиметься високим, проте із середини поточного року базова інфляція почне знижуватися під впливом заходів монетарної політики, поліпшення ситуації з постачанням електроенергії та помірнішого тиску з боку ринку праці. Реальний ВВП та РЕОК гривні, зокрема і за рахунок заходів монетарної політики, перебуватимуть близько своїх рівноважних рівнів та не створюватимуть додаткового інфляційного тиску.

Поступово знижуватимуться всі основні складові базової інфляції, найстрімкіше – ціни на оброблені продукти через вторинні ефекти від зниження інфляції сирих продуктів. На тлі зменшення енергодефіциту дезінфляційним чинником стане і вичерпання ефектів перенесення на ціни інвестицій, здійснених в енергонезалежність. Реальні зарплати зростали швидше, ніж продуктивність в економіці, з огляду на тривале збереження диспропорцій на ринку праці. Однак у наступні роки вплив цього чинника пом'якшиться, відповідно, темпи підвищення зарплат сповільняться, що зумовить нижчий тиск на ціни.

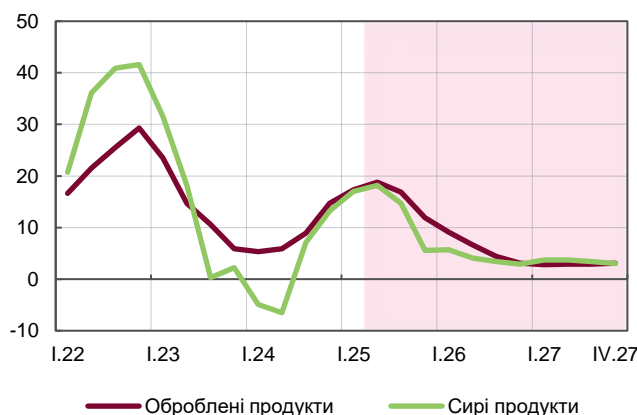
У підсумку наприкінці 2026 року базова інфляція знизиться до близько 3%, що сприятиме досягненню інфляційної цілі навіть в умовах вищих темпів зростання адміністративно регульованих цін.

Графік 1.13. Базовий ІСЦ на кінець періоду, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 1.14. Компоненти продовольчої інфляції, зміна на кінець періоду, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Адміністративна інфляція залишатиметься двознаковою на прогностному горизонті через підвищення акцизів і потребу в коригуванні тарифів на послуги ЖКГ

Зростання адміністративно регульованих цін у березні помітно пришвидшилося (до 19.0% р/р порівняно з 16.3% р/р у грудні 2024 року), передусім через подорожчання тютюнових виробів та алкогольних напоїв, у тому числі під впливом подальшого підвищення виробничих витрат, а також посилення заходів боротьби з тіньовою пропозицією. На початку року суттєво зросла і вартість окремих адміністративних послуг, зокрема місцевого телефонного зв'язку та ритуальних послуг.

Збільшення акцизного навантаження на окремі товари з метою посилення внутрішньої ресурсної бази бюджету і виконання євроінтеграційних зобов'язань визначатиме високі рівні адміністративної інфляції на прогностному горизонті. Виробники й імпортери тютюнової продукції вже певний час здійснювали поступову корекцію цін з огляду на очікуване підвищення акцизів та переведення їх у євро, що набуло чинності наприкінці березня 2025 року. [Згідно з чинним графіком](#) суттєве підвищення акцизу передбачено лише у 2025 році, тоді як у 2026–2028 роках він зростатиме помірно. Крім того, з 1 квітня до 31 грудня 2025 року виробники й імпортери сигарет застосовуватимуть [підвищувальний коефіцієнт 1.1 для розрахунку мінімального акцизного податкового зобов'язання](#). Ця вимога пов'язана з тим, що у 2024 році частка загальної суми податкових зобов'язань з акцизного податку в середньозваженій роздрібній ціні сигарет була меншою за нормативний рівень у 60%. Очікується, що це призведе до поступового збільшення роздрібних цін у міру вичерпання запасів акцизних марок, придбаних до зазначених податкових змін.

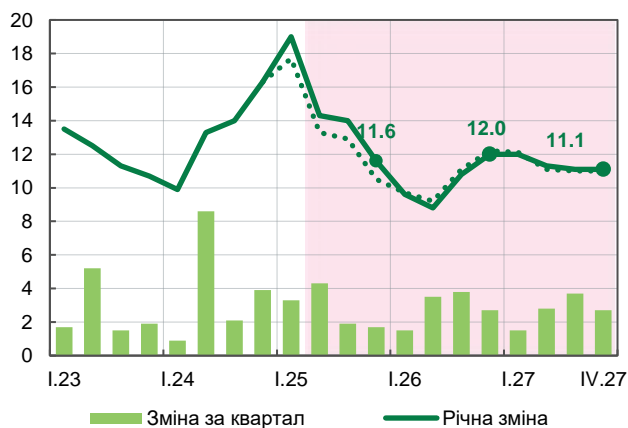
Крім коригування акцизних ставок, уряд надалі вживає заходів для вдосконалення механізму адміністрування акцизного податку. Зокрема, важливі зміни відбулися у сфері обігу підакцизної продукції: з березня 2025 року в тестовому режимі були запроваджені електронні акцизні марки, які стануть обов'язковими у 2026 році. Також уряд [унормував податкові правила для виробників біоетанолу](#) з травня 2025 року з метою врахування максимальної продуктивності обладнання під час розрахунку акцизного податку.

Водночас чинником, що обмежуватиме ціновий тиск у цьому році, залишатиметься чинний мораторій на підвищення тарифів для населення на окремі послуги ЖКГ, що, як і раніше, стримуватиме адміністративну інфляцію у 2025 році. Проте з огляду на складний стан енергосистеми прогноз НБУ ґрунтується на припущенні щодо поступового коригування тарифів на послуги ЖКГ у наступних роках (детальніше – у розділі "Припущення та ризики прогнозу" на стор. 54). Це стане вагомим проінфляційним чинником, що утримуватиме адміністративну інфляцію на двознаковому рівні.

Зростання цін на пальне пришвидшилося до 9.9% р/р у березні порівняно з 4.8% р/р у грудні 2024 року. Така динаміка визначалася, зокрема, [черговим етапом підвищення акцизів](#) і високою волатильністю цін на світових сировинних ринках. Раннє потепління та початок весняно-польових робіт також дещо пошавили попит на пальне в березні, хоча [обсяги його реалізації в I кварталі 2025 року](#) залишалися нижчими порівняно як з попереднім кварталом, так і відповідним періодом минулого року. Додатковий тиск у бік підвищення цін на пальне зумовили ефекти від березневого послаблення обмінного курсу гривні до євро.

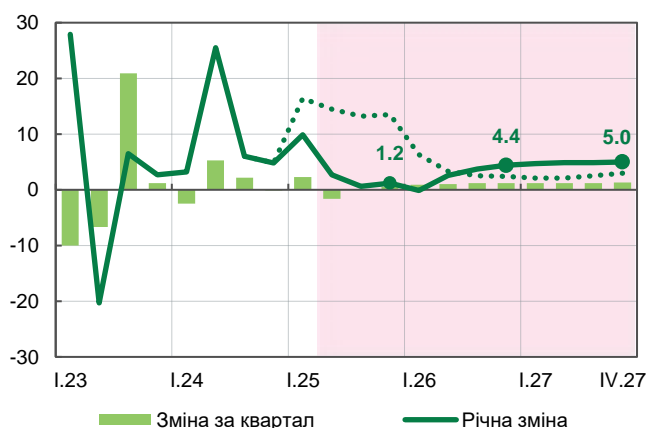
Однак загалом подорожчання пального виявилось нижчим, ніж очікувалося. Цьому, зокрема, сприяли достатність запасів та оптимізація логістики імпортованих поставок. Наприкінці березня роздрібні ціни на пальне знизилися слідом за гуртовими завдяки зменшенню вартості сировини. Параметри подальшої цінової корекції залежатимуть від динаміки світових цін, зокрема здешевлення нафти. Частково вплив цього чинника компенсуватиметься набуттям чинності [вимоги щодо обов'язкового додавання біоетанолу в автомобільні бензини з 1 травня 2025 року](#) з огляду на [націнку за додавання спирту у виробників](#).

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.

Прогноз зростання цін на пальне в поточному році переглянутий у бік зменшення через здешевлення нафти з огляду на охолоджувальний вплив торговельних протистоянь на світову економіку та врахування часткової абсорбції продавцями підвищення акцизного навантаження за рахунок маржі. У середньостроковій перспективі зниження світових цін на нафту частково компенсуватиме подальше збільшення акцизного навантаження. Це забезпечуватиме помірні темпи зростання цін на пальне (менше 5%) на прогнозованому горизонті, що стримуватиме інфляційний тиск, у тому числі за рахунок впливу на собівартість окремих товарів і транспортних послуг.

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

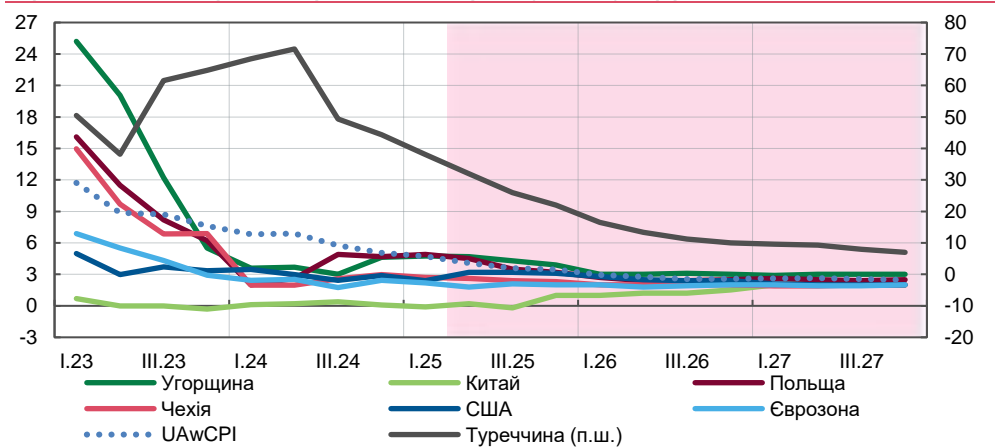
У I кварталі завдяки синхронному зниженню інфляції як у розвинених країнах, так і країнах ЕМ інфляційний тиск з боку країн – ОТП України послабився. Вагомими чинниками такої динаміки було зниження цін на енергію та сповільнення темпів підвищення заробітних плат, що стримувало зростання цін на послуги.

Очікується, що до кінця поточного року інфляційний тиск з боку країн – ОТП України зберігатиметься помірним, однак відновиться асинхронність інфляційних процесів в окремих країнах. Відносно слабкий світовий попит, високі ставки центральних банків на тлі безпрецедентної невизначеності, а також зниження світових цін на нафту під тиском надлишкової пропозиції та торговельних воєн зумовлюватимуть сповільнення інфляції в ОТП загалом. Натомість посилення торговельного протистояння у світі порушить роботу традиційних ланцюгів поставання і призведе до збільшення як виробничих витрат,

так і витрат на транспортування, що чинитиме проінфляційний тиск. Ураховуючи доволі успішний досвід перебудови таких ланцюгів у період пандемії, такий вплив припускається помірним.

Зростання інфляції в США відновиться внаслідок перенесення виробничих витрат на споживачів через відносно міцний ринок праці та високу залежність споживчого ринку від імпорту дешевих товарів широкого вжитку з Китаю, на які накладено високі імпорتنі мита. Додатковим чинником зростання інфляції буде ефект від перенесення на ціни стрімкої девальвації долара відносно кошика валют. Водночас висока інфляція в США, пришвидшення якої в більшості випадків історії експортувалося в решту країн світу, цього разу буде локальним процесом, і, зокрема, не чинитиме тиску на інфляцію в Україні.

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.

Натомість в Єврозоні інфляційний тиск від вищих імпортних тарифів буде відносно слабким. Зниження попиту змусило промислові компанії підтримувати низький рівень завантаженості потужностей протягом останніх кварталів. У I кварталі 2025 року він становив 77% як у Німеччині, так і в Єврозоні, що відповідає рівню, який раніше спостерігався лише в кризові періоди. Від’ємний розрив випуску суттєво стримуватиме інфляційний тиск. Додатковими чинниками низької інфляції буде більша схильність до заощаджень у Європі порівняно зі США, а також можливість додаткового надходження дешевшого імпорту від змін торговельних відносин.

Повернення ЦБ Туреччини до ортодоксальної монетарної політики сприятиме подальшому зниженню інфляції з високих рівнів на тлі послаблення внутрішнього попиту внаслідок політичних потрясінь. Проте девальвація ліри може стримати швидше наближення інфляції до цілі. Водночас Народний банк Китаю надалі вживатиме заходів для стимулювання економіки, що в умовах низьких рівнів інфляції дасть змогу запобігти розвитку дефляційного тренду. Такі дії на тлі фіскальних стимулів сприятимуть поживавленню споживання в умовах проведення структурних змін, що поступово підвищуватиме інфляцію до цілей ЦБ.

У наступні роки інфляційний тиск з боку країн – ОТП України поволі послабиться і надалі залишатиметься близьким до свого довгострокового рівноважного рівня. Вичерпання негативних ефектів від більшості шоків на тлі стабілізації ситуації на світових товарних ринках завдяки налагодженню роботи ланцюгів постачання й збалансуванню ринку праці утримуватиме ціни близькими до цілей ЦБ. Це обмежуватиме зовнішній ціновий тиск на внутрішню інфляцію в Україні.

Вставка 1. Точність макроекономічних прогнозів

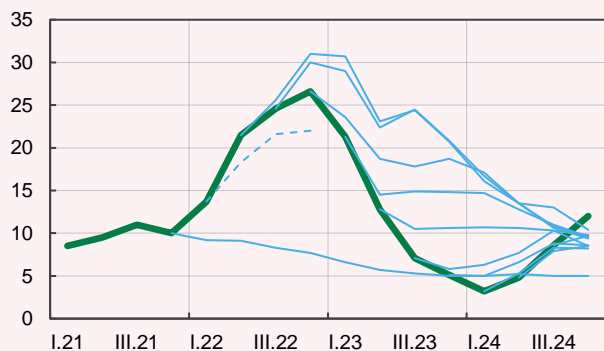
Якісні макроекономічні прогнози НБУ можуть зменшувати невизначеність і збільшувати довіру економічних агентів до монетарної політики. Для цього прогнози мають уникати систематичних помилок в один бік, враховувати взаємозв'язки між усіма секторами економіки і бути відносно точними, що означає у середньому на рівні або краще за інших організацій-прогнозістів.

За режиму гнучкого інфляційного таргетування оцінка точності прогнозів є так само важливим інструментом підзвітності та вдосконалення методів прогнозування, як і за умов традиційного ІТ. НБУ регулярно порівнює точність власних прогнозів з оцінками інших організацій за чотирма ключовими макроекономічними показниками: індексом споживчих цін (ІСЦ), валовим внутрішнім продуктом (ВВП), сальдо поточного рахунку та обліковою ставкою. Загалом влучність прогнозів НБУ впродовж 2019–2024 років була вищою за середній рівень серед усіх оцінюваних організацій.

У 2024 році реалізація окремих ризиків, спричинених шоками пропозиції на тлі повномасштабної війни, призводила до періодичної зміни вхідних припущень і перегляду прогнозів інфляції протягом року. Зростання інфляції зумовлювалося насамперед несприятливими погодними умовами, що відобразилися в зниженні врожаїв, а також посиленні фундаментального цінового тиску через зростання витрат бізнесу на сировину, електроенергію й оплату праці. Проінфляційним було і послаблення обмінного курсу гривні протягом першої половини 2024 року.

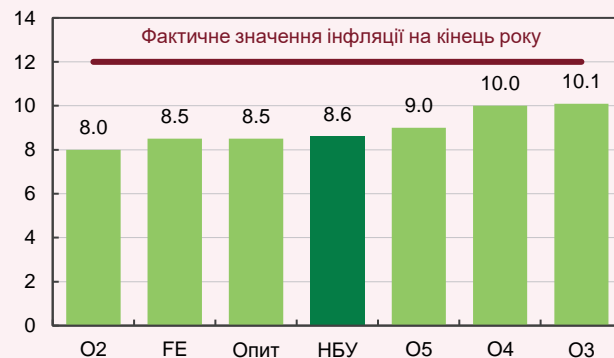
Водночас протягом року фактична інфляція була близькою до прогнозів НБУ, а відхилення відбулося через різке зростання цін у ІV кварталі. На початку 2024 року НБУ прогнозував, що річна споживча інфляція становитиме 8.6%, що було близьким до оцінок інших організацій. Проте за підсумками року інфляція сягнула 12% р/р і перевищила очікування всіх оцінюваних аналітичних установ.

Графік 1. Історія прогнозів: ІСЦ (2022–2024 роки), річна зміна на кінець періоду, %



Джерело: розрахунки НБУ.
Примітка: пунктиром виділено неопублікований квітневий прогноз НБУ 2022 року

Графік 2. Порівняння прогнозів інфляції на 2024 рік, що були зроблені у січні 2024 року, річна зміна на кінець року, %³



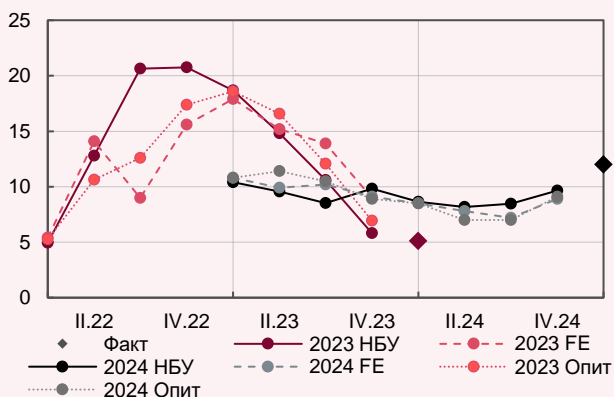
Джерело: розрахунки НБУ.

Прогнози інфляції НБУ в останні роки не мали чіткої систематичної зміщеності в один бік: у 2023 – першій половині 2024 року домінували дезінфляційні чинники, а в другому півріччі 2024 року стався потужний проінфляційний шок, пов'язаний із суттєвішим перенесенням на ціни підвищених витрат виробників. Проте НБУ заздалегідь передбачав розворот інфляційного тренду у 2024 році. Водночас у 2024 році прогнози НБУ здебільшого залишалися консервативнішими порівняно з консенсусними оцінками, хоча розбіжність була невисокою. Загалом влучність прогнозів інфляції НБУ за 2019–2024 роки (Adj.MAE) залишалася середньою

³ Тут і далі назви організацій, крім МВФ, знеособлені та замінені на O1–O8 (Міністерство економіки України, Сенс Банк, ICU, Dragon Capital, Райффайзен Банк, J.P. Morgan, ОТП Банк, Goldman Sachs), також представлені консенсусні прогнози [Focus Economics (FE), Consensus Economics (CE)] та опитування НБУ фінансових аналітиків (Опит.). Порядок організацій не відповідає послідовності розміщення організацій, зазначених на графіках.

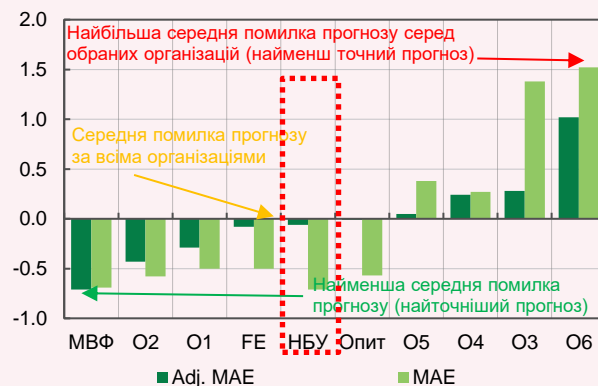
(графік 4). Серед нескоригованих помилок прогнозів інфляції (MAE) оцінки НБУ були найліпшими.

Графік 3. Історія прогнозів: ІСЦ (на 2023–2024 роки), річна зміна на кінець року, %



Джерело: розрахунки НБУ.

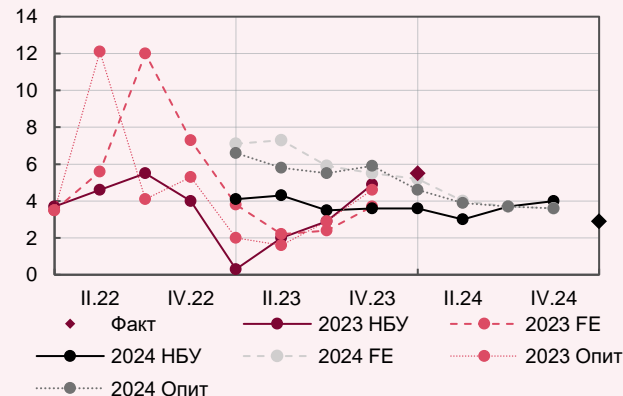
Графік 4. Рейтинг прогнозів: ІСЦ (2019–2024 роки), річна зміна на кінець року, %⁴



Джерело: розрахунки НБУ.

Офіційні прогнози НБУ щодо зміни реального ВВП у 2024 році здебільшого були консервативнішими (нижчими) порівняно з консенсусними оцінками і виявилися доволі близькими до офіційного показника ДССУ (2.9% р/р). Використання традиційних методів прогнозування, зокрема окремих моделей наукастингу, ускладнювалося високим рівнем невизначеності та браком оперативних статистичних даних в умовах повномасштабної війни. Для підвищення точності прогнозів економічної активності НБУ розробив методи оцінки, що використовують [альтернативні загальнодоступні дані](#).

Графік 5. Історія прогнозів: реальний ВВП (на 2023–2024 роки), % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 6. Рейтинг прогнозів: реальний ВВП (2019–2024 роки), % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

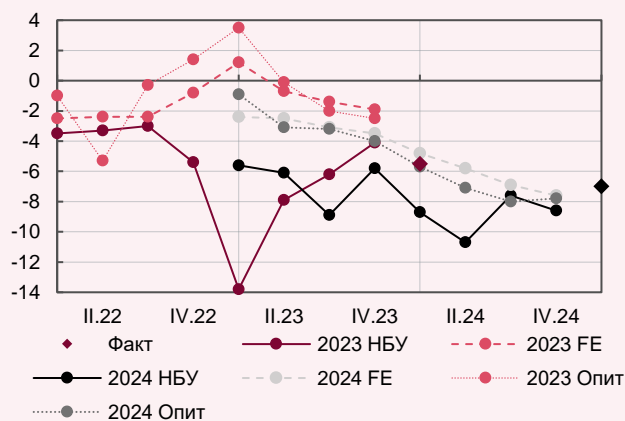
У 2024 році, прогнози НБУ не містили суттєвих систематичних відхилень, незважаючи на масштаб невизначеності та нових шоків в умовах війни. За точністю прогнозу ВВП у 2019–2024 роках НБУ посів вищу за середню позицію серед оцінюваних організацій, а серед нескоригованих помилок прогнозів НБУ зайняв друге місце в рейтингу.

Прогнози НБУ щодо поточного рахунку платіжного балансу у 2024 році були більш песимістичними порівняно з консенсусними. Зміна прогнозів упродовж 2023–2024 років зумовлювалася насамперед переглядом припущень щодо обсягів

⁴ Рейтинг розроблявся на підставі середніх абсолютних помилок прогнозу (mean absolute error, MAE) та їх значень, скоригованих на тривалість періоду прогнозування (Adjusted MAE, Adj.MAE). Нульові значення на графіках означають, що помилки прогнозу конкретної організації відповідають середнім помилкам прогнозу всіх організацій, додатні значення – середні помилки прогнозу конкретної організації є більшими за середній рівень помилок усіх прогнозів, від'ємні – нижчими.

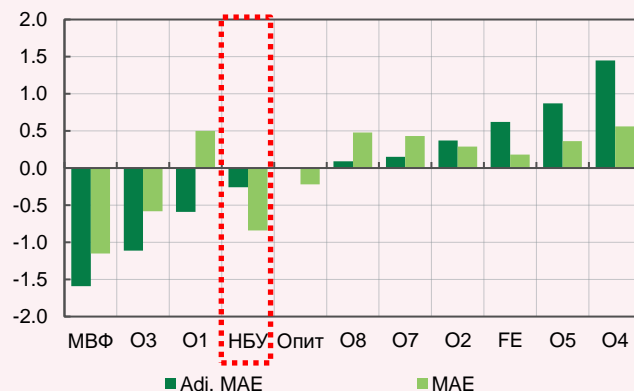
зовнішнього фінансування у вигляді грантів. Також під час розроблення прогнозів поточного рахунку НБУ консервативно підходив до оцінок ефектів від пом'якшення валютних обмежень. Фактичне значення поточного рахунку у 2024 році виявилось досить близьким як до прогнозів НБУ, так і до останніх консенсусних. Точність прогнозів НБУ щодо сальдо поточного рахунку на 2019–2024 роки загалом була ліпшою за консенсусні прогнози, а також вищою за середню з-поміж інших організацій. Прогнози НБУ без урахування часового ефекту були другими в рейтингу за точністю серед організацій-прогнозістів.

Графік 7. Історія прогнозів: сальдо поточного рахунку (на 2023–2024 роки), % ВВП



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 8. Рейтинг прогнозів: сальдо поточного рахунку (2019–2024 роки), % ВВП

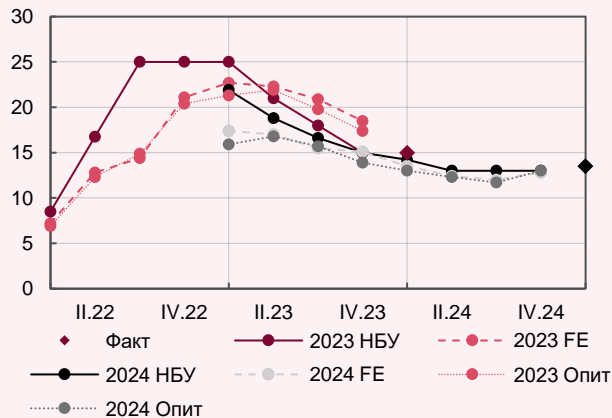


Джерело: розрахунки НБУ.

Протягом 2023–2024 років НБУ переважно переглядав прогнози облікової ставки на кінець 2024 року в бік зниження (див. графік 9). Цьому сприяли стрімке сповільнення інфляції до середини 2024 року, сприятлива ситуація на валютному ринку і поліпшення перспектив отримання зовнішнього фінансування. Слідом за НБУ свої очікування щодо ключової ставки коригували й інші учасники ринку. Точність прогнозів НБУ щодо облікової ставки традиційно була вищою, ніж в інших організацій-прогнозістів (див. графік 10). За скоригованими помилками точність прогнозів НБУ щодо ключової ставки у 2019–2024 роках залишалася однією з найліпших серед усіх прогнозістів, а за нескоригованими – найліпшою.

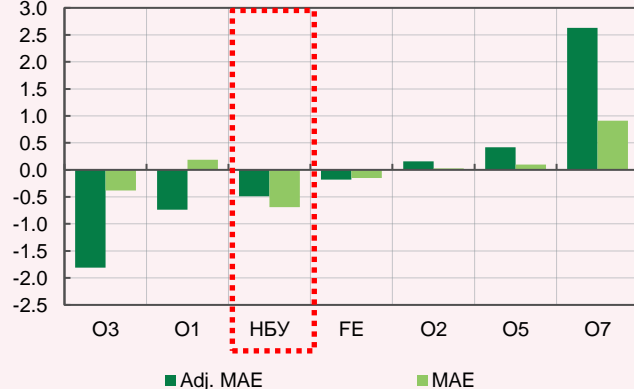
Отже, точність прогнозів НБУ щодо основних макроекономічних показників у 2024 році залишалася вищою за середню серед оцінок аналітичних організацій. Водночас прогнози центрального банку загалом залишалися консервативнішими, оскільки помилки в проведенні монетарної політики мають асиметричний вплив на економіку.

Графік 9. Історія прогнозів: ключова ставка (на 2023–2024 роки), на кінець року, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 10. Рейтинг прогнозів: ключова ставка (2019–2024 роки), на кінець року, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Відкритість НБУ в публікації власних прогнозів є важливим елементом його підзвітності та сприяє підвищенню якості аналітичної підтримки рішень з монетарної політики. Попри тривалу повномасштабну війну, НБУ залишається відкритим та регулярно публікує макроекономічні прогнози для зменшення рівня невизначеності як для осіб, що ухвалюють рішення, так і для інших економічних агентів. Регулярний аналіз характеристик прогнозів заохочує до вдосконалення внутрішніх моделей та методів прогнозування. Зокрема, наразі НБУ працює над розвитком Квартальної прогнозної моделі (детальніше – у вставці "КПМ+: оновлена квартальна прогнозна модель для аналітичної підтримки рішень із монетарної політики" на стор. 50).

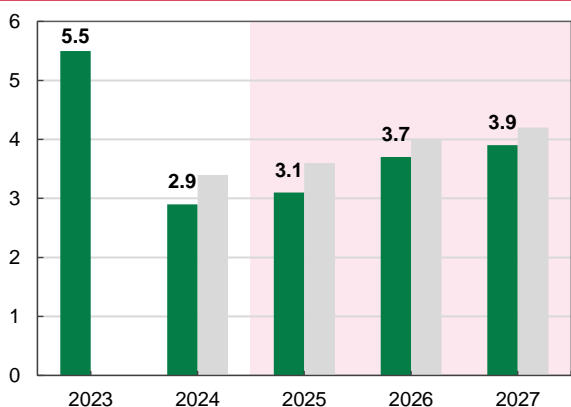
Розділ 2. Економічний розвиток

- Зростання економіки у 2025 році триватиме з огляду на очікуване нарощування врожаїв, зменшення дефіциту е/е та значні оборонні замовлення. З боку попиту воно підтримуватиметься інвестиціями у відновлення та стійким споживанням. Проте зростання залишатиметься обмеженим (3.1% цього року після 2.9% торік) через наслідки війни, зокрема дефіцит робочої сили та пошкодження газової інфраструктури, та ефекти торговельних протистоянь у світі.
- У 2026–2027 роках зростання реального ВВП пришвидшиться до 3.7–3.9% завдяки збільшенню інвестицій у відбудову, відновленню виробництва і інфраструктури, а також стійкості споживчого попиту.
- ВВП є близьким до свого потенційного рівня, тож подальші темпи економічного зростання залежатимуть передусім від нарощування факторів виробництва (на тлі інвестицій у основний капітал і міграційних процесів) та підвищення їхньої сукупної продуктивності. Розрив ВВП залишатиметься близьким до нуля на прогнозованому горизонті з огляду на комбінацію обережного пом'якшення монетарних умов у міру наближення інфляції до цілі та поступової фіскальної консолідації.

У 2025 році, попри повномасштабну війну, зростання економіки триватиме завдяки збільшенню врожаїв і зменшенню дефіциту е/е. А надалі – завдяки швидшому відновленню виробництва та поживленню внутрішнього попиту

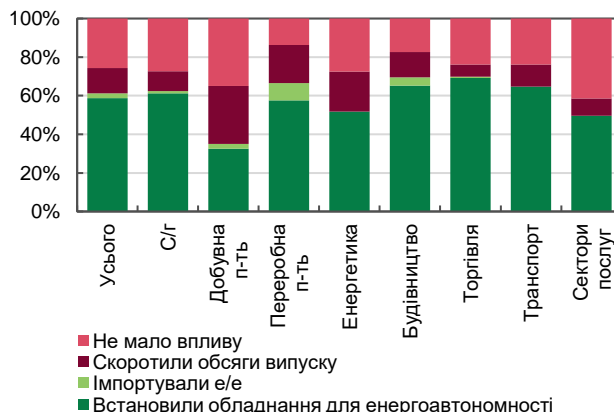
У I кварталі 2025 року, за оцінками НБУ, реальний ВВП зріс на 0.5% р/р. Вагомим чинником зростання економіки стало переважно стабільне постачання е/е. Так, у I кварталі 2025 року дефіцит е/е був меншим, ніж очікувалося, завдяки теплій погоді та швидким ремонтам потужностей і інфраструктури. Вагомий внесок мала й подальша адаптація підприємств до перебоїв з енергопостачанням, зокрема розбудова розподіленої генерації та встановлення обладнання для енергоавтономності, а також імпорту е/е, про що свідчать результати опитувань підприємств. У результаті в I кварталі ділові очікування поліпшилися в переважній більшості видів економічної діяльності, а ІДО зріс до 108.2% (порівняно з 101.8% у IV кварталі 2024 року).

Графік 2.1. Реальний ВВП, % р/р



* Сірі стовпчики – попередній прогноз.
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2. Реакція підприємств на енергодефіцити за видами діяльності, % відповідей*



* Опитування проведено в лютому 2025 року.
Джерело: НБУ.

Стабільна енергетична ситуація підтримала роботу низки підприємств, зокрема промисловості. Високі потреби у виробництві озброєнь і будівництві укріплень сприяли завантаженню потужностей металургійних і машинобудівних підприємств, а підготовка до весняної посівної – нарощуванню виробництва добрив. Зростали й окремі напрями тваринництва на тлі поживлення експорту низки видів продукції.

Водночас дефіцит с/г сировини через низькі минулорічні врожаї стримував роботу харчової промисловості й транспорту, зокрема експортних перевезень. Руйнування газовидобувних потужностей унаслідок обстрілів рф призвело як до падіння видобутку газу в I кварталі, так і до зростання потреби в його імпорті. Дефіцит працівників також обмежував зростання економіки.

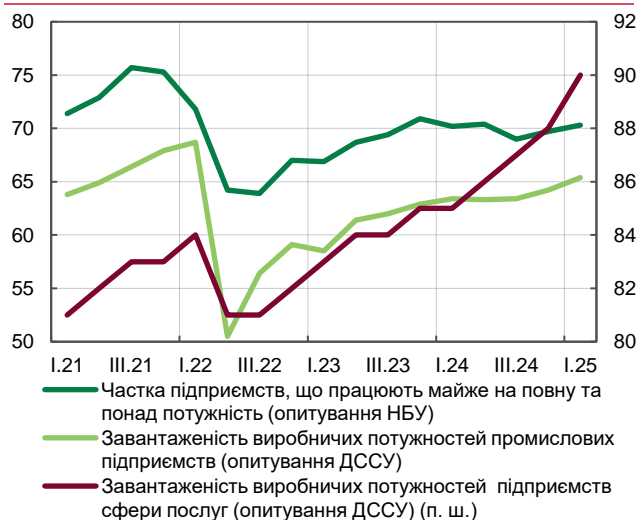
Зростання ВВП у 2025 році залишатиметься стриманим. Його гальмуватимуть наслідки війни, зокрема дефіцит на ринку праці, у тому числі через збереження від'ємного сальдо міграції, посилення обстрілів і руйнування газової інфраструктури, що збільшуватиме залежність від імпорту, а також негативні ефекти торговельних протистоянь у світі. Два останніх чинники зумовили погіршення прогнозу зростання реального ВВП у 2025 році до 3.1% (порівняно з 3.6% в Інфляційному звіті за січень 2025 року).

Надалі зростання ВВП пришвидшиться завдяки поживленню інвестиційної й споживчої активності на тлі поступової нормалізації економічних умов та пришвидшення євроінтеграційних процесів. Зростанню економіки сприятимуть інвестиції у відбудову пошкоджених потужностей, зокрема енергетичних, зниження дефіциту е/е, подальше збільшення врожаїв, а також оптимізація логістики. Зниження інфляції сприятиме поліпшенню інвестиційних і споживчих настроїв. Проте економіка завершила етап швидкого відновлення після початкового шоку повномасштабного вторгнення. Відповідно реальний ВВП наблизився до свого потенційного рівня, тому темпи його зростання на прогнозному горизонті будуть стриманими і пришвидшаться лише в разі впровадження масштабних інвестиційних проєктів чи стрімкого повернення мігрантів до країни (детальніше – у розділі "Припущення та ризики прогнозу" на стор. 54).

На прогнозному горизонті ВВП буде близьким до потенційного рівня, що обмежуватиме інфляційний тиск

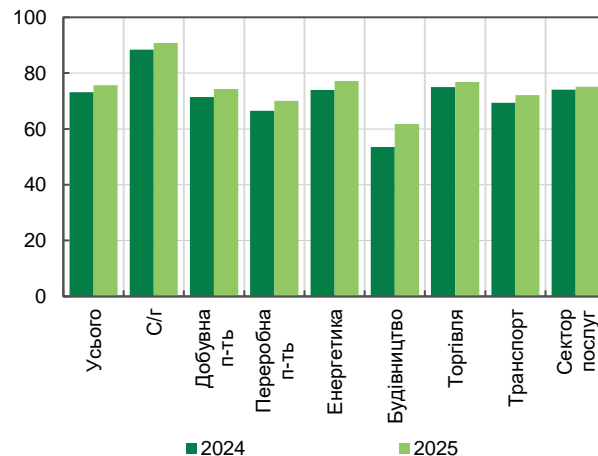
Згідно з результатами опитувань підприємств, завантаженість наявних виробничих потужностей у I кварталі 2025 року надалі зростала. Підприємства очікують збереження такої тенденції протягом 2025 року. Завантаженість промислових підприємств є близькою до рівня першої половини 2021 року, а підприємств сфери послуг – найвищою з початку опитувань у 2017 році. Результати опитувань і зниження рівня безробіття свідчать про інтенсивне залучення виробничих факторів та стійкий споживчий попит. Рекордне завантаження потужностей підприємств сфери послуг є насамперед відображенням обмеженої пропозиції на ринку праці, тобто браку персоналу, оскільки для сектору послуг праця є більш важливою складовою, ніж капітал.

Графік 2.3. Індикатори завантаження виробничих потужностей



Джерело: НБУ, ДССУ.

Графік 2.4. Рівень завантаження виробничих потужностей за видами діяльності, %*



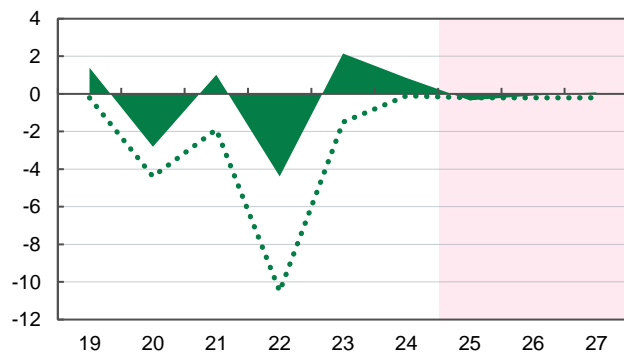
* Опитування проведено в лютому 2025 року.
Джерело: НБУ.

Потенційний ВВП зростатиме темпами близько 4% на рік і стримуватиметься браком приросту наявного населення на тлі складної міграційної ситуації та помірними темпами накопичення основного капіталу. Найбільший внесок у зростання потенційного ВВП забезпечуватиме продуктивність виробництва. У середньостроковій перспективі нарощуванню останньої сприятиме євроінтеграція, яка заохочуватиме поширення технологій і приплив іноземних інвестицій.

Розрив ВВП залишатиметься близьким до нуля. Цього року монетарна політика стримуватиме проінфляційні ефекти споживчого попиту на тлі досі високих державних видатків. Надалі скорочення фіскального стимулу з боку державного сектору компенсуватиметься нарощуванням приватних інвестицій та стійким зростанням споживання. Окрему роль у цьому відіграватиме поступове пом'якшення монетарних умов у міру наближення інфляції до 5% цілі.

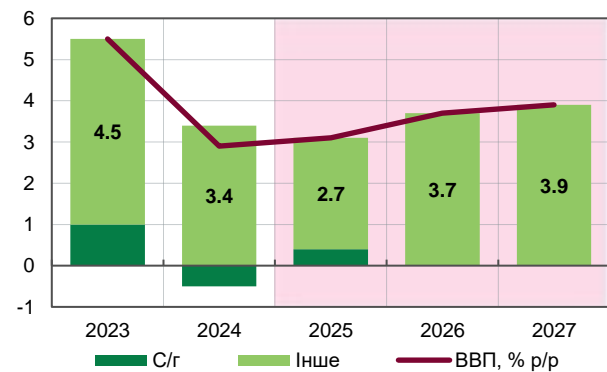
Суттєва зміна оцінок розриву ВВП у 2019–2024 роках пов'язана з переходом до версії КПМ+ (детальніше – у вставці 6 "КПМ+: оновлена квартальна прогнозна модель для аналітичної підтримки рішень із монетарної політики" на стор. 51). Зокрема, менший від'ємний розрив у 2022 році консистентний з більшим падінням потенційного ВВП (вищі оцінки втрат виробничих потужностей) та меншим дезінфляційним тиском. Відкриття у 2023 році додатного розриву ВВП є відображенням сприятливих погодних умов та високого врожаю. Дезінфляційний вплив значної пропозиції с/г продукції переважив проінфляційні ефекти високого сукупного попиту, тож інфляція загалом знижувалася. Зазначене підтверджується обрахунком внесків с/г в темпи зростання реального ВВП. У 2023 році висока врожайність зернових та овочевих культур сприяла значному зростанню доданої вартості с/г та стрімкому зниженню інфляції сирих продовольчих товарів. Натомість у 2024 році через відносно слабкий урожай внесок с/г був від'ємним, тож додатний розрив ВВП був однією з причин зростання інфляції.

Графік 2.5. Розрив ВВП, % потенційного ВВП



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.
Примітка: оновлені оцінки проведено за допомогою версії КПМ+.

Графік 2.6. Внесок с/г в зростання реального ВВП, в.п

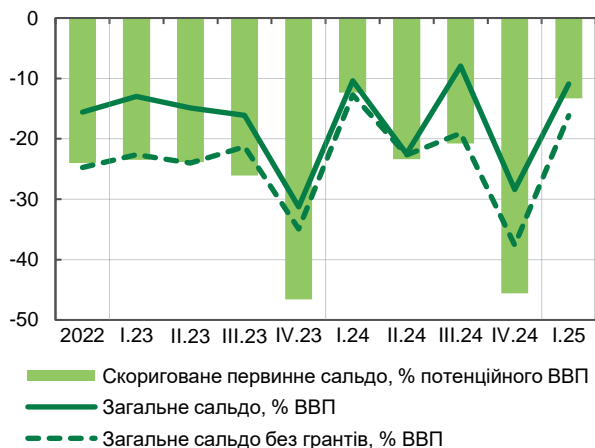


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Бюджетні стимули залишатимуться вагомим чинником підтримки економічного зростання, проте поступово замінюватимуться приватним сектором

У I кварталі 2025 року високі видатки бюджету й надалі підживлювали сукупний попит. На відміну від початку попереднього року ресурсів було достатньо для фінансування високих дефіцитів. Циклічно скоригований первинний дефіцит і дефіцит зведеного бюджету були незначно більшими, ніж торік, що свідчило про відносно м'яку фіскальну політику. Доходи зведеного бюджету без урахування грантів у I кварталі зросли (приблизно на 33% р/р за оцінками НБУ) насамперед за рахунок підвищення низки податкових ставок у 2024 році. Також важливим джерелом бюджетних ресурсів була міжнародна підтримка, що сприяло накопиченню урядом значної валютної ліквідності. Це дало змогу збільшити видатки зведеного бюджету в I кварталі (на понад 36% р/р за оцінками НБУ), які на початку року спрямовувалися насамперед на фінансування потреб обороноздатності, соціальні програми та проєкти відновлення.

Графік 2.7. Сальдо СЗДУ за різними вимірами*



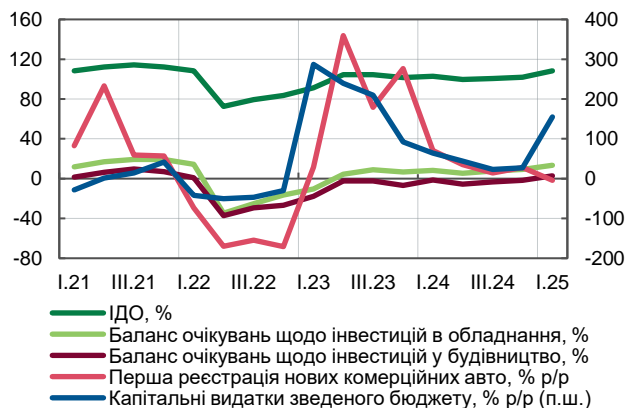
* Загальне сальдо – сальдо зведеного бюджету з урахуванням позичок ПФУ. Скориговане первинне сальдо – різниця між с/с доходами, у структурі яких податкові надходження скориговано на циклічні зміни ВВП, та с/с первинними видатками. Із доходів вираховано одноразові надходження. Від’ємне значення означає м’яку політику. ВВП 2025 року – оцінка НБУ.

Джерело: ДКСУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Високі обсяги грошового забезпечення військових і витрати на соціальні програми разом із плановою індексацією пенсій, а також подальше підвищення заробітних плат підтримували стійкий споживчий попит. Останній був вагомим чинником подальшого відновлення торгівлі та секторів послуг.

Державні вкладення у військові та пов’язані з ними проєкти (виробництво зброї і будівництво інженерно-технічних споруд), проєкти відбудови (у тому числі компенсації населенню за пошкоджене чи втрачене майно) були вагомим джерелом зростання інвестицій. Зростали і приватні інвестиції, зокрема в будівництво комерційної та складської нерухомості, енергоавтономність.

Графік 2.9. Окремі індикатори* інвестиційного попиту

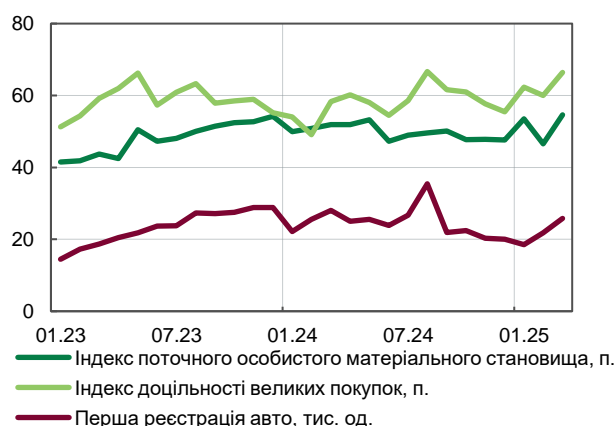


* Капітальні видатки зведеного бюджету в I кварталі 2025 року – за січень-лютий 2025 року порівняно з січнем-лютим 2024 року.

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

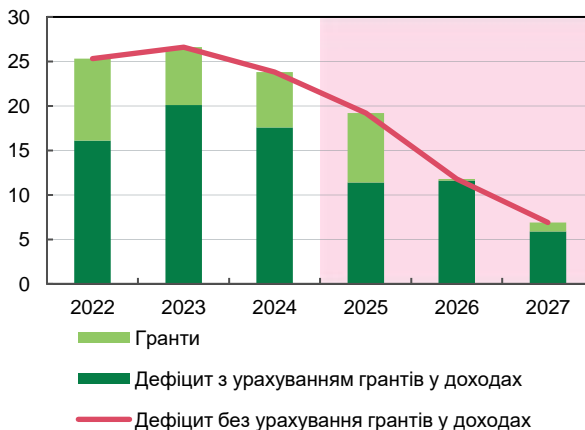
Державний сектор стимулюватиме економічний розвиток і в наступні роки. Фінансування насамперед спрямовуватиметься на підтримку оборонного потенціалу, реалізацію проєктів відновлення та розбудови інфраструктури, а також соціальний захист та запити гуманітарної сфери. Зважаючи на значні оборонні потреби у 2025 році, очікується, що бюджетний дефіцит залишиться відносно високим (19% ВВП), що підтримуватиме економічну активність як у державному, так і в приватному секторах економіки. У 2026–2027 роках дефіцит бюджету надалі скорочуватиметься (близько 12% ВВП у 2026 році та 7% у 2027 році) за рахунок обмеження державних видатків і зміцнення внутрішньої ресурсної бази, що стимулюватиме зростання доходів.

Графік 2.8. Окремі індикатори споживчого попиту



Джерело: Info Sapiens, Укравтопром.

Графік 2.10. Дефіцит зведеного бюджету, % ВВП



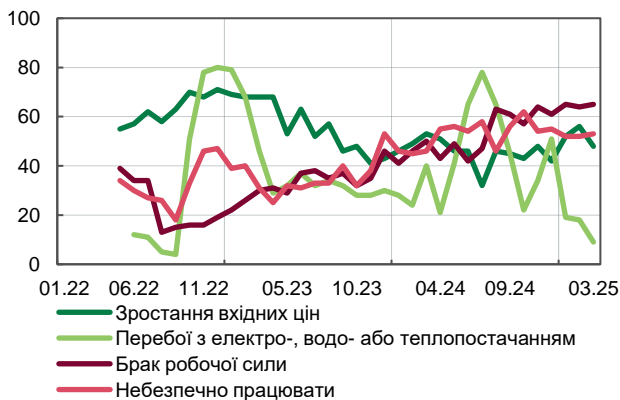
Джерело: ДКСУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Тож бюджетні стимули поступово вичерпаються, що компенсуватиметься посиленням ролі приватного сектору в умовах нормалізації економічних процесів. Зростатимуть приватні інвестиції у відбудову пошкодженої інфраструктури, відновлення виробничих потужностей, відкладену модернізацію активних виробництв. Цьому сприятиме збільшення можливостей залучення капіталу на тлі пришвидшення євроінтеграційних процесів. Переформатування глобальної торгівлі відкриває можливості перед українським бізнесом щодо інтеграції в нові логістичні та виробничі ланцюги, відкриття нових ринків (детальніше – у розділі "Припущення та ризики прогнозу" на стор. 55).

Тиск на ринку праці поступово пом'якшується, проте диспропорції зберігатимуться на прогнозному горизонті, що обмежуватиме темпи економічного зростання

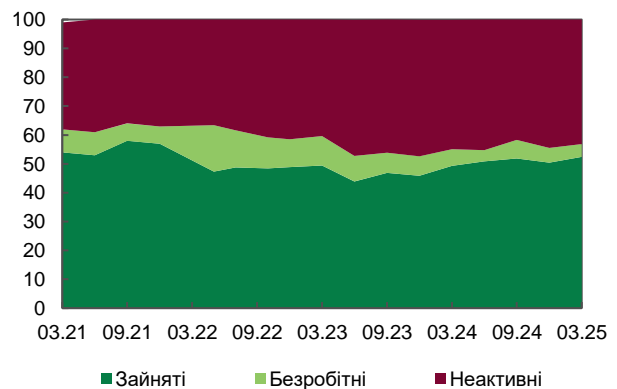
У I кварталі 2025 року і попит, і пропозиція робочої сили на ринку праці зростали: збільшилася як кількість вакансій, так і резюме порівняно з I кварталом 2024 року⁵. Свідченням зростання пропозиції праці було й збільшення участі в робочій силі згідно з опитуваннями ДГ: у I кварталі 2025 року частка економічно активного населення серед респондентів зросла порівняно з I кварталом 2024 року. Водночас завдяки високому попиту на робочу силу зменшилася частка безробітних і зросла частка зайнятих (до найвищого рівня за час повномасштабного вторгнення). Підприємства також активізували зусилля із залучення до ринку праці тих осіб, які раніше були менш представленими на ньому: студентів, пенсіонерів, осіб з інвалідністю, ветеранів⁶. У результаті пом'якшилася проблема браку працівників, яка насамперед пов'язана з наслідками війни (міграція, мобілізація, посилення диспропорцій на ринку праці). Проте вона залишалася значною, зокрема на тлі подальшого міграційного впливу⁷, та стримувала діяльність підприємств і зростання випуску. Збереження значного дефіциту кадрів підживлювало зростання зарплат, доходи населення та відповідно сукупний попит.

Графік 2.11. Основні перешкоди для ведення бізнесу у воєнний час, % відповідей



Джерело: ІЕД.

Графік 2.12. Структура участі в робочій силі згідно з опитуваннями, % відповідей



Джерело: InfoSapiens, розрахунки НБУ.

Зростання попиту на працівників на тлі обмеженої пропозиції зумовлюватиме подальше скорочення рівня безробіття нижче 10% до кінця прогнозного періоду. Однак цей процес стримуватимуть диспропорції на ринку праці внаслідок змін у структурі економіки, зовнішня та внутрішня міграція, мобілізаційні й демобілізаційні процеси, нерівномірне за регіонами та галузями відновлення, що відобразатиметься в обмеженій пропозиції робочої сили відповідної кваліфікації. Диспропорції посилюватимуться повільним поверненням мігрантів в Україну

⁵ За даними work.ua, середньоквартальна кількість нових резюме більша на 18.7% р/р, нових вакансій – на 12.9% р/р.

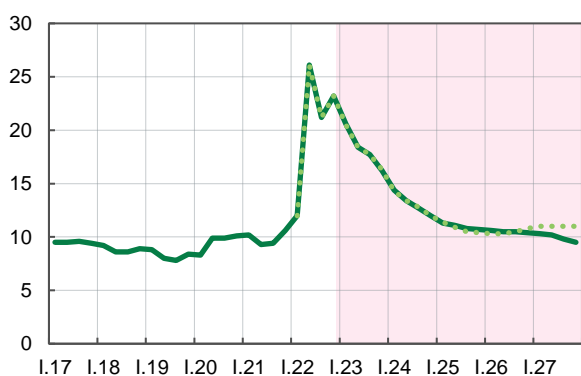
⁶ За даними work.ua, у I кварталі 2025 року в 24% вакансій було зазначено, що працедавець бере на роботу студентів, 12% – осіб з інвалідністю та 6% – пенсіонерів.

⁷ За даними ООН, упродовж I кварталу 2025 року кількість українських мігрантів зросла більш, ніж на 100 тис. – до 6.9 млн. осіб станом на середину березня 2025 року.

(детальніше – у розділі "Припущення та ризики прогнозу" на стор. 55) через їхню адаптацію до життя за кордоном і майбутнім посиленням трудової міграції.

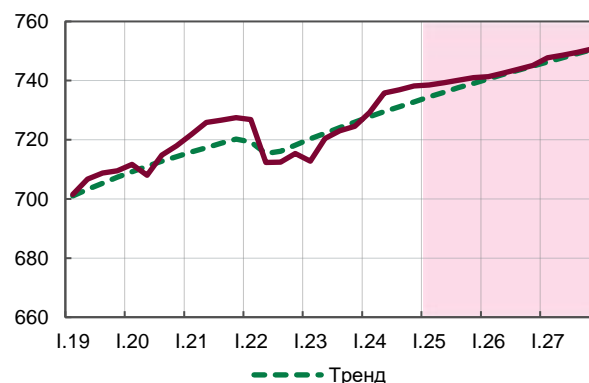
Невідповідності між попитом і пропозицією кваліфікованої робочої сили в умовах похваллення економічної активності зумовлюватимуть подальше підвищення зарплат у приватному секторі. Це матиме найбільший проінфляційний ефект у поточному році. Проте він поступово вщухатиме разом з уповільненням темпів зростання заробітних плат на прогнозованому горизонті через поступове вирівнювання дисбалансів на ринку праці.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.14. Реальна зарплата, рівень (логарифми)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Посилення торговельного протистояння стримає зростання окремих країн – ОТП, однак може відкрити можливості для українського експорту

Випереджаючі [індикатори](#) демонстрували ознаки поступової синхронізації зростання економік країн–ОТП України в I кварталі 2025 року завдяки стабільності сектору послуг і поступовому відновленню промисловості, зокрема в Євросоні та Китаї. Додатковим чинником було пришвидшення зростання [міжнародної торгівлі](#) напередодні потенційних тарифних заходів з боку США. Поліпшення внутрішнього попиту сприяло [нарощуванню](#) виробництва споживчих товарів і товарів проміжного споживання. Винятком є США, де зростання промисловості призупинилося через підвищення виробничих витрат, насамперед на сталь і алюміній, і невизначеність наступних дій уряду, що підтвердило негативний вплив запровадження імпорتنих мит. Натомість ділові очікування в країнах – ОТП погіршилися через зростання занепокоєння щодо порушення світових торговельних потоків. Це призвело до сповільнення зростання нових експортних замовлень і зниження рівня зайнятості.

На початку квітня торговельне протистояння стрімко загострилося. Мита похитнули світовий торговий порядок, який зберігався десятиліттями, що відобразилося в перегляді в бік погіршення очікувань щодо економічної активності в окремих країнах – ОТП України. Додатковим чинником останнього є очікуване зниження продуктивності праці в галузях, які захищає держава від іноземної конкуренції, про що свідчать експертні дослідження, зокрема [Кляйн і Мейснер \(2025\)](#) та [Фурсері та інші \(2019\)](#). Унаслідок агресивного захисту вітчизняної промисловості ринок зазвичай заповнюється менш продуктивними фірмами, а зменшення конкуренції усуває стимули для вітчизняних фірм інвестувати в підвищення ефективності, водночас скорочення міжнародної співпраці й обміну знаннями знижує можливості для технологічного прогресу.

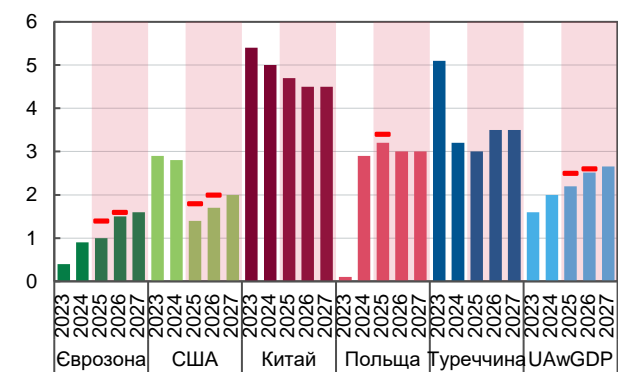
Очікується, що зовнішній попит сповільниться в найближчій перспективі, але в міру пристосування до нових викликів зростання нормалізується у 2026 році та триватиме у 2027 році. Промисловий сектор найбільше постраждає від переформатування світової торгівлі, однак завдяки фіскальним стимулам швидко відновлюватиметься. Натомість уповільнення зростання сектору послуг буде менш відчутним завдяки все ще міцному ринку праці.

Графік 2.15. Індекс невизначеності торговельної політики*



* На основі текстового аналізу новин. Методологія розрахунку TPU описана у [Caldara et al. \(2020\)](#), EPU – у [Baker et al. \(2016\)](#). Джерело: [вебсайт](#) Matteo Iacoviello, [вебсайт](#) EPU.

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



■ – попередній прогноз.
 Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Економіка Китаю, на яку націлене найбільше тарифне навантаження США, відчуватиме негативний вплив насамперед через серйозні перебої в експортних секторах. Однак такий вплив може бути пом'якшений завдяки заходам з коригування валютного курсу, скорочення витрат (зокрема логістичних) експортерами та імпортерами, зменшення норми прибутку та переорієнтації експорту, орієнтованого на США, на інші ринки. Протягом останніх кількох років Китай дедалі більше диверсифіковував свої експортні ринки, розширюючи присутність у таких регіонах, як Латинська Америка, Близький Схід та росія, які, як очікується, потенційно можуть поглинути додаткові обсяги експорту. Тому Китай збереже високі обсяги експорту навіть на тлі ескалації торговельної напруженості. Крім того, у березні Китай оприлюднив [план](#), що містить структурні зміни щодо переорієнтації економіки від експортоорієнтованої на орієнтовану на внутрішнє споживання. План є доповненням до попередніх заходів, зокрема програми [Trade-in](#) для споживчих товарів, яка була запроваджена у 2024 році й розширена у 2025 році, та передбачає збільшення доходів домогосподарств і зменшення фінансового тягаря. Підтримка фіскальної та монетарної політики, а також очікуваний стійкий споживчий попит допоможуть компенсувати зовнішні негативні чинники, попри наявні проблеми у сфері нерухомості. Ураховуючи, що торговельна війна між США та Китаєм була очікуваною, прогноз зростання економіки Китаю залишається без змін. Темпи росту ВВП поволі сповільнюватимуться та стабілізуються на рівні 4.5% у середньостроковій перспективі.

Підвищена невизначеність і зростання тарифів, що вже відбулося, також гальмуватимуть економічну активність Єврозони. У результаті припущення щодо зростання ВВП у 2025 році було погіршено до 1%. Такі сектори, як автомобілебудування і високотехнологічне виробництво, де вагому роль відіграє насамперед Німеччина, зіткнуться зі скороченням експортного попиту. Однак історичний відхід [Німеччини](#) від попередньої позиції жорсткої бюджетної економії та збільшення військових й інфраструктурних витрат дасть змогу німецькій економіці помірно відновитися. В умовах дії програми нарощування військового потенціалу ЄС [ReArm](#) це підтримає ринок робочої сили Єврозони, сприятиме підвищенню продуктивності й загалом економічному зростанню об'єднання. Крім того, збільшення витрат забезпечить необхідний поштовх до зростання інвестицій, підвищить споживчу довіру і сприятиме поживленню попиту. Додатковими чинниками останнього будуть відносно низькі рівні інфляції та пом'якшення монетарної політики, що підтримають споживання. Очікується, що зростання економіки Єврозони поживавиться до 1.5–1.6% р/р у 2026–2027 роках відповідно. [Фіскальний імпульс](#) триватиме і після 2026 року, що також підвищить темпи зростання в середньостроковій перспективі. Фіскальне стимулювання в країнах ЄС на тлі поступового поживлення економіки Єврозони підтримуватиме

зростання економік країн ЦСЄ. Додатковим чинником буде використання ними коштів ЄС у межах [фінансових програм на 2021–2027 роки](#).

Тарифи США, контрзаходи третіх країн та невизначеність політики гальмують зростання економіки самих США, насамперед через підвищення виробничих витрат. Очікується, що перекладення частини додаткових витрат на споживачів призведе до суттєвого зростання інфляції. Це зі свого боку спричинить скорочення споживчих витрат, на які припадає близько 70% економіки США, зниження продажів і зростання безробіття. Малий бізнес, який переважно покладається на товари та компоненти з Китаю, буде надзвичайно вразливим до підвищення мит. Водночас компанії-гіганти можуть шукати альтернативні виробничі бази. Крім того, контрзаходи Китаю призвели до загрози припинення поставок матеріалів, від яких залежить оборонний і технологічний сектори США. Проте сфера послуг зберігатиметься відносно стійкою, а фіскальна політика підтримає економіку (очікується, що указ 2017 року про [зниження податків](#), термін дії якого спливає цього року, стане постійним). Отже, у базовому сценарії прогнозу передбачається, що економіка США здійснить "м'яку посадку", уникнувши рецесії в поточному році, а надалі темп її зростання пришвидшиться.

У 2026–2027 роках зростання в країнах–ОТП помірно поживавиться на тлі стійкого приватного споживання, пом'якшення фінансових умов і впливу від збільшення державних видатків. Додатковим чинником буде відносна стійкість світової торгівлі завдяки її високій гнучкості. Так, більшість країн і надалі розглядають торгівлю як ключовий чинник економічного зростання, а торговельні бар'єри США можуть лише зміцнити зв'язки між іншими країнами. Так, частка США⁸ у світовому імпорті на кінець 2024 року становила 13%, а частка експорту – 9%. Цього достатньо для суттєвого впливу США на інші країни, але недостатньо, щоб в односторонньому порядку визначати майбутнє світової торгівлі. У результаті окремі країни отримують нові можливості від переформатування світової торгівлі, зокрема й Україна (детальніше – у вставці "Тарифна політика США – *carpe diem*" на стор. 29).

У 2025 році зберігатиметься високий від'ємний внесок чистого експорту в зростання ВВП. Надалі він знизиться в умовах меншої потреби в енергоносіях, вищих урожаїв та поживлення зовнішнього попиту

У I кварталі від'ємний внесок чистого експорту в зростання ВВП відчутно збільшився насамперед за рахунок падіння експорту товарів і послуг. Основною причиною була висока база порівняння минулого року, коли завдяки повноцінній роботі морського коридору активно вивозилися запаси як с/г культур, так і продукції ГМК. Крім того, дефіцит сировини на внутрішньому ринку через слабкий урожай 2024 року призвів до падіння експорту соняшникової олії. Також через припинення транзиту газу скоротився й експорт послуг.

Водночас зростання імпорту тривало. Так, дефіцит е/е зумовив подальше нарощування закупівель енергообладнання та електроенергії. На динаміці імпорту позначилися й обстріли газової інфраструктури: збільшився імпорт газу та добрив, виробництво яких суттєво скоротилося. Завдяки стабільній виручці аграріїв у попередні періоди зросли і закупівлі іншої продукції аграрного призначення: ЗЗР та аграрної техніки. Натомість імпорт послуг надалі скорочувався в умовах подальшої втрати резидентності вимушеними мігрантами.

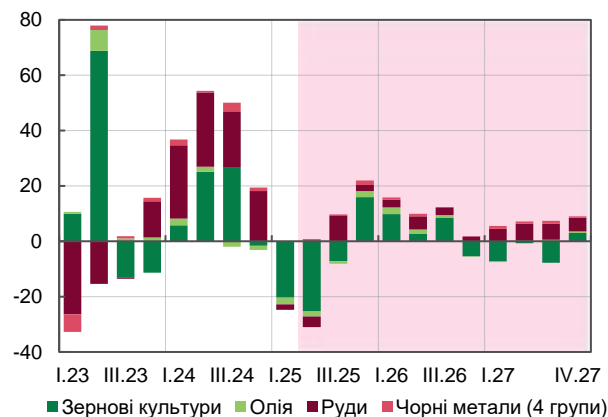
Загалом у 2025 році очікується падіння фізичних обсягів експорту товарів. Ключовим чинником буде вичерпання запасів минулорічних урожаїв зернових і олійних на тлі високої бази порівняння. До того ж поставки продукції металургії стримуватимуться дефіцитом коксівного вугілля та коксу для металургійних підприємств через призупинення роботи шахт у Покровську. А нарощування експорту руди гальмуватиметься відносно слабким економічним зростанням країн Європи й охолодженням попиту з боку Китаю.

У 2026–2027 роках зростання експорту відновиться завдяки вищим урожаям і поживленню світового попиту. Проте подальше нарощування експорту на

⁸ Відповідно до [Торгового Атласу DHL 2025](#).

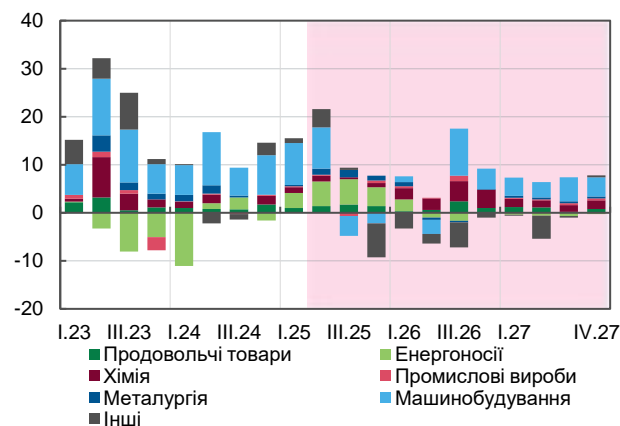
прогнозованому горизонті залишатиметься обмеженим через втрату значної частини виробничих потужностей і довготривалий процес їхнього відновлення, а також брак робочої сили й поступове зростання внутрішнього попиту.

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.

Натомість зростання імпорту у 2025 році пришвидшиться насамперед за рахунок енергетичної складової. Так, пошкодження газової інфраструктури і низькі запаси газу в сховищах стимулюватимуть його імпорт. Крім того, для забезпечення виробництва металургійних підприємств очікується нарощування імпорту коксівного вугілля і коксу. Також зберігатиметься високий попит на нафтопродукти та е/е. Попри фіскальну консолідацію, бюджетні видатки залишатимуться значними, що підтримуватиме внутрішній попит на споживчий імпорт, зокрема на продовольчі товари, побутову техніку, окрему хімічну продукцію. Також високими темпами зростатиме імпорт продукції машинобудування і металів в умовах стійкого попиту оборонного сектору й потреби в подальшому відновленні інфраструктури та виробничих потужностей.

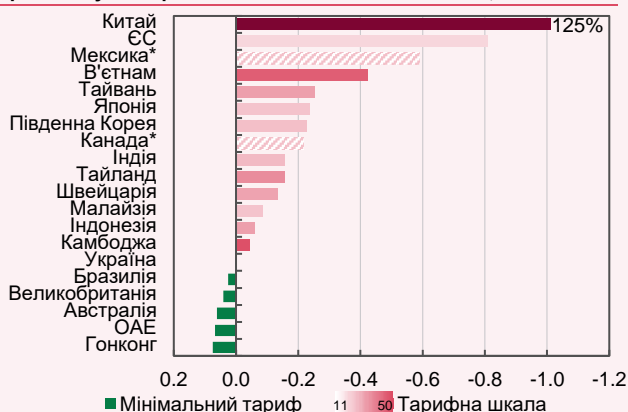
У 2026–2027 роках очікується сповільнення зростання імпорту товарів завдяки відновленню газової інфраструктури. Крім того, унаслідок втрати українськими мігрантами податкової резидентності та поступового їхнього повернення додому надалі знижуватиметься імпорт послуг за статтею "Подорожі". У 2025 році внесок чистого експорту в зростання ВВП залишатиметься від'ємним на тлі потреби імпорту енергоносіїв та зниження експорту агропродукції внаслідок низьких запасів. З 2026 року від'ємний внесок чистого експорту скоротиться завдяки поступовому відновленню виробничого потенціалу та меншій потребі в закупівлях газу.

Вставка 2. Тарифна політика США – *carpe diem*⁹

У 2025 році фрагментація світової торгівлі ризикує набути неочікуваних обрисів, адже нова декларована торговельна політика США зачіпає як їхніх геополітичних опонентів, так і традиційних союзників, зокрема ЄС. Водночас Україна завдяки дефіциту торгівлі товарами зі США отримала найнижче мито в 10%. Це створює певні конкурентні переваги в традиційних категоріях експорту, зокрема продовольстві. Крім того, потенційне запровадження країнами – ОТП США тарифів у відповідь створить передумови для розширення присутності України на вже наявних ринках, зокрема ЄС і Китаю, та виходу на нові. Тож нарощування експорту може частково компенсувати очікуване зниження сукупного попиту з боку країн – ОТП України.

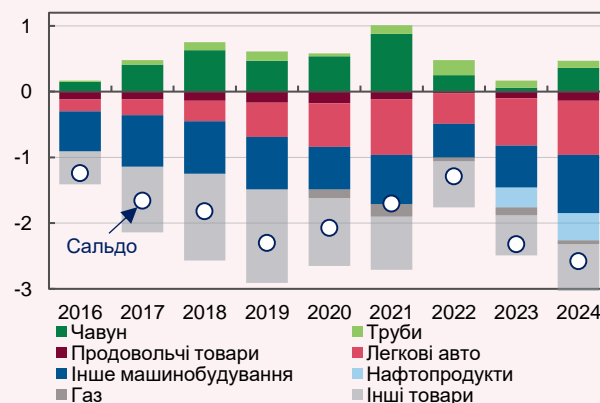
Посилення протекціонізму з боку США протягом попередніх місяців торкнулося майже всіх країн світу: від найближчих торговельних партнерів США – Канади і Мексики – до країн, з якими США мали профіцит торгівлі. Така тарифна політика новообраного президента США Д. Трампа відображала його **ставлення** до мит не лише як до економічного, але й переговорного інструменту. Тому, імовірно, і ставки оголошених у квітні **"взаємних" мит** у межах 10–50% не стануть остаточними: отримавши запити на переговори від понад 75 країн, США **призупинили** їх дію на 90 днів (для більшості країн застосовуватиметься мито в 10%). Натомість для Китаю, що запровадив спочатку 34% мита, а потім додав ще 91 в.п. у взаємній ескалації зі США, ставка наразі становитиме 125% (разом із **попередніми** митами – 145%).

Графік 1. Сальдо торгівлі товарами США з окремими країнами у 2024 році за ставками "взаємних" мит, % ВВП



* Березневі мита на товари поза угодою USMCA продовжено.
Джерело: US Census, US BEA, розрахунки НБУ.

Графік 2. Сальдо торгівлі товарами України зі США, млрд дол. США



Джерело: НБУ.

Однак суттєвий перегляд мит є цілком імовірним, з огляду на новий **порядок денний** торговельної політики США, зосереджений на реіндустріалізації та зменшенні дефіциту торгівлі товарами. У 2024 році останній становив понад 1.2 трлн дол. США (4.1% ВВП), насамперед за рахунок Китаю, Мексики, В'єтнаму¹⁰, а також ЄС. Водночас близько половини промислових товарів, імпортованих у США, митами не обкладалися, а середньозважена ставка митного тарифу до 2025 року **становила** лише близько 2%¹¹. Однак і до американських товарів у країнах – ОТП США (але меншою мірою в ЄМ) застосовувалися низькі мита. Тому просте їх приведення з боку США до рівня країни-експортера мало б значно помірніші наслідки: 12% для Індії, 7% для В'єтнаму, Таїланду, Камбоджі, 1% для ЄС, 0% для Південної Кореї та Японії тощо¹². Додаткове коригування на

⁹ З лат. "лови день", тобто використовувати поточний момент.

¹⁰ За **оцінками МВФ**, Мексика і В'єтнам отримали порівняно більше китайських ПІІ та найбільше наростили експорт до США з 2017 року, що могло свідчити про подовження ланцюгів постачання із Китаю до США, зокрема для оптимізації митних платежів.

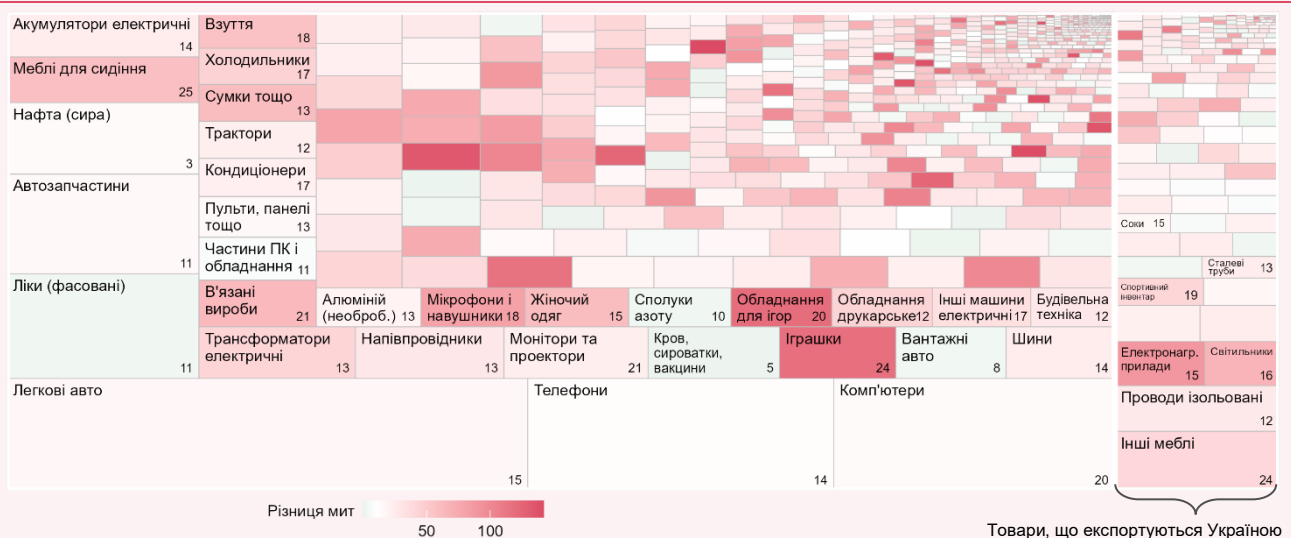
¹¹ Загальна середньозважена ставка за різними оцінками становила 2.4–2.5% (Bloomberg, **Tax Foundation**).

¹² Найбільший вплив такі мита мали б на країни Африки, де різниця подекуди сягала понад 20 в.п., але обсяги торгівлі з ними обмежені.

різницю нетарифних бар'єрів, податок на споживання¹³, податок на цифрові послуги¹⁴, як про це зазначали в початковому плані, могло додати до мит ще щонайменше 10–20 в. п. Однак, згідно із формулою офісу торговельного представника США, основним чинником під час розрахунку мит був дефіцит торгівлі у 2024 році з тією чи іншою державою. Водночас до країн, з якими США мали профіцит торгівлі, застосовано мінімальне додаткове мито в 10%. Цей тариф застосовано й до України, яка імпортує із США передусім транспортні засоби, іншу продукцію машинобудування, а також зброю.

Зосередження зусиль США на країнах із найбільшим дефіцитом могло б зумовити певний надлишок пропозиції низки товарів. Так, США були основним імпортером легкових автомобілів, більше ніж удвічі випереджаючи країну на другій позиції, а чистий обсяг їх торгівлі за цією категорією становив близько 15% світового ринку. Схожа ситуація спостерігалася в імпорті телефонів, комп'ютерної техніки та частин до них, готових медикаментів, автозапчастин тощо. Однак до цих товарів, разом з електронікою, "взаємні" мита наразі не застосовуватимуться, хоча вони і можуть бути предметом секторальних мит у майбутньому, як автомобілі та запчастини до них¹⁵. Нові правила також не стосуються сталі та алюмінію¹⁶, золотих зливків, енергоносіїв та окремих корисних копалин, недоступних у США. І хоча певне спрямування окремих товарів до інших країн імовірно, однак можуть виникнути й деякі труднощі внаслідок вищих цін імпорту до США.

Графік 3. Дефіцит США в торгівлі товарами, за 4-значними HS кодами та різницею мит, млрд дол. США



Зображено лише товарні групи, де імпорт США перевищував експорт. Розмір прямокутника відповідає співвідношенню дефіциту торгівлі в даній групі до загальної суми дефіцитів. У середині прямокутника підписано насамперед групи із найбільшим таким співвідношенням. Число в правому нижньому кутку позначає співвідношення дефіциту у 2023 році до загальносвітових обсягів торгівлі відповідним товаром. Товари, що експортуються Україною, містять ті, де частка України на світовому ринку більше 0.1%, а співвідношення до імпорту США – більше 1%. Різниця мит – різниця між старими (разом із Ad Valorem Equivalents) і новими ставками мит (за країнами і секторами), зважена за обсягами імпорту до США.

Джерело: BACI CEPII, UNCTAD TRAINS, розрахунки НБУ.

На відміну від справжніх "взаємних" мит, унаслідок яких з найвищими ставками традиційно стикнулася б с/г продукція, тарифи суттєво зросли насамперед для споживчих і промислових товарів, які імпортувалися з Китаю й окремих країн Азії. Натомість українські товари, зокрема в категоріях з найбільшим дефіцитом торгівлі зі США, отримали конкурентну перевагу через нижчі за середньозважені мита. Якщо для чавуну, соняшникової олії, мідних профілів, меду чи яблучного соку різниця з усіма експортерами не перевищувала 9 в. п., то для окремих меблів (за вирахуванням металевих) чи електронагрівальних приладів вона сягала 30

¹³ Більшість країн використовують податок на додану вартість (ПДВ) або загальнонаціональний податок з продажів на протипагу податку з продажів у США, який варіюється залежно від штату і місцевості. Найвища середньозважена комбінована ставка на 01 січня 2025 року становила 10.1% (максимально можлива – 12.6%), а застосовувалася до імпорту вона за наявності певних підстав (nexus). Водночас у США побутує хибна думка, що компенсація ПДВ під час експортування товару діє як експортна субсидія (Feldstein and Krugman, 1990).

¹⁴ ЄС є лідером в оподаткуванні цифрових послуг, що в США вважають дискримінаційним через повторне оподаткування одного доходу компанії. Це стосується також Індії та Канади.

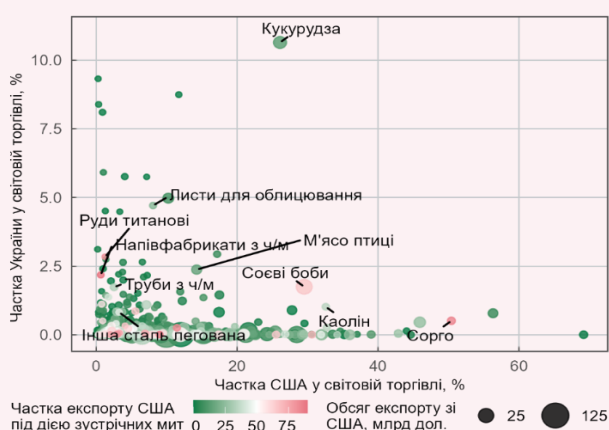
¹⁵ Якщо авто і запчастини підпадають під дію угоди USMCA, 25% мито застосовується лише на їхню частину, виготовлену поза США (для запчастин – від часу визначення відповідними службами США процедури встановлення такої частини).

¹⁶ 25-відсоткові мита на сталі і алюміній уже було введено окремо у лютому 2025 року.

в. п. Пошук американськими компаніями альтернативних постачань може також збільшити попит на українські борошняні вироби, спортивний інвентар, деревину і вироби з неї (якщо не буде запроваджено окремих секторальних мит), світильники тощо. Крім того, у разі тривалого торговельного протистояння США з країнами – ОТП частина компаній може вдатися до подовження ланцюгів постачання і перенесення виробництва, якщо різниця в ставках тарифів перевищуватиме логістичні витрати. Україна як найближчий сусід ЄС може стати одним із таких майданчиків, що сприятиме її залученню до ланцюгів постачання ЄС за умов зниження безпекових ризиків і впровадження євроінтеграційних реформ.

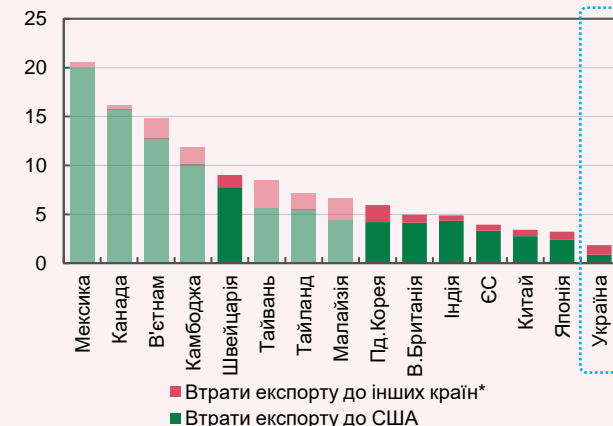
Вплив торговельного протистояння на світову економіку визначатиметься і контрзаходами інших країн. Так, ЄС [узгодив](#) (але відклав на 90 днів) мита на понад 20 млрд євро товарів після нових обмежень США на імпорт сталі й алюмінію. Туди увійшли, зокрема, соєві боби, зернові, цукор, м'ясо птиці, деревина та вироби з неї, експорт яких до ЄС могла б потенційно наростити Україна. Канада встановила 25% мита на товари загальною вартістю 29.8 млрд дол. (крім автомобілів), серед яких були і чорні метали. Зі свого боку, Китай [запровадив](#) зустрічні мита на всі товари зі США (наразі – 125%), разом із продукцією с/г. Водночас Китай надалі застосовував асиметричні інструменти, зокрема посилення контролю за експортом семи типів [рідкісноземельних](#) елементів та п'яти [металів](#), які лежать в основі ланцюжків постачання оборонної промисловості й технологічних товарів.

Графік 4. Частки США й України в торгівлі товарами, за 4-значними HS кодами й експортом під дією зустрічних мит



Ч/м – чорні метали. Ураховано заходи Китаю, Канади, ЄС.
Джерело: ВАСІ СЕРІІ, розрахунки НБУ.

Графік 5. Втрати ВВП торгових партнерів у разі повного припинення експорту до США, в.п.



* Через зниження їхнього експорту до США.
Напівпрозорим позначено країни, які не є ОТП України.
Джерело: OECD TiVA, розрахунки НБУ.

Неоднозначні перспективи суттєвої зміни митної політики США вже позначилися на економічній активності. Так, [пожвавлення](#) в окремих секторах промисловості зумовлювалося збільшенням замовлень і накопиченням компаніями [запасів](#) напередодні можливого введення нових мит. Це частково підтверджувалося рекордним [розширенням](#) дефіциту торгівлі США товарами з 98 млрд дол. США в середньому за 11 місяців 2024 року до майже 140 млрд дол. у січні-лютому 2025 року¹⁷. Однак у разі введення через 90 днів "взаємних" і зустрічних мит експорт товарів до США, за [оцінками](#) Bloomberg, може знизитися на 30% у середньостроковій перспективі, зокрема з ЄС та Індії – на понад 35%, з Китаю – майже на 100%. Відповідно втрата американського ринку суттєво скоротить ВВП країн Південно-Східної Азії, ураховуючи їхню високу залежність від попиту США та рівень "взаємних" мит. Проте торговельна війна може мати й суттєві негативні наслідки для економіки США. За різними оцінками, ВВП США може знизитися на [1.7%](#) за рік і на [3.5%](#) протягом двох-трьох років. Натомість очікується помірніший вплив як на більшість країн – ОТП України (крім Китаю і США), так і саму Україну. Певне звуження сукупного попиту з боку країн – ОТП може частково компенсуватися нарощуванням українського експорту як на освоєні, так і нові ринки.

¹⁷ Хоча насамперед його зумовило стрімке зростання імпорту готових виробів з металу, де майже увесь обсяг [становили](#) золоті зливки, збільшився імпорт і фармацевтичних виробів, і комп'ютерної техніки та електроніки.

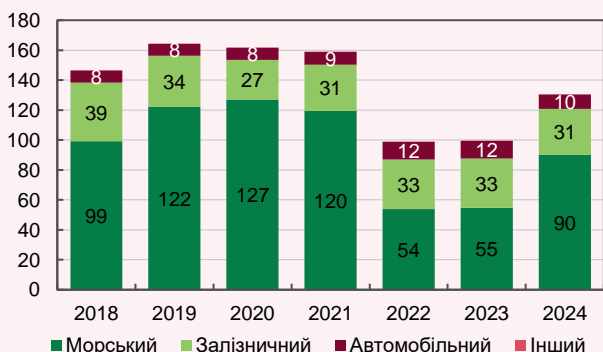
Вставка 3. Вплив морського коридору на зовнішню торгівлю: більше, швидше, якісніше

До 2022 року експорт товарів становив близько 30% ВВП і половини валютних надходжень. Із початком повномасштабного вторгнення експортний потенціал суттєво знизився під впливом як руйнування виробничої інфраструктури та втрат територій, так і обмежених транспортних потужностей. Проблеми з логістикою, особливо морською, найбільше проявилися у 2022-2023 роках, дещо послабилися з відкриттям "зернового коридору", а після запровадження морського коридору майже зникли. Завдяки зусиллям ЗСУ та зниженню безпекових ризиків у Чорному морі диверсифікація експорту товарів поліпшилася, а експортні ціни наблизилися до світових. Вивільнення транспортних потужностей сприяло й поліпшенню показників перевезення іншими шляхами. Однак повноцінне відновлення експорту і його нарощування в довгостроковій перспективі потребуватимуть забезпечення стабільності роботи портової системи, подальшої оптимізації транспортних перевезень та збільшення виробничого потенціалу.

Відкриття морського коридору мало визначальний вплив на динаміку експорту, насамперед за рахунок нарощування обсягів вивезення товарів і розширення асортименту перевезень морем. Морський транспорт відіграв ключову роль у транспортуванні експорту до початку повномасштабного вторгнення. У 2021 році 3/4 експорту було перевезено саме морським транспортом. Тому блокування портів чорноморської акваторії стало найбільшою проблемою, що стримувало експорт у перші місяці великої війни. Подальша активна розбудова транспортних шляхів, відкриття "зернового коридору" сприяли поступовому відновленню експортних поставок (детальніше – у вставці "Розвиток зовнішніх торговельних шляхів України: час повертати своє" в [Інфляційному звіті за січень 2024 року](#)). Проте цього було недостатньо для вивезення всіх необхідних обсягів експорту. Із початком функціонування морського коридору значно розширилися як асортимент експорту, так і можливості перевозити імпортні товари.

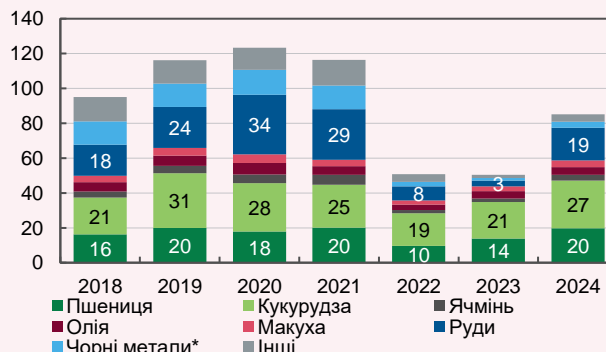
Тож у 2024 році виробники продукції ГМК отримали безперешкодний доступ до морських шляхів транспортування, що одразу позначилося на зростанні зовнішніх поставок. Однак експорт цієї продукції обмежують втрати виробничих потужностей, дефіцит е/е та регулярні обстріли інфраструктури. У результаті зовнішні поставки ГМК залишаються значно нижчими, ніж до повномасштабного вторгнення. Водночас експорт аграрної продукції майже повноцінно відновився, а поставки зернових усіма видами транспорту навіть перевищили показники 2020-2021 рр.

Графік 1. Транспортування експорту, млн т



Джерело: ДМСУ.

Графік 2. Експорт морським транспортом, млн т



Джерело: ДМСУ.

* 4 групи (7201, 7207, 7208, 7214)

Морський коридор справив відчутний вплив і на географічну структуру експорту товарів. Він дав змогу відновити поставки на традиційні для України напрямки – країни Азії та Африки, на які доставка іншими видами транспорту здебільшого була ускладнена або зовсім неможлива. До того ж українським експортерам

вдалося опанувати і нові, вельми екзотичні ринки збуту. Так, у 2024 році був зафіксований експорт до Домініки (насоси), Лаосу (макуха та м'ясо птиці), Малаві (кукурудза та мішки пакувальні), Есватіні (лікарські засоби), Східного Тимору (мішки пакувальні) та інших.

Для імпорту товарів транспортування морем є менш важливим порівняно з іншими шляхами, проте і тут морський коридор відіграв вагому роль. За результатами 2024 року фізичні обсяги імпорту товарів зросли на 7.8% завдяки суттєвому нарощуванню перевезень саме морським транспортом. Так, перевезення морем зросли в 1.6 раза за рахунок нарощування закупівель насамперед нафтопродуктів, добрив і вугілля. Структура імпорту товарів морем із початком функціонування морського коридору залишалася майже незмінною: основу становила хімічна продукція (40% у 2024 році, зокрема добрива 20%), нафтопродукти (32%), та продукція металургії (8%). Обсяги перевезень залізницею збільшилися на 31.6%, що забезпечило 6.5 в.п. зростання імпорту, тоді як транспортування автомобільним транспортом скоротилося на 16%.

Розширення експортних можливостей призвело до конвергенції експортних цін на зернові культури до рівня світових. На початку повномасштабного вторгнення неможливість вивезення українського зерна в достатніх обсягах призвела до формування значних запасів агропродукції. Це разом із зростанням ставок фрахту та страхування в умовах високих воєнних ризиків та потреби вивозити надлишки призвело до значного зниження експортних цін. Натомість світові ціни різко зросли через [зрив поставок з України](#).

Із зниженням безпекових ризиків у Чорному морі та початком функціонування морського шляху українські експортери змогли відновити логістику і ланцюги поставок та скоротити витрати, зокрема на фрахт. У результаті експортні ціни на українське зерно досягли рівня світових. Аграрії почали отримувати справедливую ціну за свою продукцію, що дало їм можливість збільшити інвестиції у виробництво.

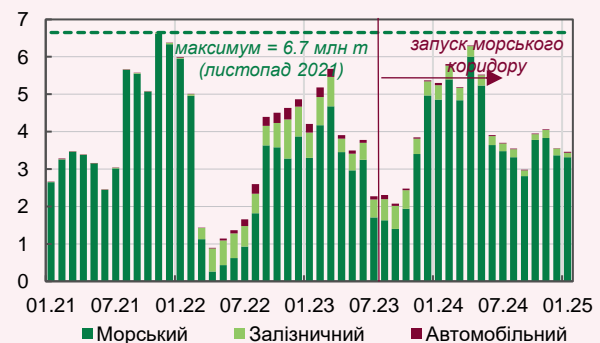
Ураховуючи повноцінне функціонування морського коридору, наявні транспортні потужності забезпечують необхідні для аграріїв обсяги транспортування. Так, обсяги перевезення зернових через морський коридор у 2024 році були близькими до рівня 2021 року. Ураховуючи нижчі обсяги врожаїв, насамперед через скорочення посівних площ, поточних транспортних потужностей більш ніж достатньо для вивезення врожаїв, що підтверджується відновленням сезонності, яка була притаманна експорту агропродукції до повномасштабного вторгнення.

Графік 3. Світові та експортні ціни на зернові, дол./т



Джерело: ДМСУ, МВФ, Світовий банк.

Графік 4. Експорт зернових культур за видами транспорту, млн т



Джерело: ДМСУ.

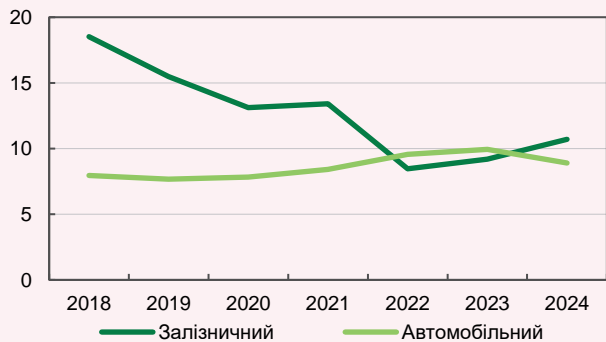
Відновлення повноцінних морських постачань вивільнило частину потужностей інших видів транспортування. Завдяки вивільненню залізничних потужностей зросли перевезення мінеральних продуктів (галька, гравій, портландцемент) до Польщі, Румунії та Словаччини. Натомість транспортування автомобільним транспортом товарів скоротилося, що, зокрема, було спричинено блокадою польського кордону в перші місяці року. Зменшення відбулося за

рахунок насамперед продовольчих товарів і продукції деревообробної промисловості до Польщі, Румунії та Угорщини.

Крім того, у 2024 році знизилася концентрація експорту товарів, які перевозяться автомобільним та морським транспортом. Дослідження [ООН](#) та [Samen, S. \(2010\)](#) засвідчують, що більш рівномірний товарний розподіл сприяє зменшенню волатильності експортних надходжень і відповідно посилює стійкість зовнішньої торгівлі. Диверсифікація експорту може збільшити й інвестиційну привабливість країни, оскільки зменшує ризики для інвесторів у разі економічних потрясінь.

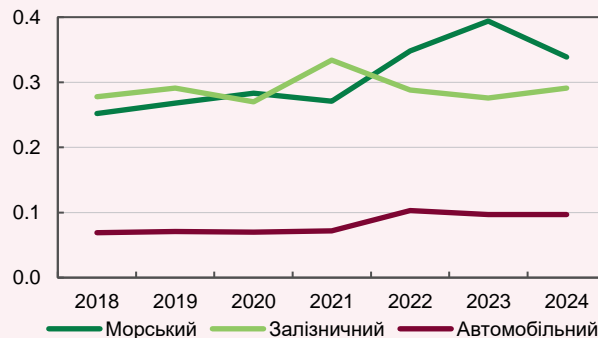
Крім того, найнижчий індекс концентрації експорту товарів спостерігається в перевезеннях автомобільним транспортом, а поточні обсяги перевезень ним перевищують рівень до повномасштабного вторгнення. Автомобільний транспорт є більш маневреним порівняно з іншими видами транспорту через розвиненішу інфраструктуру, гнучкість доставки (без використання додаткових видів транспорту) і швидкість. Товари, що перевозяться вантажівками, мають вищу вартість порівняно з товарами, що експортуються іншими видами транспорту: у 2024 році автомобільним транспортом було перевезено лише 7.5% фізичних обсягів експорту, проте це забезпечило 30% експортної виручки. Це вкотре підтверджує важливість цього виду транспорту для українського експорту.

Графік 5. Транспортування товарів за вирахуванням основних експортних товарів¹⁸, млн т



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Графік 6. Індекс концентрації експорту товарів за видами транспорту



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Отже, відкриття морського коридору стало важливим стратегічним кроком для економіки України, забезпечивши нові можливості для експорту і значно полегшивши логістику. Проте окремі проблеми транспортування збереглися: усе ще висока вартість, певна незручність логістичних процесів і вартість страхування, залишаються чинниками, що обмежують експорт. Тому важливою є подальша оптимізація транспортування для стабільного розвитку зовнішньої торгівлі. Велике значення відіграє й забезпечення безпекової ситуації в Чорному морі: у разі припинення обстрілів росією українських портів, налагодження функціонування портів Херсона та Миколаєва поживляться транспортні перевезення. Це за умови відновлення виробничого потенціалу дасть змогу наростити обсяги зовнішньої торгівлі, що сприятиме стійкому зростанню економіки.

¹⁸ Товари за вирахуванням пшениці, кукурудзи, олії, залізних руд та чотирьох груп чорних металів (7201, 7207, 7208, 7214)

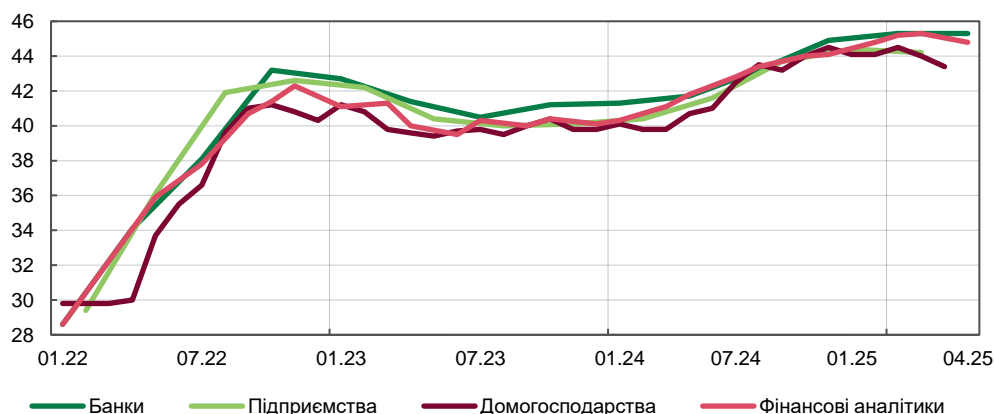
Розділ 3. Монетарні умови та фінансові ринки

- Посилення процентної політики підтримало попит на гривневі активи й стійкість валютного ринку. У наступні місяці очікується збереження облікової ставки на рівні 15.5%, а повернення до циклу пом'якшення процентної політики відбудеться лише після проходження піку цінового сплеску та зниження ризику закріплення інфляції на двозначному рівні.
- Поліпшення кон'юнктури валютного ринку під впливом сезонних чинників та заходів монетарної політики сприяло поліпшенню очікувань та призвело до зміцнення курсу гривні до долара. Водночас послаблення позицій долара на світових фінансових ринках зумовлювало девальвацію гривні до євро та інших валют країн – ОТП упродовж останніх місяців.
- Значні обсяги міжнародної допомоги, а також попередні рішення з посилення процентної політики та підтримання стійкості валютного ринку дадуть змогу і надалі утримувати під контролем інфляційні очікування та поступово знизити інфляцію до цілі 5% на горизонті політики.
- У наступні роки зростання спроможності бюджету до залучення внутрішнього фінансування в умовах очікуваного зменшення зовнішньої фінансової допомоги дасть змогу не вдаватися до залучення емісійних коштів.

Сезонні чинники, посилення процентної політики, а також заходи НБУ із забезпечення стійкості валютного ринку сприяли поліпшенню курсових очікувань, зниженню тиску на міжнародні резерви та ціни

У I кварталі 2025 року відчутно низився чистий попит як на готівкову, так і на безготівкову валюту. Це значною мірою було зумовлено сезонними чинниками, у тому числі пов'язаними зі сплатою підприємствами річних та квартальних податкових платежів, а також заходами монетарної політики НБУ. У результаті курс гривні до долара поступово посилювався. Водночас гривня помірно послабилася відносно євро, відображаючи відповідну динаміку валютної пари євро/долар.

Графік 3.1. Курсові очікування на наступні 12 місяців, %



Джерело: НБУ, Info Sapiens.

Обсяг чистої купівлі готівкової іноземної валюти населенням у I кварталі 2025 року низився до 2.8 млрд дол. (з 3.7 млрд дол. у IV кварталі). Зменшенню попиту сприяла стабілізація курсових очікувань на тлі помірних двосторонніх курсових коливань та посилення процентної політики, яке підтримало привабливість гривневих інструментів.

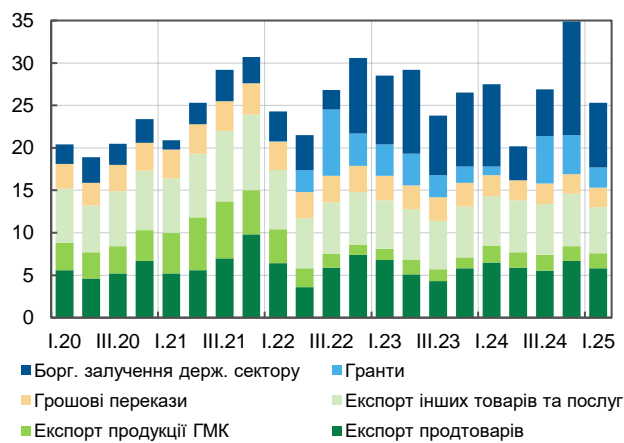
Поліпшення курсових очікувань населення сприяло збереженню різниці між готівковим та офіційним курсами на незначному рівні: в середньому близько 0.6%.

У період зростання курсу понад рівень 42 грн/дол. спред розширювався до 1.7%, а на тлі зміцнення – звужувався до 0.1%.

На безготівковому сегменті валютного ринку попит на іноземну валюту зменшився через нижчі бюджетні видатки, що відобразилося зокрема на скороченні імпорту окремих продовольчих товарів споживчого призначення. Скоротився й імпорт енергообладнання завдяки стійкій ситуації в енергосекторі. Також сезонно зменшилися перекази за операціями бізнесу, дозволені в межах лібералізації валютних обмежень. Більше третини таких операцій здійснювалося за рахунок власної валюти бізнесу, що не чинило тиск на міжнародні резерви.

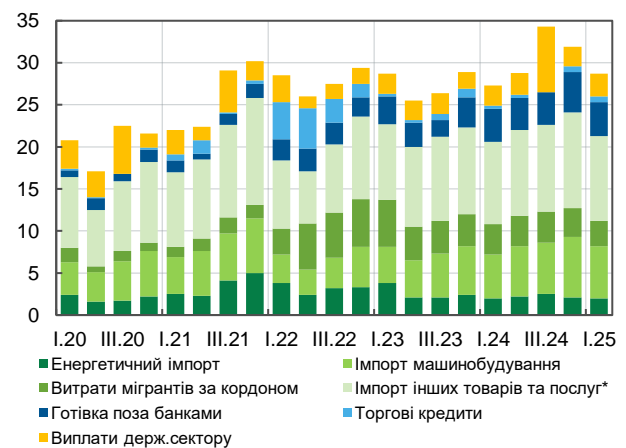
Водночас були й чинники, які підвищували попит на безготівкову валюту. Так, збільшився імпорт газу і добрив (виробництво яких залежить від газу) унаслідок обстрілів газової інфраструктури. Стабільна виручка аграріїв у попередні періоди також зумовила нарощування закупівель техніки і товарів для проведення посівної кампанії (ЗЗР, насіннєвий матеріал).

Графік 3.2. Основні компоненти валютних надходжень у країну, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Графік 3.3. Основні компоненти відпливу валюти, млрд дол.



* Без урахування гуманітарної допомоги.

Джерело: НБУ.

Пропозиція іноземної валюти знизилася, проте не так відчутно, як попит. Зокрема зменшилися валютні надходження аграріїв на тлі низьких запасів минулорічних урожаїв, а також припинилися платежі за транзит газу.

У результаті, реагуючи на скорочення структурного дефіциту валюти приватного сектору, НБУ зменшив інтервенції з продажу валюти на міжбанківському ринку до 9.4 млрд дол. у I кварталі 2025 року (з 11.4 млрд дол. у IV кварталі 2024 року).

У I кварталі в межах механізму ERA в Україну надійшли кошти на загальну суму 9.2 млрд дол. Також було схвалено [сьомий перегляд програми розширеного фінансування з МВФ](#). У результаті скорочення структурного дефіциту валюти приватного сектору та надходження міжнародної допомоги валові міжнародні резерви станом на кінець I кварталу 2025 року залишалися високими: 42.4 млрд дол., що на 14% більше мінімально достатнього їх рівня за композитним критерієм МВФ.

Поліпшення кон'юнктури валютного ринку, збереження високого рівня міжнародних резервів та покращення курсових очікувань сприяли поступовому посиленню курсу гривні до долара протягом I кварталу до 41.5 (з 42.0 або на 1.3%).

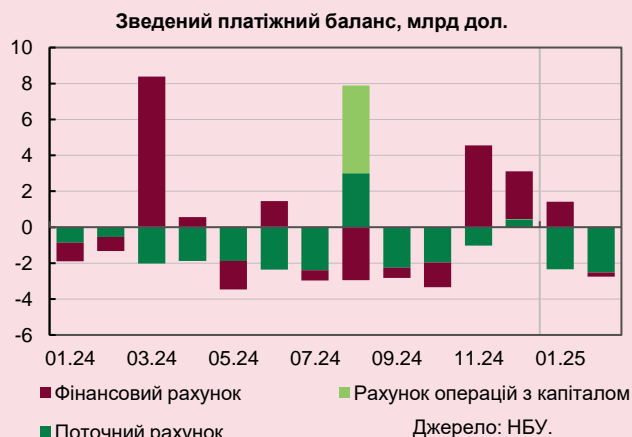
Водночас НБУ комплексно оцінює вплив курсової динаміки на досягнення цілей. Для цього до уваги беруться ефекти від зміни курсу гривні не лише до долара, але і від зміни середньозваженого курсу гривні відносно кошика валют країн – ОТП, тобто НЕОКу гривні. Так, посилення гривні відносно долара було компенсовано послабленням відносно євро та інших валют, що було одним із наслідків тарифних

протистоянь. У результаті в I кварталі 2025 року НЕОК гривні залишався відносно стабільним.

На відміну від НЕОКу, РЕОК гривні ревальвував унаслідок вищої інфляції в Україні порівняно з країнами – ОТП. Надалі РЕОК гривні буде близьким до свого рівноважного рівня та, відповідно, матиме нейтральний вплив на інфляцію. Це в тому числі визначатиметься заходами НБУ із підтримання стійкості валютного ринку на тлі збереження достатніх обсягів міжнародного фінансування.

Оновлення даних Платіжного балансу у 2024 році

У березні 2025 року НБУ здійснив перегляд даних платіжного балансу за 2024 рік. Зміни мали нейтральний вплив на сальдо зведеного платіжного балансу, проте були перерозподілені потоки капіталу між фінансовим та капітальним рахункам. Уперше в капітальному рахунку були зафіксовані такі значні суми. Дані було переглянуто з урахуванням оновленої інформації щодо реструктуризації боргу, яка відбулася в серпні. Під час цієї операції було обміняно 13 серій державних єврооблігацій і одну серію гарантованих державою єврооблігацій "Укравтодор" загалом на суму 20.5 млрд дол. на вісім нових серій єврооблігацій номінальною вартістю 15.2 млрд дол. Решту 5.2 млрд дол. було списано. Крім того, власникам державних облігацій за погодження з такою операцією було сплачено 240 млн дол. Також були рекласифіковані виплати за ВВП-варантами.



У результаті дані платіжного балансу за серпень 2024 року зазнали таких змін:

- 1) збільшено відплив капіталу за державним сектором фінансового рахунку за статтею "Портфельні інвестиції" на 5.2 млрд дол.;
- 2) збільшено надходження за рахунком операцій з капіталом на 5.2 млрд дол.;
- 3) виплати власникам єврооблігацій (238 млн дол.) і ВВП-варантів (170 млн дол.), перенесені зі статей фінансового рахунку "Портфельні інвестиції" та "Похідні фінансові інструменти" до статті рахунку операцій з капіталом "Капітальні трансфери".

У 2025 році дефіцит валюти приватного сектору залишатиметься значним. Приплив валюти незначно збільшиться. Експортні надходження майже не зміняться через низькі запаси с/г культур, зниження світових цін на олію та руду в умовах нарощування світової пропозиції і припинення транзиту газу (детальніше – у розділі "Припущення та ризики прогнозу" на стор. 54). Грошові перекази від трудових мігрантів залишаться на рівні 2024 року через повільне економічне зростання країн-реципієнтів українських мігрантів. Відплив валюти залишатиметься високим, незважаючи на подальше зниження попиту на готівкову валюту на тлі привабливих дохідностей гривневих інструментів. Так, очікується збільшення імпорту газу як через зниження власних обсягів видобутку, так і зростання імпортних цін на нього (детальніше – у розділі "Припущення та ризики прогнозу" на стор. 54). Потреба в імпорті неенергетичних товарів залишатиметься значною внаслідок необхідності забезпечення оборонного сектору, ремонтів і відновлення інфраструктури, а також високого внутрішнього споживчого попиту (детальніше – у розділі "Економічний розвиток" на стор. 20).

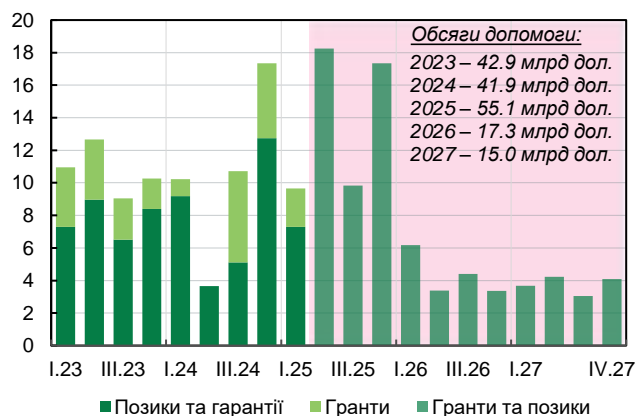
У 2026-2027 роках передбачається скорочення дефіциту валюти приватного сектору завдяки подальшому звууженню попиту на готівкову валюту та фіскальній консолідації. Крім того, продовження заходів валютної лібералізації та нормалізація економічних умов сприятиме збільшенню припливу інвестиційного та

боргового капіталу. Завдяки посиленню сезонної трудової міграції та пришвидшенню економічного зростання в європейських країнах підвищуються надходження грошових переказів в Україну. Також очікується поступове зростання експорту товарів за рахунок вищих урожаїв і поживлення світового попиту, насамперед на продукцію ГМК. Це разом із зростанням експортних цін на зернові та метали в умовах здешевлення транспортної логістики сприятиме відчутному нарощуванню експортних надходжень. Водночас очікується зменшення відпливу валюти за рахунок як менших закупівель газу на тлі відновлення газової інфраструктури, так і через зниження цін на енергетичні товари. Подальша зміна резидентності українських мігрантів за кордоном сприятиме зменшенню імпорту послуг за статтею "Подорожі". Натомість неенергетичний імпорт помірно зростатиме для забезпечення поступового відновлення економіки і подальшої відбудови інфраструктури.

Цього року Україна може отримати суттєвіші, ніж передбачалося раніше, обсяги міжнародної фінансової допомоги (припускається отримання близько 55 млрд дол.) за рахунок швидшого перерахування траншів за механізмом ERA Loans. Крім того, очікуються транші за програмами Ukraine Facility та від МВФ. Цих коштів буде достатньо не лише для фінансування дефіциту бюджету цього року, але й для формування буферу міцності державних фінансів на наступний рік, коли обсяги зовнішньої допомоги ймовірно почнуть знижуватися.

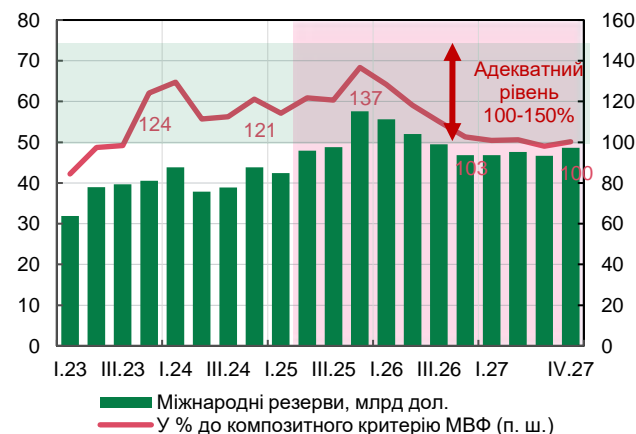
Значні цьогорічні надходження також дадуть змогу наростити міжнародні резерви України до 58 млрд дол. і надалі забезпечувати стійкість валютного ринку. Однак, через скорочення обсягів міжнародної фінансової допомоги й зростання обслуговування та виплат за зовнішнім державним боргом валові резерви знизяться до 47-49 млрд дол. у 2026-2027 роках. Проте такі обсяги залишатимуться достатніми і становитимуть близько 100% від мінімально необхідного рівня за композитним критерієм МВФ.

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.

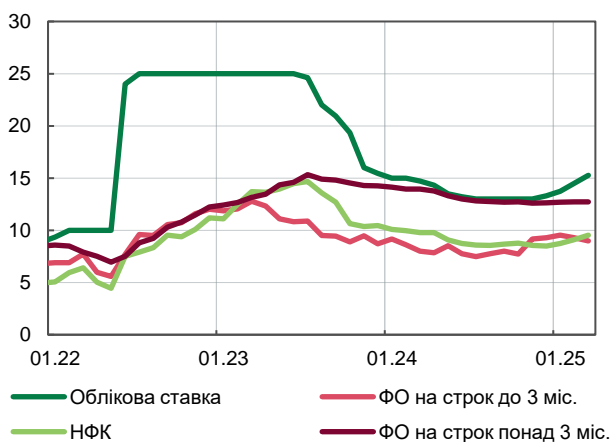
Підвищення облікової ставки та зміни параметрів операційного дизайну процентної політики сприяли зростанню процентних ставок за строковими гривневими інструментами й посиленню захисту гривневих заощаджень від інфляційного знецінення

Подальше пришвидшення інфляції суттєво посилило ризики розбалансування інфляційних очікувань та, відповідно, загрозу тривалішого закріплення інфляції на високих рівнях. Реагуючи на це, НБУ продовжив цикл посилення процентної політики, який розпочав у грудні, та підвищив облікову ставку в січні й березні загалом на 2 в. п. до 15.5%. Також для посилення ефектів від змін облікової ставки та поліпшення привабливості заощаджень у гривні було внесено зміни в операційний дизайн процентної політики. У квітні облікову ставку було збережено без змін, оскільки вжитих заходів разом із зусиллями для підтримання стійкості

валютного ринку має бути достатньо для зламу інфляційної тенденції в найближчі місяці й поступового зниження інфляції до цілі 5% на горизонті політики.

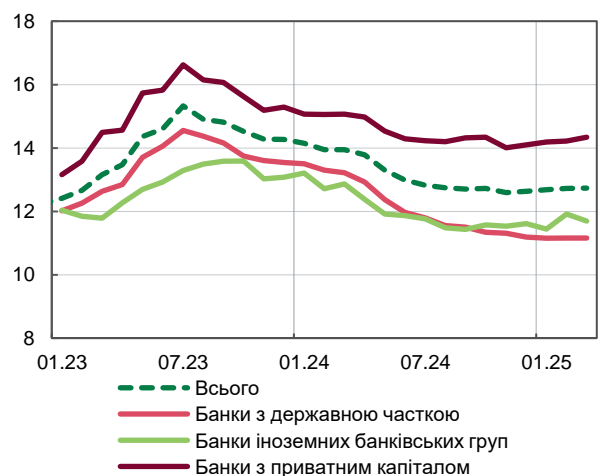
Попередні заходи НБУ з посилення процентної політики спочатку зупинили зниження дохідностей гривневих інструментів, а надалі забезпечили їхнє поступове зростання. Так, у березні-квітні спостерігалось збільшення як дохідності гривневих ОВДП, так і ставок за гривневими депозитами на строк понад три місяці, у тому числі й у банків-лідерів роздрібного ринку. Водночас, якщо процентні ставки за строковими депозитами НФК протягом кварталу підвищилися на 1.0 в. п., то за вкладками населення – лише на 0.1 в. п. Така ситуація частково пояснюється суттєвішим зниженням процентних ставок за корпоративними депозитами під час циклу зниження облікової ставки, що створило значний диференціал між ними та, відповідно, можливості для сильнішої реакції.

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



* Середньомісячна.
Джерело: НБУ.

Графік 3.7. Середньозважені процентні ставки за гривневими депозитами ФО на строк понад три місяці, %



Групи банків станом на 01.04.2025.
Джерело: НБУ.

Трансмісію в депозитні ставки населення стримували значний профіцит ліквідності в банківській системі, висока невизначеність, а також значна концентрація ринку. З огляду на це НБУ ухвалив рішення щодо [калібрування операційного дизайну](#) процентної політики для створення додаткових стимулів для банків конкурувати за вкладників і нарощувати обсяг строкових гривневих депозитів населення. Це спонукало банки до підвищення ставок за депозитами населення на строк понад три місяці. Як і очікувалося, першими їх почали підвищувати банки з приватним капіталом. Оскільки банки з державною часткою анонсували перегляд процентних ставок лише наприкінці кварталу, їх реакція ще не встигла відобразитись у середньозваженій ставці за березень. Водночас динаміка [Українського індексу ставок за депозитами фізичних осіб](#) свідчить про дієвість березневих заходів НБУ щодо посилення монетарної трансмісії.

Зростання привабливості гривневих інструментів відобразилося в підвищенні попиту на них. У результаті місячні номінальні прирости вкладень населення в гривневі депозити строком понад 92 дні в березні-квітні помітно збільшилися. Активізували залучення таких коштів банки всіх груп. Зокрема, активну роль відігравали два найбільших державних банки. Крім того, вища вартість залучення коштів населення дала змогу банкам з приватним капіталом відчутно збільшити свою частку в сегменті депозитів на строк понад три місяці. Також відновилося зростання частки строкових вкладів у портфелі гривневих депозитів фізичних осіб.

Дохідності ОВДП у гривні також відреагували на підвищення облікової ставки. Разом із неоподаткуванням доходів від ОВДП це сприяло подальшому зростанню інтересу населення до цих інструментів. Портфель гривневих ОВДП у власності фізичних осіб протягом I кварталу 2025 року збільшився на 10%, а його частка

серед інших інвесторів (без НБУ та банків) з початку 2022 року зросла з 8% до майже 20%. Сукупний чистий попит на строкові депозити й ОВДП з боку населення в березні був найбільшим за останні 10 місяців.

Графік 3.8. Зміна залишків гривневих депозитів ФО на строк понад три місяці (за групами банків*), млрд грн



* Групи банків станом на 01.04.2025.

Джерело: НБУ.

Графік 3.9. Зміна залишків гривневих ОВДП у портфелі ФО та строкових депозитів ФО, млрд грн



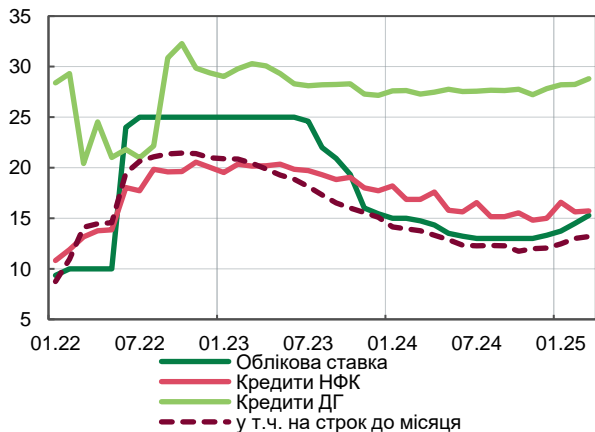
* За номінально-амортизаційною вартістю.

Джерело: НБУ.

Попередні рішення з підвищення облікової ставки мали обмежений вплив на ринок кредитування. Упродовж I кварталу середньозважена процентна ставка за гривневими кредитами НФК підвищилася на 0.7 в. п., однак залишалася близькою до доковідного рівня. Стриманій реакції ставок сприяли жвава конкуренція між банками за якісних позичальників і значний профіцит ліквідності банківської системи. Натомість заходи НБУ збільшили впевненість економічних агентів у його готовності стримувати інфляцію. Макрофінансова стабільність і стійкі очікування – це важливі передумови для подальшого здешевлення та розвитку кредитування.

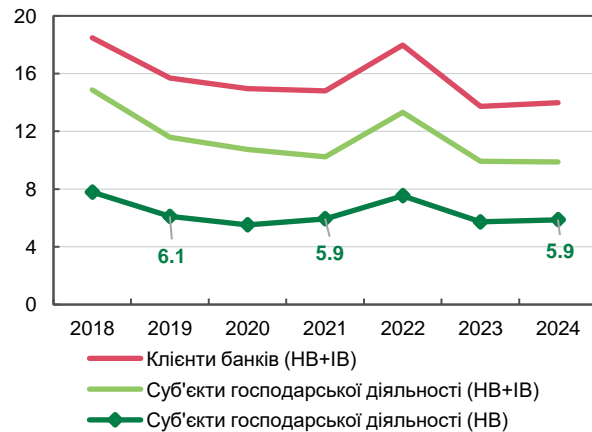
Згідно з [Опитуванням про умови банківського кредитування](#), у I кварталі респонденти очікували зростання попиту майже на всі види кредитів бізнесу, а також пом'якшення кредитних стандартів, особливо для великих підприємств. У результаті залишки гривневих корпоративних кредитів протягом кварталу зросли на 6.2%. Лідерами за обсягами приросту були переробна промисловість, роздрібна торгівля, а також постачання енергоносіїв. Також відновилось зростання кредитування населення. Протягом I кварталу їх гривневий портфель зріс на 5.6%.

Графік 3.10. Середньозважені процентні ставки за гривневими кредитами та середньомісячна облікова ставка, %



Джерело: НБУ.

Графік 3.11. Співвідношення працюючих* кредитів та скоригованого ВВП**, %



* Без урахування простроченої заборгованості. ** Без урахування сектору державного управління та оборони.

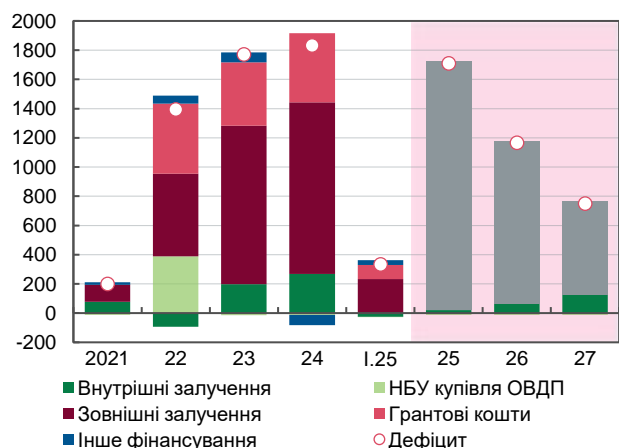
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Загалом кредитування економіки поволі відновлюється та повертається до ринкових умов. Співвідношення працюючих гривневих кредитів бізнесу і ВВП за вирахованням сектору державного управління та оборони (оскільки він не формує попиту на кредити) у 2024 році відповідало рівню до повномасштабної війни. Фінансові показники окремих підприємств наразі також близькі до значень 2021 року. Тому банки поволі повертаються до кредитування на ринкових засадах. Водночас в умовах воєнного стану є сегменти ринку, де кредитування все ще потребує суттєвої державної підтримки, зокрема енергетика, оборонна промисловість, а також кредитування на так званих "територіях стійкості", що розташовані поблизу зони бойових дій.

Значна зовнішня допомога дала змогу уряду створити буфер ліквідності, що разом із внутрішніми залученнями сприятиме фінансуванню бюджетного дефіциту без звернення до емісійних джерел

Істотні обсяги міжнародної допомоги, що надійшли в I кварталі 2025 року (9.6 млрд дол.), були достатніми не тільки для фінансування бюджетних потреб, а й для збільшення буфера ліквідності, який і до того був значним. Водночас у I кварталі внутрішній борговий ринок вирізнявся відносно низькою активністю та лише наприкінці кварталу поживався під впливом підвищення дохідності державних паперів. Валові розміщення ОВДП становили близько 104 млрд грн, з яких у національній валюті – 76 млрд грн. У результаті роловер за ОВДП у всіх валютах у I кварталі становив близько 82%.

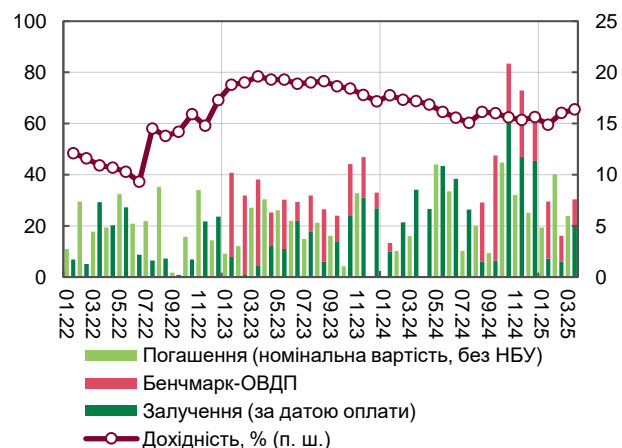
Графік 3.12. Фінансування* дефіциту державного бюджету (без урахування грантів у доходах), млрд грн



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

Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.13. 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 містять ОВДП, випущені у 2022 та 2024 роках для докапіталізації Укрфінжитла та викуп НБУ військових ОВДП.

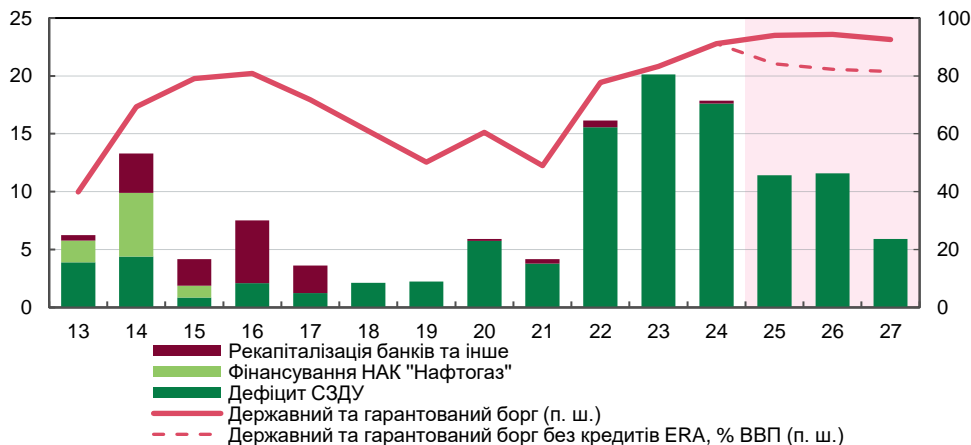
Джерело: розрахунки НБУ.

Заходи з нарощування власних ресурсів бюджету сприятимуть збереженню високих видатків протягом року. Крім того, у 2025 році очікується рекордна міжнародна фінансова допомога, якої буде достатньо як для покриття бюджетних витрат цього року, так і для формування буфера ліквідності на наступний рік, коли обсяги допомоги, імовірно, почнуть знижуватися (детальніше – у розділі "Припущення та ризики прогнозу" на стор. 54). Разом із більшими внутрішніми залученнями цього вистачатиме для беземісійного фінансування дефіциту бюджету та підтримання стійкості валютного ринку.

Бюджетні дефіцити скорочуватимуться, проте залишатимуться значними. Це й надалі зумовлюватиме збільшення державного та гарантованого державою боргу до 94% ВВП на прогнозному горизонті. Проте частина цього боргу буде

сформована за рахунок коштів, отриманих за механізмом ERA¹⁹, погашення яких здійснюватимуться виключно за рахунок доходів від знерухомлених активів РФ. Ці кошти не враховуватимуться під час оцінки стійкості зовнішнього боргу. Крім того, пільгові умови позик від міжнародних партнерів і підвищення ефективності управління внутрішнім державним боргом (зокрема завдяки проведенню аукціонів з [обміну ОВДП](#)) сприятимуть меншому навантаженню на видатки та вивільненню ресурсів для фінансування бюджетних потреб.

Графік 3.14. Широкий дефіцит СЗДУ й державний та гарантований державою борг, % ВВП

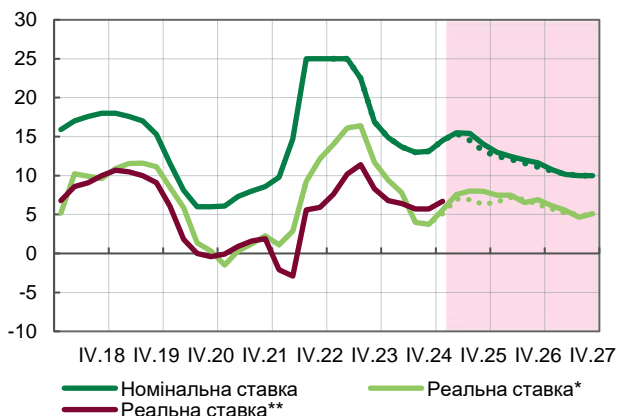


Джерело: МВФ, ДКСУ, МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

НБУ планує надалі утримувати облікову ставку на рівні 15.5% і повернеться до циклу пом'якшення процентної політики після проходження піку цінового сплеску та зниження ризику закріплення інфляції на двозначковому рівні

Приборкання високої інфляції потребує відповідних монетарних умов. З огляду на це НБУ з березня утримує облікову ставку на рівні 15.5%. Жорсткість монетарних умов і надалі забезпечуватиметься відносно високою реальною процентною ставкою ex-ante на рівні близько 8% у 2025 році, яка однак поступово знижуватиметься до 5% на прогнозованому горизонті. Збереження достатньо жорстких монетарних умов у 2018-2019 роках з утриманням реальної облікової ставки на порівняному рівні дало змогу успішно розвернути інфляційний тренд. З огляду на це жорсткість монетарних умов не є надмірною.

Графік 3.15. Облікова ставка, %



* Дефльована на модельні очікування (КПМ+). Оновлені оцінки проведено за допомогою версії КПМ+ (опис моделі див. у вставці "КПМ+": оновлена квартальна прогнозна модель для аналітичної підтримки рішень із монетарної політики" на стор. 50).
 ** Дефльована на очікування фінансових аналітиків.

Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.16. Індеси РЕОК та НЕОК гривні, I.2015 = 1



Джерело: МВФ, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

¹⁹ Згідно з Бюджетним кодексом та за договором із ЄС фінансування за механізмом ERA вважаються умовними борговими зобов'язаннями, що обслуговуються і погашаються не з бюджету, а за рахунок прибутків від знерухомлених російських активів. Кредитор (ЄС) має обмежене право вимагати повернення такого кредиту, зокрема у разі виплати репарацій за заподіяну шкоду унаслідок війни з боку росії.

Утримання відносно високої реальної процентної ставки сприятиме досягненню інфляційної цілі 5% на горизонті політики. Послаблення цінового тиску, що очікується в другому півріччі 2025 року, дасть змогу НБУ повернутися до циклу пом'якшення процентної політики. Відповідно до поточного макропрогнозу облікова ставка в IV кварталі 2025 року знизиться до 14% (у середньому за квартал).

Водночас, ураховуючи суттєвий рівень невизначеності, що в останні місяці лише посилюється, НБУ гнучко реагуватиме на зміни в балансі ризиків для цінової динаміки та інфляційних очікувань. Якщо ризики закріплення високої інфляції та розбалансування інфляційних очікувань зростуть, НБУ утримуватиме облікову ставку на поточному рівні довше, ніж передбачається оновленим макропрогнозом, та буде готовий ужити додаткових заходів.

Вставка 4. Наслідки тарифних війн для української економіки та монетарної політики

Ураховуючи передвиборчу риторику нового президента США Дональда Трампа, розворот у тарифній політиці США був очікуваним, однак його масштаб і характер став сюрпризом для всього світу. Посилення турбулентності на фінансових і товарних ринках – зайве тому підтвердження. Упродовж квітня повідомлення про перегляд американських мит чи запровадження іншими країнами контрзаходів у відповідь з'являлися ледве не щодня. Процес перезавантаження торговельних відносин у світі є дуже динамічним і спрогнозувати його кінцеву конфігурацію вкрай важко. Оновлений макропрогноз НБУ ґрунтується на припущеннях щодо помірному впливу світових тарифних війн на українську економіку, зокрема завдяки накопиченому досвіду країн щодо перебудови глобальних ланцюгів доданої вартості, високій адаптивності українських виробників до нових викликів, а також низці інших різноспрямованих ефектів, що компенсують один одного.

Наслідки для української економіки. На початку квітня США різко підвищили мита для великої кількості торговельних партнерів, однак диференційовано, тож Україна опинилася в таборі чи не найменш "постраждалих" держав. Зокрема, завдяки профіциту торгівлі товарами з Україною США застосувала проти нашої держави найнижче мито в 10%. Очікується, що прямий вплив нових тарифів на українську економіку буде незначним, оскільки обсяги вітчизняного експорту на американський ринок доволі малі. Крім того, окремі українські експортери мають можливість переорієнтувати свої поставки на інші напрямки, а деякі з них можуть отримати конкурентні переваги на тому самому американському ринку в умовах вищих бар'єрів входу для інших країн (детальніше – у вставці "Тарифна політика США – *carpe diem*" на стор. 29).

Непрямий вплив тарифних війн на українську економіку буде сильнішим. Очевидним наслідком торговельних протистоянь буде сповільнення економічної активності в окремих країнах – ОТП України, насамперед у Єврозоні та країнах ЦСЄ, що, імовірно, призведе до звуження зовнішнього попиту на українську продукцію. Це стало однією з причин погіршення прогнозу зростання ВВП України до 3.1% у 2025 році (детальніше – у розділі "Економічний розвиток" на стор. 20). Водночас, ураховуючи досвід країн з перебудови глобальних ланцюгів доданої вартості, набутий під час попередніх торговельних протистоянь і коронакризи, а також запроваджені фіскальні стимули, НБУ очікує, що сповільнення в країнах - ОТП буде нетривалим і не матиме довгострокового негативного впливу на темпи зростання реального ВВП України. Зокрема, оновлений макропрогноз передбачає пришвидшення зростання як у країнах-ОТП, так і української економіки у 2026–2027 роках.

Оцінки НБУ щодо помірному впливу тарифних війн на Україну ґрунтуються також на структурних особливостях вітчизняної економіки, зокрема значній частці аграрного експорту та високій залежності від імпорту енергоносіїв. Так, в умовах охолодження світової економіки Україна може виграти зниження цін на нафту, але навряд чи втратить ринки збуту агропродукції, попит на яку є значно менш чутливим до змін бізнес-циклів. Тим паче загострення торговельних і політичних відносин між країнами може спонукати їх до посилення власної продовольчої безпеки, а отже і нарощування запасів продовольства, яке підтримуватиме ціни на агропродукцію. Певні "дивіденди" від перебудови глобальних логістичних ланцюгів і їх часткової переорієнтації з ринку США на інші ринки може отримати і достатньо розвинутий та інвестиційно привабливий український транспортний сектор.

Додатковим чинником "стійкості" української економіки буде і властива всьому вітчизняному бізнесу адаптивність до нових викликів, чи то труднощі з логістикою, чи вихід на нові ринки збуту. Найкращим підтвердженням цьому є швидкі та водночас успішні трансформації виробничих, логістичних і торговельних зв'язків

українських підприємств під час повномасштабного вторгнення. Тож, урахувавши всі ці чинники, вплив тарифних війн на темпи економічного відновлення України через канал зовнішнього попиту має бути обмеженим і короткостроковим.

Прогноз НБУ також не передбачає суттєвого впливу тарифних війн на інфляційні процеси в Україні. З одного боку, перебудова ланцюгів створення доданої вартості у світі є витратним процесом, який до того ж супроводжуватиметься тимчасовим зниженням продуктивності. Це матиме підвищувальний тиск на ціни. Додатковим проінфляційним чинником може бути очікуване зміцнення євро, яке позначається на цінах споживчого імпорту. Однак охолодження світової економіки навпаки обмежуватиме зовнішній ціновий тиск, а пов'язане з цим зниження цін на нафту прямо підтримуватиме дезінфляційні процеси в Україні за широким спектром товарів і послуг. Крім того, переспрямування іншими країнами частини торговельних потоків із США на альтернативні ринки, у тому числі й до України, може сприяти зниженню цін на імпортовані товари споживчого призначення.

Водночас довгостроковими наслідками для України може обернутися побічний ефект тарифних війн – пришвидшення процесу деглобалізації та пов'язане з цим посилення геополітичної поляризації країн. Цей процес не є новим, він тривав і в попередні роки, проте був значно повільнішим. У результаті пришвидшення геополітичної поляризації посилюватиметься регіоналізація світу, посиляться стимули для формування не тільки нових економічних альянсів, але й політично-військових блоків (формальних чи неформальних). Високий градус напруженості у світі може ускладнювати доступ української продукції на умовно "недружні" ринки, а поява нових "гарячих" точок – знизити увагу до російсько-української війни та підтримку України загалом. Водночас посилення уваги інших країн до власної обороноздатності може бути з вигодою використане Україною, яка може постачати своїм партнерам метали, зброю і ділитися технологіями, відпрацьованими для опору російській агресії.

Наслідки для монетарної політики. Урахувавши посилення загального рівня невизначеності та турбулентності на фінансових ринках, НБУ й надалі дотримуватиметься принципів гнучкого ІТ для збереження довіри до монетарної політики та забезпечення макрофінансової стійкості. У разі загострення торговельних конфліктів і розгортання валютних війн у світі НБУ також буде готовим забезпечувати належну курсову гнучкість для уникнення накопичення значних зовнішньоекономічних дисбалансів. Водночас навіть у таких умовах НБУ зберігатиме активну участь на валютному ринку, компенсуватиме структурний дефіцит валюти приватного сектору та забезпечуватиме помірні двосторонні коливання курсу.

Варто також очікувати, що в результаті вищих ризиків для ролі долара як валюти, що домінує у світі, у тому числі в торговельних розрахунках, курс гривні відносно долара США може стати менш значущим чинником для інфляції та ВВП. Отже, НБУ уважно стежитиме за подальшими змінами ролі долара, водночас дедалі більше уваги приділяючи курсу євро та інших світових валют.

Одним із вагомих наслідків цих процесів може стати й тенденція до зменшення частки долара в структурі заощаджень в Україні. З метою підвищення ролі гривні в заощадженнях та зниження доларизації економіки НБУ й надалі підтримуватиме належні монетарні умови. Це сприятиме послабленню тиску на курс, міжнародні резерви та ціни.

Вставка 5. Чи може конфіскація знерухомлених російських активів вплинути на роль євро в глобальній економіці?

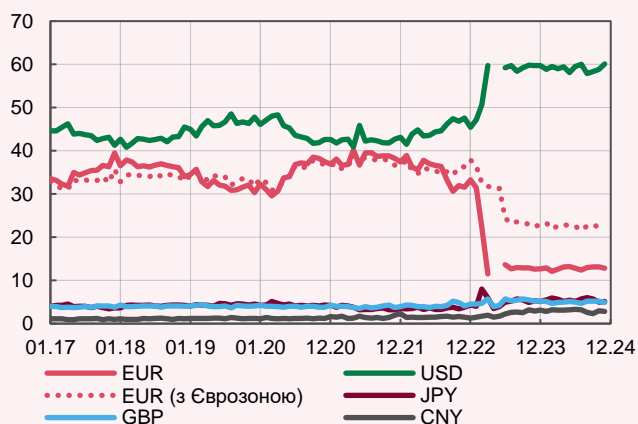
Із часу свого заснування євро впевнено посідає другу після долара США позицію як на міжнародних фінансових ринках, так і у світовій торгівлі. Однак запровадження провідними країнами санкцій проти росії через її вторгнення в Україну та посилення геополітичного суперництва між Китаєм і США актуалізувало питання домінування валют у міжнародній фінансовій системі. Однак, попри спроби пошуку альтернатив окремими країнами ЄМ, роль євро (як другої світової валюти) залишається непохитною. Тож скоординовані з іншими розвиненими країнами заходи із повної конфіскації російських суверенних активів не зможуть послабити роль євро і навряд чи матимуть матеріальний вплив на сприйняття цієї валюти.

У січні 2025 року Україна [отримала](#) перші 3 млрд євро від ЄС у межах програми позик ERA, яку буде погашено за рахунок надходжень від знерухомлених російських активів. Ця подія не спричинила помітної реакції на валютних чи фондових ринках, як і попередні етапи узгодження цієї програми в [червні](#) та [жовтні](#) 2024 року чи [дозвіл](#) на безпосереднє використання надприбутків центральних депозитаріїв для підтримки України в травні 2024 року. Однак навіть такі обмежені заходи раніше викликали в ЄЦБ побоювання щодо потенційного негативного впливу на роль євро у світовій фінансовій системі, зокрема через відмову інших центральних банків від використання резервних активів у євро, зростання витрат на фінансування для країн ЄС унаслідок збільшення доходностей у євро, диверсифікацію валют у торговельних розрахунках тощо.

У контексті неоднозначної позиції США в Європі знову [активізувалися](#) заяви щодо необхідності конфіскувати основну суму знерухомлених російських активів на користь України. Натомість ЄЦБ [наполягає](#) на ризиках, насамперед для євро. Непублічний тиск третіх країн, зокрема [Китаю](#), [Індонезії](#) і [Саудівської Аравії](#) (остання навіть погрозувала продажем європейських активів у відповідь на конфіскацію російських), лише посилюють занепокоєння.

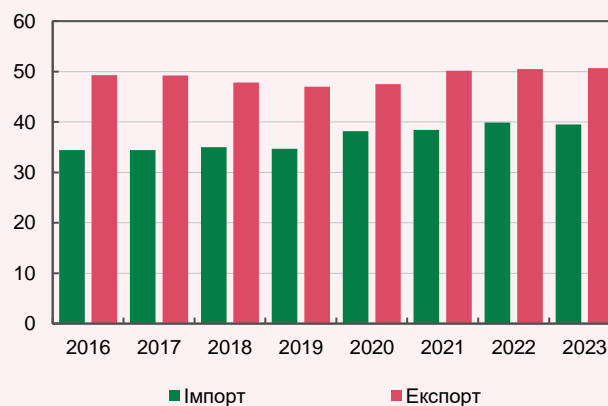
Тим часом проведений НБУ аналіз усіх аспектів позиції євро в глобальному середовищі підтвердив, що загрози для ролі цієї валюти в разі повної конфіскації знерухомлених російських активів на користь України немає.

Графік 1. Частки валют у платежах системи SWIFT, за вирахуванням платежів усередині Єврозони, %



Джерело: SWIFT.

Графік 2. Частка євро в торгівлі ЄС із третіми країнами, %



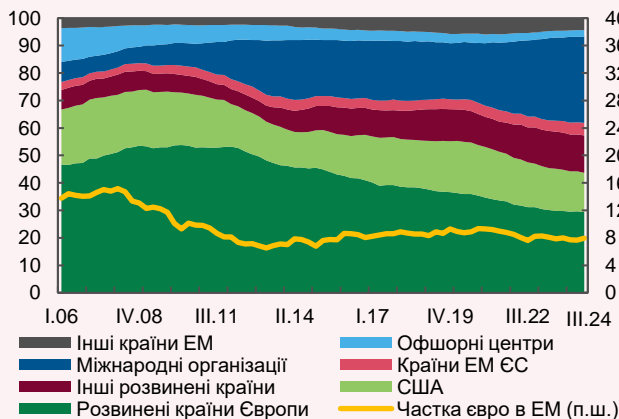
Джерело: Eurostat.

У міжнародній торгівлі глобальну валюту характеризує не лише її використання в розрахунках країни-емітента із зовнішнім світом, а й у торговельних операціях третіх країн між собою. Якщо в розрахунках європейських країн євро стабільно посідає перше місце в експорті та друге в імпорті, то інші країни користуються ним

нечасто, що і визначає його регіональний статус. Так, частка євро в торговому фінансуванні протягом попередніх п'яти років коливалася в межах 6%, значно поступаючись долару США. Водночас частка євро в міжнародних платежах у системі SWIFT у 2019 році становила понад 30%. Євро частіше використовувалося в Європі, окремих країнах Африки та Ірані. Однак з початку 2023 року частка євро суттєво скоротилася й стабілізувалася на рівні близько 13%, що зумовлювалося значними інфраструктурними змінами в платіжних системах в Європі.

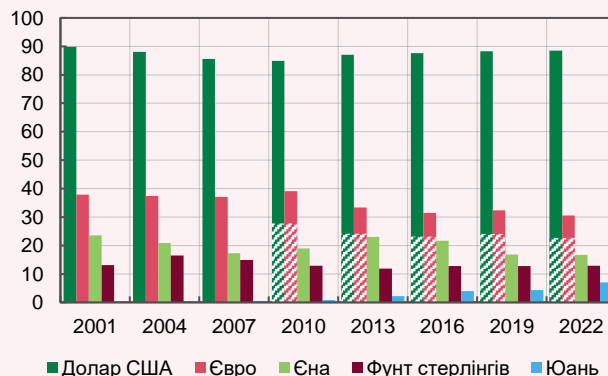
У міжнародних фінансових операціях євро займає вагому частку також у країнах Європи. Частка облігацій, номінованих в євро, випущених цими країнами, становить понад 40%, тоді як у решті регіонів вона здебільшого не перевищує 20% (за винятком розвинених країн Північної Америки, де вона вища). Загалом наприкінці III кварталу 2024 року в євро було номіновано 23.7% непогашених облігацій у світі, а в країнах ЕМ – лише близько 8%. Популярність цієї валюти суттєво знизилася внаслідок світової фінансової та боргової криз і частково відновилася з 2018 року насамперед в Європі та Північній Америці. Більше половини всього обсягу непогашених боргових цінних паперів (ЦП), номінованих в євро, було емітовано розвиненими країнами, насамперед європейськими, ще понад 30% – міжнародними організаціями. Частка останніх суттєво розширилася з 2020 року, зокрема на тлі нарощування випуску облігацій ЄС. Натомість частка боргових ЦП, номінованих в євро, випущених країнами ЕМ, хоч і поступово зростає після 2012 року до свого максимуму в майже 6% у 2020–2021 роках, однак надалі знизилася до близько 4%, зокрема через скорочення відповідного боргу Китаєм, Індонезією, Росією. Оцінено, що в разі відмови країн ЕМ поза ЄС від випуску таких зобов'язань частка євро у загальному обсязі облігацій (в усіх валютах) у III кварталі 2024 року зменшилася б на 1 в. п. – до 22.7%.

Графік 3. Непогашені міжнародні облігації в євро за регіонами емісії, на кінець періоду, %



Джерело: BIS, розрахунки НБУ.

Графік 4. Частки валют у позабіржовому обороті валютного ринку, %



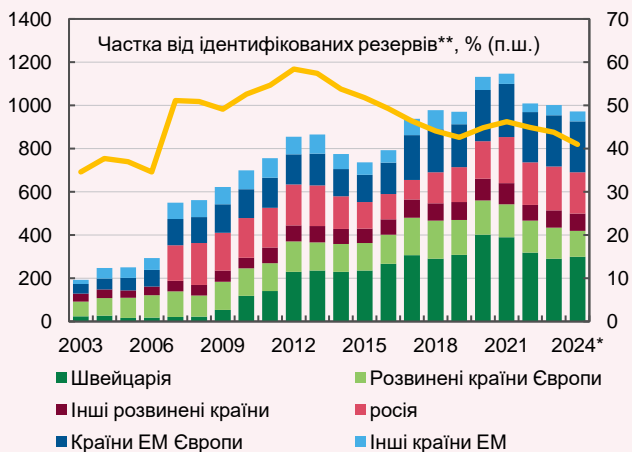
Заштрихована частина стовпчика позначає частку пари USD/EUR. Джерело: BIS Triennial Central Bank Survey.

Аналогічні тенденції спостерігалися й у міжнародному банківському кредитуванні. Основним його центром була Великобританія – її частка в наданих кредитах у євро зростає навіть після Brexit до 51% наприкінці 2022 року. Натомість частка банків усіх країн ЕМ (разом із європейськими) становила лише близько 7% від усіх кредитів у євро. Частка країн ЕМ у непогашених міжнародних кредитах в євро з 2013 року коливалася в межах 25–30%, де вагоме місце посідали не лише країни ЦСЄ, а й такі країни, як Китай, ОАЕ, Катар, Туреччина. Зазвичай міцніші торгові та фінансові зв'язки країни з емітентом валюти позначалися на збільшенні обсягу банківських кредитів у відповідній валюті. За оцінкою ЄЦБ, як в євро, так і в долара США існував прямий взаємозв'язок між частками валюти в розрахунках за зовнішньоекономічною діяльністю та банківському кредитуванні. Проте ці обсяги були достатньо помірними. Повна відмова країн ЕМ поза ЄС зменшила б загальну частку кредитів у євро на 2.7 в. п. (до 23.8% у III кварталі 2024 року).

Позиції валют на міжнародних валютних ринках загалом відображають їхню роль у міжнародній торгівлі та на світовому ринку капіталу, зокрема через мережеві ефекти (Shin, 2023). Частка євро, хоча й дещо знизилася після боргової кризи на початку 2010-х років, але становила 30.5% світового обороту у 2022 році. Так, на ринках країн Європи частка євро переважно була вищою, зокрема в Польщі, Швеції, Угорщині понад 50% трансакцій відбувалося в євро, у Болгарії і Румунії – понад 90%, тоді як в Японії, ПАР, Китаї – менше 15%. Загалом на пари євро із європейськими валютами припадало близько 4.4% операцій, на EUR/CNY – 0.1%, інші – у доларах. Оцінено, що відмова всіх інших країн²⁰ і Китаю від використання євро на валютному ринку за інших рівних умов зменшила б його частку лише на 1.4 в. п. Однак, імовірно, певного зниження зазнала б і торгівля парою USD/EUR, адже у Сінгапурі та Гонконзі здійснюється 8.5% валютних трансакцій за участю євро (близько 2.6% світового обороту). Основні ж обсяги торгівлі євро (82%) традиційно зосереджувалися в Британії, США, Єврозоні, Швейцарії.

Загальна частка євро в офіційних валютних резервах країн світу з 2015 року стабілізувалася на рівні 20%. За розрахунками НБУ на основі даних ЄЦБ, інших ЦБ, Chinn et al. (2022) та Iancu et al. (2020), країнами з найбільшими валютними резервами в євро є росія та Швейцарія: на них припадає близько половини ідентифікованих і понад 20% загальних резервів у євро. Ще близько 13% належали країнам-членам ЄС поза Єврозоною та іншим розвиненим країнами Європи, відповідно до їхніх міцних стратегічних, торгових і фінансових зв'язків з Єврозоною. Проте частка ідентифікованих резервів у євро становила в різні періоди лише 40–60%. Окремі країни зі значними обсягами міжнародних резервів, насамперед Китай, Індія, Тайвань, Сінгапур і Японія, не оприлюднюють їхню валютну структуру.

Графік 5. Ідентифіковані резерви в євро за країнами, млрд дол. США



* Попередні дані. Для росії 2022-2024 роки – розрахунок НБУ.
 ** Сума резервів у євро за представленими країнами як частка всіх ідентифікованих резервів у євро. Незбалансована панель у різні періоди включає від 12 до 41 країни.
 Джерело: ЄЦБ, МВФ, Chinn et al. (2022), Iancu et al. (2020), офіційні сторінки ЦБ, розрахунки НБУ.

Графік 6. Зміна частки євро у валютній структурі міжнародних резервів, серед дохідностей облігацій Німеччини і США, в.п.



Джерело: ЄЦБ, Bloomberg.

Якщо вплив геополітичних чинників переважатиме економічну доцільність під час формування резервів у наступні роки, як про це свідчить низка опитувань ЦБ (OMFIF, Central Banking, HSBC, Invesco), то роль євро у світовій фінансовій системі може знизитися, а фінансова стабільність в Єврозоні може опинитися під загрозою. У власності офіційних інвесторів з країн BRICS+ (без росії) нараховувалося державних облігацій, номінованих в євро, на суму близько

²⁰ Крім Великобританії, Японії, Швейцарії, Швеції, Норвегії, Австралії, Канади, Польщі, Данії, Угорщини, Чехії, обсяг трансакцій з якими деталізований у звіті BIS.

610 млрд євро на кінець 2023 року (+50 млрд євро за 2023 рік), тож їх продаж у відповідь на конфіскацію російських активів призвів би до значного посилення фінансових умов у Єврозоні.

Однак із технічної точки зору повна ліквідація резервів у євро є малоімовірною. По-перше, одночасний продаж таких обсягів облігацій призведе до збитків ЦБ відповідних країн. По-друге, синхронна конфіскація російських активів усіма розвиненими країнами обмежуватиме можливості диверсифікації резервів, адже саме ці країни мають найбільше інструментів відповідного [стандартам](#) рівня безпечності (збереження капіталу) і ліквідності. Політика управління резервами дає змогу тримати облігації країн ЕМ лише 32% ЦБ, а їх фактична частка в резервах була у 2021 році в середньому близько 1.2% (медіана за країнами – 0%). До того ж, Китай не може інвестувати власні міжнародні резерви в юань, що суттєво [стримує](#) підвищення ролі цієї валюти. Водночас близько 70% ЦБ, [опитаних OMFIF](#), навпаки, вважають геополітичний чинник перешкодою накопиченню саме китайських активів. Наприклад, ЦБ Чехії [ліквідував](#) близько 2.3 млрд дол. резервів у юані (майже 2% загального обсягу) до кінця II кварталу 2023 року.

Залишається також певний потенціал для диверсифікації в золото: з 2022 року щорічні обсяги купівлі цього металу становили [понад 1000 тонн](#), тоді як десятиліття до того – [близько 500 тонн](#) у середньому. Однак лише [третина](#) опитаних OMFIF керувалася геополітичними міркуваннями щодо збільшення запасу золота. Крім того, золото має низку недоліків (витрати на зберігання, низька ліквідність, нульова дохідність), що робить його більш привабливим насамперед для потенційно підсанкційних країн ([Arslanalp et al., 2023](#)).

Безпосередня конфіскація російських активів, що становлять більше 8% загального обсягу резервів у євро, та передача їх в управління, наприклад, у міжнародний [трастовий фонд](#), може механічно знизити частку євро в резервах на майже 1.1 в. п., але економічного змісту така зміна не матиме.

Однак статистичні дані та очікування в Європі є достатньо позитивними, а досягнення консенсусу щодо ініціативи ERA Loans for Ukraine, ймовірно, не мало доведеного негативного впливу ані на роль чи статус євро як другої провідної валюти офіційних резервів, ані на капіталовкладення третіх країн у Єврозону, ні на очікування інвесторів та рівень довіри до цінних паперів, європейського ринку і загалом фінансової системи регіону.

Попри обмеження торгівлі ЄС із росією та накладені санкції (разом із знерухомленням російських активів), частка євро в торговельних розрахунках і фінансових операціях залишається майже незмінною. Тож повна конфіскація російських активів на користь України, ймовірно, матиме незначний вплив на сприйняття третіми країнами ризиків щодо використання євро. Синхронна конфіскація всіма розвиненими країнами також обмежуватиме можливості диверсифікації резервів країнами ЕМ, зокрема Китаєм. Крім того, в умовах високої турбулентності євро може навіть отримати переваги відносно долара США й інших валют.

Вставка 6. КПМ+: оновлена квартальна прогнозна модель для аналітичної підтримки рішень із монетарної політики

НБУ використовує напівструктурну квартальну прогнозну модель (КПМ) для побудови макроекономічних прогнозів розвитку України й аналізу монетарної політики (детальніше – див. вставку "Квартальна прогнозна модель для аналітичної підтримки рішень з монетарної політики" в [Інфляційному звіті за січень 2020](#)). Оновлена версія моделі (КПМ+) у використанні НБУ враховує зміни, що відбулися в економіці України в останні роки. Серед них – зростання ролі євро та зміна режимів валютно-курсової політики. Крім того, модель прямо інкорпорує різні неявні цілі для компонентів споживчої інфляції. Поточний макроекономічний прогноз побудовано з використанням КПМ+.

КПМ+ підкреслює роль Єврозони як найбільшого торговельного партнера України. У моделі курс гривні до євро є визначальним для імпортованої інфляції, а зовнішній попит на вітчизняні товари та послуги передусім залежить від економічного циклу Єврозони. Євро стає дедалі важливішою валютою для зовнішньоекономічних розрахунків України. На євроінтеграційному шляху України роль Єврозони надалі зростатиме. Попередня версія моделі зосереджувалася на обмінному курсі гривні до долара США та групувала ВВП Єврозони в один індекс разом з іншими країнами – ОТП України. Поточна версія окремо виділяє ВВП, інфляцію та процентну ставку в Єврозоні, а також враховує взаємозв'язки між ними.

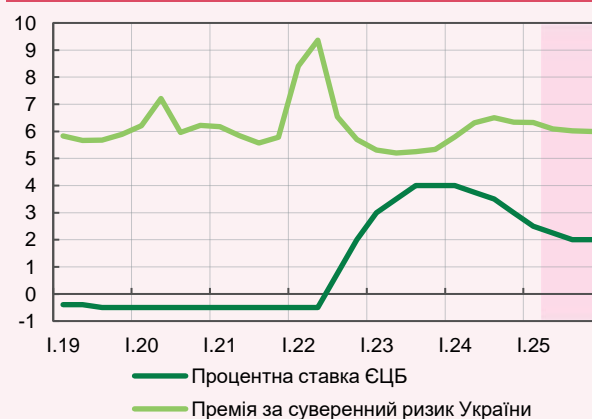
Згідно з модельованим непокритим паритетом процентних ставок (НППС), номінальний обмінний курс гривні до євро залежить від диференціалу процентних ставок НБУ та ЄЦБ, а також премії за суверенний ризик України. Вища ставка за депозитними сертифікатами овернайт НБУ порівняно з аналогічною ставкою ЄЦБ сприяє зміцненню гривні, оскільки збільшує інвестиційну привабливість гривневих фінансових активів, заохочує приплив іноземного капіталу та зростання гривневих заощаджень.

Графік 1. РЕОК гривні та реальний обмінний курс (РОК) гривні до євро, I.2023 = 1



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2. Процентна ставка ЄЦБ, %, та премія за суверенний ризик України, в.п.



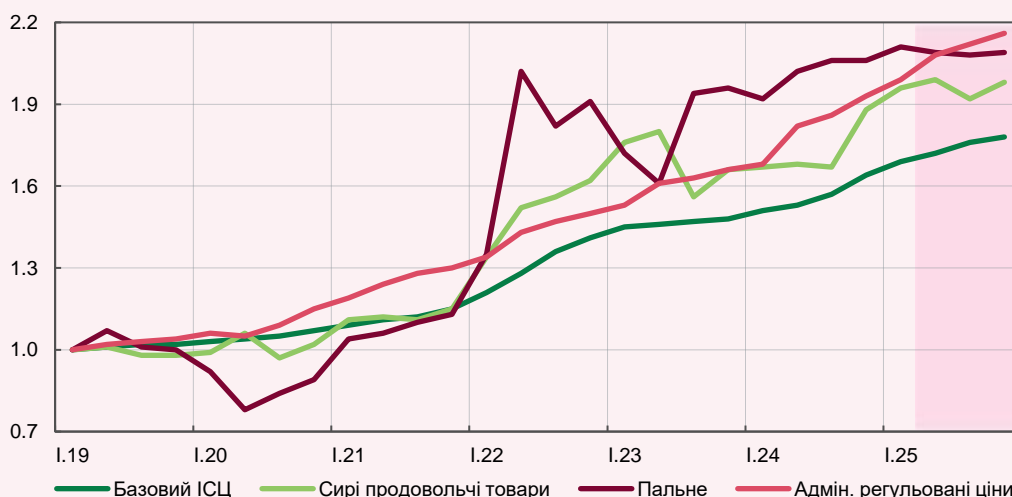
Джерело: ЄЦБ, розрахунки НБУ.

НППС у КПМ+ враховує премію за суверенний ризик України (оціночна величина), яка зменшує інвестиційну привабливість гривневих активів і відповідно коригує диференціал процентних ставок. Згідно з модельними оцінками ця премія значно зросла в першій половині 2022 року на тлі повномасштабного російського вторгнення, проте пізніше знизилася та коливалася навколо свого середньострокового рівноважного рівня 6 в.п. річних. Зниження премії за ризик відображає неринкові припливи міжнародної фінансової допомоги, що надходить як гранти або пільгове кредитування. Відносно низька премія знижує тиск на номінальний обмінний курс. Водночас інвестиційні ризики в Україні є вищими, ніж в інших країнах Східної Європи, що підвищує рівноважну облікову ставку НБУ.

Дія механізму НППС в Україні значно послаблюється обмеженнями на рух капіталу, що запроваджені на початку 2022 року. Натомість вагому роль у формуванні обмінного курсу відіграє валютно-курсова політика НБУ (валютні інтервенції), спрямована на підтримку стійкості валютного ринку за рахунок перерозподілу структурного профіциту валюти з державного сектору в приватний. КПМ+ припускає згладжування коливань курсу гривні до долара США (у березні цього року 100% валютних інтервенцій деноміновано саме в доларах, як і 84% міжнародних резервів).

КПМ+ прямо враховує тренди в змінах відносних цін, а отже – різні рівноважні темпи зростання компонент ІСЦ. Цільовим рівнем загальної споживчої інфляції залишається 5% річних, проте неявні цілі для її компонент відрізняються. Так, адміністративно регульовані ціни (підакцизні товари, крім палива, комунальні послуги тощо) зростають швидше за інші компоненти через суттєве підвищення на прогнозованому горизонті акцизів на тютюн та алкоголь, а також необхідність приведення тарифів на ЖКП до ринкових рівнів. У моделі закладено рівноважні темпи зростання адміністративно регульованих цін на рівні близько 12% річних на прогнозованому горизонті.

Графік 3. Компоненти ІСЦ, індекси, І.2019 = 1

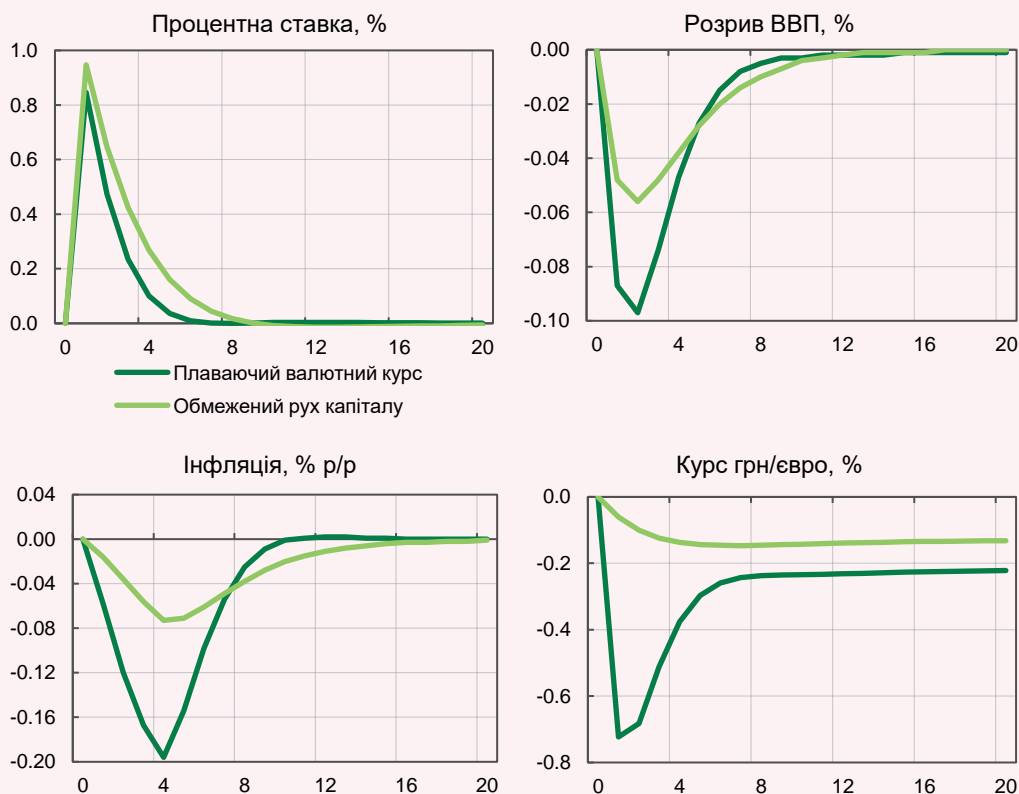


Джерело: розрахунки НБУ.

Ціни на набір сирих продовольчих товарів (овочі, фрукти, м'ясо тощо) зростатимуть повільніше, на 4% річних, оскільки вони вже наблизилися до світових унаслідок високої торговельної відкритості України. Ціни на пальне в рівноважному стані зростатимуть на 5% за рік за умови поступового зростання акцизів і витрат навіть за помірного зниження світових цін на нафту. Базова інфляція (послуги, оброблені продукти харчування та інше) найбільше реагує на внутрішній споживчий попит і заходи монетарної політики. НБУ спрямовуватиме її до 3% річних для приведення загальної споживчої інфляції до 5% річних.

Трансмісія від зміни облікової процентної ставки на інфляцію знизилася через майже припинений наразі ринковий транскордонний рух капіталу, хоча різниці в процентних ставках залишається важливим елементом вибору між активами в різних валютах для українських резидентів. Модельні симуляції відгуків основних макроекономічних змінних на тимчасове неочікуване зростання (шок) гривневої процентної ставки демонструють зміцнення обмінного курсу та стримування сукупного попиту. У результаті інфляція сповільнюється. Водночас відгуки в умовах обмеженого руху капіталу та керованої гнучкості (поточний режим монетарної політики) є набагато менш вираженими, ніж могли бути в режимі вільного руху капіталу та плаваючого обмінного курсу.

Графік 4. Функції відгуку на шок облікової процентної ставки, % (по осі x – квартали)



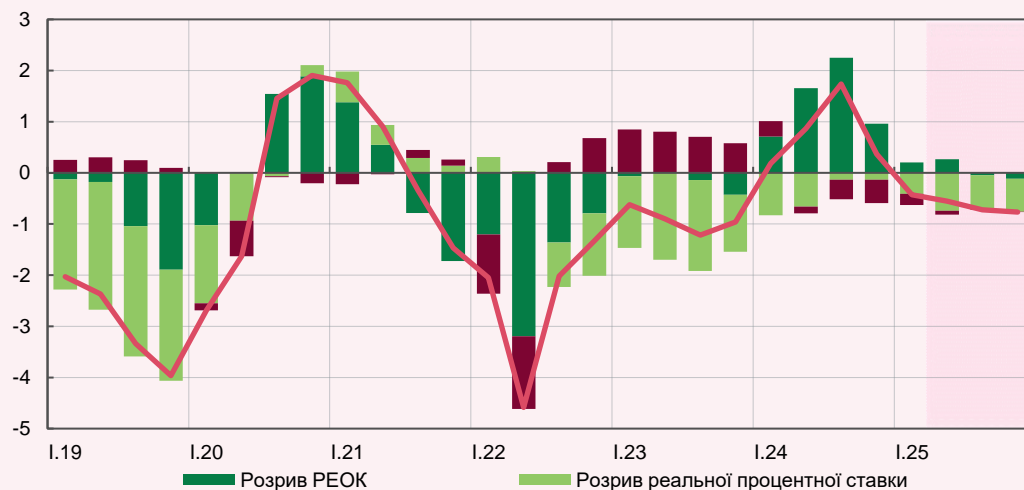
Джерело: розрахунки НБУ.

Ключовою перепоною для монетарної трансмісії у звичному розумінні є нереалістичність залучення іноземних інвесторів до торгівлі гривневими цінними паперами на ринкових засадах. Тому нещодавні рішення про підвищення облікової ставки спрямовані на заохочення гривневих заощаджень вітчизняних економічних агентів. Процентна ставка досі впливає на економічну активність та інфляцію через вплив на вартість гривневих запозичень та заощаджень. Однак і цей канал послабився під час повномасштабного вторгнення (детальніше – див. вставку "Трансмісія облікової ставки НБУ в ставки за строковими гривневими депозитами домогосподарств" в [Інфляційному звіті за липень 2023](#)). За умов економічної нормалізації й збільшення інвестиційної привабливості України НБУ пом'якшуватиме обмеження на рух капіталу та збільшуватиме гнучкість обмінного курсу, що посилить трансмісію процентної ставки.

КПМ+ оцінює вплив монетарної політики на циклічні коливання економічної активності (розрив ВВП) за допомогою так званого індексу монетарних умов, що містить зважену суму розривів реальної процентної ставки, РЕОК гривні, та премії за суверенний ризик. Реальна процентна ставка відображає вартість гривневих запозичень та заощаджень скориговану на модельні інфляційні очікування економічних агентів. Внесок процентної ставки сприяв посиленню монетарних умов з другої половини 2022 року, проте наблизився до нейтрального наприкінці 2024 року. У 2025 році реальна процентна ставка знову посилює монетарні умови.

РЕОК гривні відображає конкурентоспроможність цін вітчизняних виробників порівняно з іноземними. Внесок РЕОК був від'ємним у 2022 році: обмінний курс був відносно міцним як для економіки, що втратила велику частину виробничого потенціалу внаслідок російського вторгнення. Переоцінений РЕОК стимулював імпорт, проте дав змогу запобігти неконтрольованому зростанню інфляції. У 2024 році РЕОК був недооціненим через номінальну девальвацію. На прогнозованому горизонті РЕОК залишається близьким до рівноважного, а його внесок у монетарні умови – близьким до нейтрального.

Графік 5. Індекс монетарних умов та його декомпозиція на чинники, в.п.



Джерело: розрахунки НБУ.

Третім визначальним чинником індексу монетарних умов є премія за суверенний ризик, на яку монетарна політика не має безпосереднього впливу. Премія відіграє роль схожу до реальної процентної ставки, оскільки відображає привабливість гривневих фінансових активів для іноземних інвесторів і визначає вартість запозичень для підприємств, що можуть брати кредити за кордоном. Початок повномасштабного вторгнення значно підвищив премію за ризик, що було одним із чинників економічного падіння 2022 року. У 2023 році Україна стала "привабливим" пунктом призначення для міжнародної фінансової допомоги, що КПМ+ розцінює як зниження премії за ризик і тимчасовий економічний стимул. У 2024–2025 роках премія не відіграє вагомої ролі, оскільки фінансова допомога є відносно ритмічною, а ринкового іноземного фінансування фактично немає.

Монетарні умови загалом були жорсткими у 2022-2023 роках, однак їх компоненти змінювалися. У першій половині 2022 року найбільші внески забезпечували РЕОК та премія за ризик, а з другої половини 2022 року – реальна процентна ставка. У 2024 році монетарні умови пом'якшилися за рахунок відносно слабкого РЕОК та циклу зниження облікової ставки, що наблизилася до свого рівноважного рівня. У середньостроковій перспективі стримування циклічного споживчого попиту і повернення інфляції до цілі потребуватимуть утримання жорстких монетарних умов, які забезпечуватимуться відносно високою реальною процентною ставкою.

КПМ чи інша подібна модель є невід'ємною складовою системи прогнозування й аналізу політики в будь-якому центральному банку – таргетері інфляції. Вона повинна адаптуватися до змін структури економіки чи режимів монетарної політики. Подальше вдосконалення моделі спиратиметься на досвід досліджень МВФ щодо інтегрованої системи політики (Integrated Policy Framework) і наслідуватиме модель прогнозування внутрішнього та зовнішнього балансу (FINEX). Робота над подальшими версіями КПМ фокусуватиметься на інтеграції декомпозиції ВВП за категоріями витрат, урахуванні показників платіжного балансу та кількісному оцінюванні впливу валютних інтервенцій на курсову динаміку.

Розділ 4. Припущення та ризики прогнозу

- Макроекономічний прогноз ґрунтується на низці припущень щодо поступової нормалізації умов функціонування економіки. Так, припускається зменшення дефіциту державного бюджету та збільшення ролі внутрішніх джерел у фінансуванні його видатків. Відповідно після рекордних цьогорічних надходжень зовнішня фінансова допомога зменшиться в наступні роки. Дефіцит електроенергії скорочуватиметься завдяки відновленню інфраструктури, також поступово відновлюватиметься видобуток природного газу.
- Основні ризики цього макропрогнозу пов'язані з перебігом війни: виникненням додаткових бюджетних потреб, передусім для підтримання обороноздатності, потенційною необхідністю підвищення податків, подальшим пошкодженням критичної інфраструктури і виробничих потужностей, а також поглибленням негативних міграційних тенденцій.
- Ці ризики додатково посилюються зростанням геополітичної невизначеності та пришвидшенням деглобалізації, у тому числі стрімким загостренням торговельних протистоянь у світі. Водночас такі протистояння залежно від їхнього характеру та масштабу можуть надати українській економіці й певні переваги. Зберігається і ймовірність реалізації низки інших позитивних сценаріїв, пов'язаних із зусиллями щодо забезпечення справедливого й тривалого миру для України, а також посиленням міжнародної фінансової допомоги.

НБУ припускає поступову нормалізацію безпекових умов на прогнозному горизонті. Перебіг повномасштабної війни залишається основним ризиком прогнозу

Основним припущенням цього макропрогнозу є поступова нормалізація економічної діяльності впродовж наступних років. Швидкість повернення економіки до нормальних умов функціонування передусім залежатиме від характеру й тривалості війни, а також результатів зусиль із забезпечення справедливого та тривалого миру в Україні. Війна, що триває, генерує ризики подальшого зниження економічного потенціалу, зокрема через втрати людей, територій і виробництв, що обмежує можливості швидкого економічного зростання. Воєнні ризики для України також посилюються зростанням геополітичної напруженості у світі. Водночас зберігається і позитивний ризик щодо відносно швидкого досягнення справедливого миру для України зусиллями міжнародної спільноти, що суттєво поліпшить перспективи відновлення економіки.

Припускається суттєве зменшення дефіциту бюджету на прогнозному горизонті. Проте ризики збільшення потреб на підтримку обороноздатності залишаються значними

НБУ зберіг прогноз дефіциту бюджету на 2025 рік на рівні 19% ВВП (без урахування грантів у доходах), що буде профінансовано насамперед за рахунок зовнішньої допомоги. Видатки бюджету залишатимуться значними і в наступні роки, оскільки зберігатиметься необхідність підтримки обороноздатності та відбудови, а також дотримання соціальних зобов'язань держави. Водночас нормалізація роботи економіки, скорочення окремих статей видатків і відповідне зниження потреб у зовнішньому фінансуванні сприятимуть скороченню дефіциту бюджету до близько 7% ВВП у 2027 році.

Однак залишається високим ризик виникнення додаткових фінансових потреб сектору оборони або пов'язаних із відновленням критичної інфраструктури. Їх фінансування з урахуванням номінального зростання економіки може частково бути профінансовано збільшеними доходами бюджету. Однак цілком імовірним є сценарій, коли дефіцит бюджету відносно ВВП збережеться на рівні попереднього року. Значна частина додаткових видатків для забезпечення потреб сектору

оборони, імовірно, спрямовуватиметься на імпорتنі товари, що розширюватиме торговельний дефіцит. НБУ компенсуватиме вищий імпорт валютними інтервенціями. У результаті міжнародні резерви будуть нижчими, проте залишатимуться достатніми для забезпечення стійкості валютного ринку. З огляду на високу імовірність реалізації такого сценарію, рекордний обсяг міжнародних резервів, який закладено в прогноз за базовим сценарієм, не має вважатися надмірним та створювати підґрунтя для невиправданого оптимізму в ухваленні рішень з економічної політики. В умовах спрямування більшої частини видатків на імпорт зростання дефіциту не дасть суттєвого поштовху економічному зростанню. Вплив на інфляцію також буде незначним.

Вищі бюджетні видатки можуть бути профінансовані за рахунок використання буфера міжнародної допомоги, створення якого очікується у 2025 році. Цей буфер може бути використаний як у разі збільшення потреб оборони у 2025 році, так і для фінансування додаткового дефіциту бюджету наступних років. Збільшення бюджетного дефіциту у 2025 році зменшить перехідні залишки коштів уряду на наступний рік, які передбачені в базовому сценарії, що потребуватиме збільшення залучень у наступні роки. Очікується, що уряд здійснюватиме пошук додаткових джерел фінансування шляхом мобілізації внутрішніх ресурсів або ж зовнішньої допомоги без звернення до емісійного фінансування дефіциту бюджету.

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

Базовий сценарій прогнозу враховує ефекти від попередніх змін окремих податків, зокрема підвищення військового збору наприкінці 2024 року. Проте в разі виникнення додаткових потреб бюджету джерелом їх фінансування може бути підвищення чинних ставок та/або введення нових податків, що є ризиком для базового сценарію макропрогнозу. Такі податкові ініціативи можуть мати різний вплив на інфляцію залежно від їх параметрів. Потенційне підвищення прямих податків зменшуватиме інфляційний тиск або ж матиме нейтральний ефект на інфляцію через обмеження приватного споживання, компенсуючи таким чином вплив від більших бюджетних видатків. Підвищення податків на споживання містить більше проінфляційних ризиків, адже безпосередньо відобразиться в зростанні споживчих цін. Монетарна політика НБУ реагуватиме на можливі податкові зміни залежно від їх параметрів та оцінки впливу на інфляційні процеси, водночас ураховуючи гнучкість режиму інфляційного таргетування в толеруванні тимчасових короткострокових шоків.

У базовому сценарії прогнозу припускається суттєве збільшення зовнішньої фінансової підтримки у 2025 році через перерозподіл коштів за механізмом ERA з 2026 року. У 2026–2027 роках обсяги міжнародної допомоги суттєво зменшаться, хоч і залишатимуться значними. Проте є як ризики, пов'язані з недоотриманням та неритмічністю, так і надходженням більших обсягів допомоги в наступні роки

Очікується, що цього року Україна отримає рекордні обсяги зовнішньої фінансової допомоги. У базовому сценарії прогнозу припускається отримання 55 млрд дол., 17 млрд дол. та 15 млрд дол. міжнародної допомоги у 2025–2027 роках відповідно. У 2025 році більша частина зовнішньої фінансової підтримки надійде в межах механізму ERA Loans. Решта коштів за цією програмою буде отримана протягом наступних років. Частина цього фінансування спрямовуватиметься безпосередньо на оборонні видатки. Кошти за програмою ERA надходять як гранти та позики. Позики ERA враховуватимуться в зовнішньому борзі України, однак вираховуються з нього під час аналізу його стійкості відповідно до методології МВФ, оскільки виплати і обслуговування здійснюватимуться за рахунок майбутніх доходів від знерухомлених суверенних активів рф.

У 2025–2026 роках ризик недоотримання очікуваного міжнародного фінансування знизився, проте процеси деглобалізації та пов'язані з ним ризики поляризації світу створюватимуть тиск на державні фінанси союзників України, що може перешкоджати виділенню коштів на підтримку її обороноздатності. Реалізація такого ризику вимагатиме впровадження додаткових заходів мобілізації доходів

бюджету, скорочення видатків та збільшення обсягів ринкових залучень. Якщо цих заходів буде замало, зростатиме ризик поновлення емісійного фінансування бюджету. У разі зростання інфляційного тиску НБУ проводитиме жорсткішу монетарну політику.

Із початку повномасштабного вторгнення НБУ переглядав припущення щодо зовнішнього фінансування в бік підвищення в міру зростання потреб та посилення підтримки міжнародних партнерів. Збільшення видатків на оборону європейських країн-союзників може сприяти і більшій підтримці України як у формі військової допомоги, так і фінансової. За такого сценарію міжнародні резерви будуть вищими, ніж у базовому сценарії, що посилюватиме зовнішню стійкість держави та формуватиме позитивні очікування на валютному ринку. Це дасть змогу проводити м'якшу монетарну політику.

НБУ очікує мінімальний прямий вплив нових тарифів США на експорт

Обсяги українського експорту в США у 2024 році становили лише 2.2% (0.9 млрд дол.) від загального експорту товарів. Його основу формують чавун (42% експорту до США), труби (13%) та окремі продовольчі товари (15.8%, найбільше – олія, мед та соки). За оцінками НБУ, експорт продукції металургії не зазнає критичних змін через відносно високу частку імпорту чавуну в споживанні його США (близько 20% у 2023 році). Також попередній досвід демонструє, що навіть за наявності антидемпінгових мит із боку США експорт трубної продукції зберігається. Ураховуючи низьку еластичність продовольчих товарів за ціною, популярність цієї продукції на інших ринках і нові можливості для експортерів унаслідок закриття ринків для американської продукції очікуються успішна переорієнтація на інші ринки та мінімальні втрати для експортерів.

Водночас зростає геополітична невизначеність, активізуються процеси деглобалізації, у тому числі через стрімке загострення торговельних протистоянь у світі (детальніше – у вставці "Тарифна політика США – *carpe diem*" на стор. 29). Якщо зазначені процеси будуть тривалими, матимуть тенденцію до подальшого наростання та супроводжуватимуться стрімкою політичною поляризацією країн, зовнішнє середовище може бути менш сприятливим, ніж передбачено поточним макропрогнозом. Це може загрожувати суттєвішим і тривалішим, ніж очікується, послабленням світової економіки та зовнішнього попиту. Однак ціни на продовольство, імовірно, не знижуватимуться, ураховуючи стимули для формування запасів на тлі нестійкої ситуації в глобальному політичному середовищі.

Проте, торговельно-політичні протистояння залежно від їхнього характеру та масштабу можуть надати українській економіці й певні переваги (детальніше – у вставці "Наслідки тарифних війн для української економіки та монетарної політики" на стор. 44). Зокрема, можливим є зниження цін на енергоресурси на тлі охолодження світової економіки, підтримка попиту на українські метали й оборонні технології в умовах зростання напруженості між країнами. Крім того, можливе активніше використання транспортного та інвестиційного потенціалу України з огляду на перебудову логістичних і виробничих ланцюгів. Додатковим компенсатором може бути і високий рівень адаптивності українського бізнесу, що сприятиме переспрямуванню експорту на доступніші ринки.

Базовий сценарій передбачає продовження дії угоди про безмитний режим торгівлі з ЄС на подібних або відносно близьких до попередньої версії умовах, тоді як реалізація ризику щодо припинення дії угоди може мати відчутний негативний вплив на український експорт товарів

Запровадження торговельних преференцій з 2014 року і ЗВТ із країнами ЄС з 2016 року сприяло значному нарощуванню поставок продовольчих товарів до цих країн. Після початку повномасштабного вторгнення росії у 2022 році морські шляхи було заблоковано. У результаті почалася активна розбудова альтернативних маршрутів постачання і переспрямування частини товарів до країн-сусідів. Це разом із запровадженням безмитної та безквотної торгівлі з ЄС сприяло значному

зростанню експорту насамперед продовольчих товарів до ЄС (у 1.7 раза, або на 5.2 млрд дол.). Однак надалі експорт продовольчих товарів до країн ЄС залишався майже незмінним.

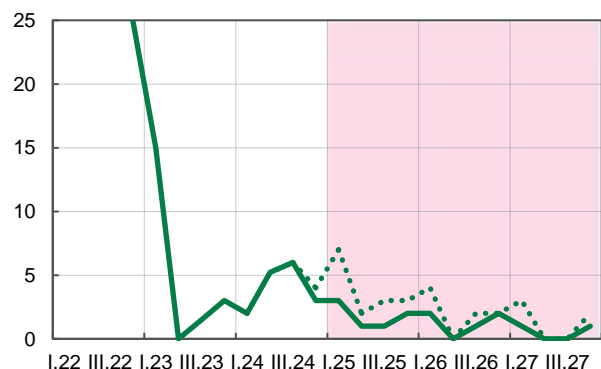
Повернення до угоди 2021 року розглядається як ризик базового сценарію. У разі його реалізації чисті втрати експорту товарів можуть становити близько 1 млрд дол. на рік. Більших втрат можна уникнути завдяки можливостям нарощування поставок до країн Африки та Азії та активному освоєнню українськими експортерами нових ринків після відкриття морського коридору у 2023–2024 роках (детальніше – у вставці "Вплив морського коридору на зовнішню торгівлю: більше, швидше, якісніше" на стор. 32). Ураховуючи вирішення проблем із логістикою і високий світовий попит на продовольство, значну частину продовольчих продуктів можна буде швидко переспрямувати на ці ринки. До того ж наразі [Україна та ЄС працюють над оновленням торговельним режимом](#), котрий покликаний забезпечити сприятливі та передбачувані умови доступу до європейського ринку. Нова система тарифних квот, найімовірніше, буде сприятливішою, ніж повернення до умов угоди про вільну торгівлю. У результаті негативні наслідки для українського експорту можуть бути навіть меншими.

Завдяки швидким ремонтам дефіцит е/е буде меншим, ніж передбачалося раніше. Водночас реалізація ризику пошкодження газової інфраструктури зумовить збільшення імпорту газу

Швидкі ремонти маневрової генерації й енергетичної інфраструктури, розбудова розподіленої генерації е/е та потужностей ВДЕ на тлі збереження стійкого імпорту е/е дають змогу поліпшити оцінку дефіциту е/е на прогнозованому горизонті. Так, у 2025 році дефіцит е/е з урахуванням імпорту оцінюється на рівні 3% (4% в Інфляційному звіті за січень 2025 року), у 2026 році – 1% (2%) та майже зникне у 2027 році (1%). Отже, від’ємний внесок обмежень енергопостачання в зміну реального ВВП скоротиться. Щорічний імпорт е/е становитиме близько 0.5 млрд дол. у 2025–2027 роках.

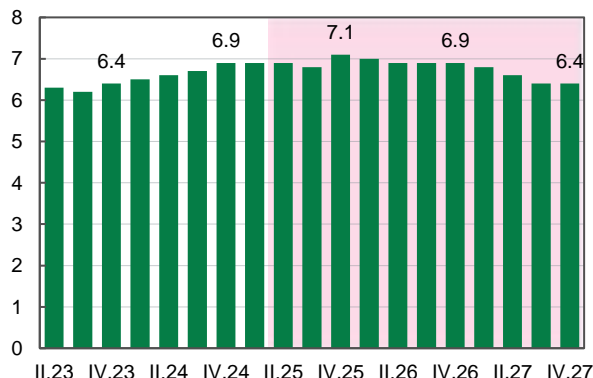
Атаки РФ спричинили руйнування газової інфраструктури, що вже призвело до скорочення видобутку газу. На прогнозованому горизонті видобуток поступово відновлюватиметься, але його буде недостатньо для повного покриття внутрішніх потреб економіки – як промисловості, так і ЖКГ та домогосподарств. У результаті імпорт газу зросте у 2025 році й становитиме 2.9 млрд дол, надалі потреба в його закупівлях зменшиться до близько 1.1 млрд дол у 2026 році та близько 0.4 млрд дол. у 2027 році. Очікується, що частково імпорт газу буде профінансовано за рахунок допомоги міжнародних партнерів.

Графік 4.1. Дефіцит е/е, %



Джерело: оцінки НБУ.

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



Джерело: UNHCR, оцінки НБУ.

Збереження дефіциту е/е і втрати газової добувної промисловості стримуватимуть відновлення ВВП на прогнозованому горизонті та посилюватимуть залежність енергетичного та промислового секторів економіки від імпорту, що генеруватиме

відповідні цінові ризики, які можуть перекладатися й на споживчі ціни. Зберігаються також значні ризики подальших руйнувань і втрат енергетичної інфраструктури. Їх реалізація ще більше обмежуватиме зростання ВВП і тиснути на інфляцію. Позитивним ризиком прогнозу залишаються швидші ремонти електричної або газової інфраструктури та/або введення в дію нових потужностей.

Поступове повернення українських мігрантів очікується лише після суттєвого зниження безпекових ризиків

Негативні міграційні тенденції зберігаються, адже попри початок перемовин про потенційне перемир'я, їх результат не визначено, тоді як триває збільшення обстрілів всієї території України та терактів проти цивільного населення.

Наміри країн-реципієнтів щодо зміни або скасування правового статусу тимчасового захисту українських мігрантів після досягнення миру наразі остаточно не визначені. Тому очікується, що чиста зовнішня міграція триватиме, поки зберігаються високі безпекові ризики. Припущення прогнозу залишаються незмінними: подальший чистий відплив зовнішніх мігрантів у 2025 році (близько 0.2 млн осіб) і початок їхнього повернення з 2026 року (близько 0.2 млн осіб), яке пришвидшиться у 2027 році (близько 0.5 млн осіб).

Повернення мігрантів відбуватиметься поступово, тому дефіцит робочої сили зберігатиметься на прогнозованому горизонті. Це стимулюватиме подальше збільшення зарплат темпами вищими, ніж зростання продуктивності, що підвищуватиме інфляційний тиск. Також це надалі стримуватиме відновлення економіки через нестачу робочої сили.

Різні опитування свідчать про дедалі більшу адаптацію українців за кордоном. Усе більша частина з них працює і забезпечує своїм родинам рівень життя, порівняний з тим, що був у них в Україні до повномасштабного вторгнення. Успішна адаптація на новому місці зменшує частку тих, хто хоче повернутися та збільшує ймовірність возз'єднання родин за кордоном, а не в Україні. Можливе ускладнення безпекової ситуації, відновлення перебоїв енергопостачання й активна політика урядів країн-реципієнтів з утримання українців є негативними ризиками для прогнозу міграції. У разі їхньої реалізації можна очікувати подальше скорочення внутрішнього споживчого попиту та посилення браку працівників. Ситуація на ринку праці ускладниться, а негативні наслідки для інфляції та ВВП будуть відчутнішими.

Однак є і позитивні ризики: за опитуваннями, високі доходи і наявність житла в Україні стимулюють людей залишатися. Отже, зростання економіки та зусилля уряду щодо відновлення втрат житла й інфраструктури стимулюватимуть українців повертатися швидше та/або надалі залишатися в Україні.

Оцінки врожаю у 2025 році скориговано через перерозподіл посівних площ між окремими культурами, загалом очікується нарощування врожаїв. Проте врожайність залежатиме від погодних умов протягом весни-літа

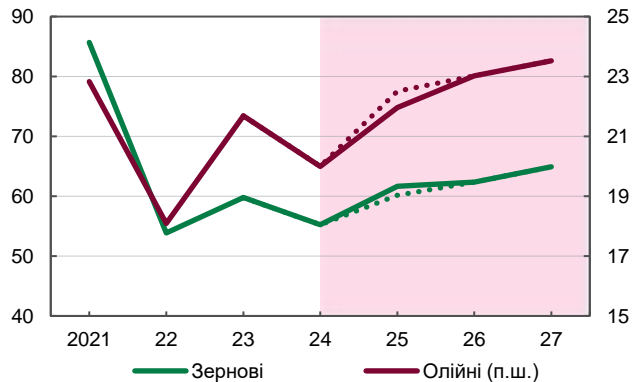
У 2025 році очікується перерозподіл посівних площ порівняно з 2024 роком з урахуванням рентабельності основних культур, а також нормалізація погодних умов. Так, аграрії планують зменшення посівних площ сої та відповідне їх збільшення під соняшник і кукурудзу з огляду на вищу їх рентабельність у попередньому сезоні та недосів озимих культур восени через посушливу погоду. Відповідно прогноз врожаю зернових та зернобобових культур у 2025 році збільшено (до 61.7 млн т), а врожаю олійних зменшено (до 22.0 млн т). Зростатимуть і врожаї картоплі, овочів, плодово-ягідних культур та цукрового буряку.

Завдяки подальшим інвестиціям аграріїв у продуктивність і адаптацію до поточних кліматичних умов (системи зрошення й адаптивні культури та сорти рослин, унесення достатньої кількості добрив і використання засобів захисту рослин) врожаї в рослинництві зростатимуть. У 2026–2027 роках урожай зернових досягне 65 млн т, а олійних – 23.5 млн т. Розвиток іригації та тепличних господарств дасть змогу наростити й обсяги виробництва овочів та фруктів.

Водночас зберігаються значні ризики негативного впливу погодних умов на обсяги врожаю на прогнозованому горизонті. Тривалі періоди посухи, сильні весняні заморозки можуть негативно вплинути на врожайність. Це обмежуватиме зростання ВВП, а інфляційний тиск може посилитися через нижчу пропозицію продовольчої продукції.

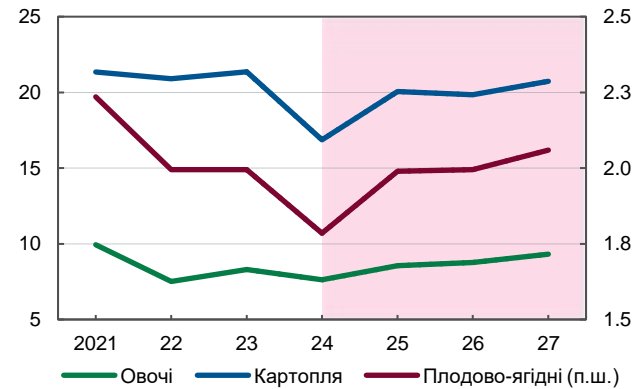
Поступове зростання врожаїв підтримуватиме розвиток тваринництва за рахунок достатньої пропозиції та утримання відносно низьких цін на корми. Проте ризиками для тваринництва залишатимуться поширення хвороб тварин, стрімке подорожчання кормів у разі нижчих урожаїв, а також втрати через наслідки війни.

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.

Припускається подальше збільшення акцизів і поступове коригування тарифів на ЖКП у наступні роки, однак терміни й параметри їхнього перегляду є сферою невизначеності та ризиком для прогнозу інфляції

Прогноз враховує ухвалені законодавчі зміни щодо подальшого поетапного підвищення ставок акцизів на тютюнову продукцію до 2028 року, найбільше з яких передбачено у 2025 році, а також переведення їх у євро.

Очікується, що в поточному році чинні тарифи на газ, опалення і постачання гарячої води не переглядатимуться. Проте складний стан в енергетиці та фіскальна консолідація, імовірно, зумовлять поступове коригування цих тарифів у наступних роках. Зокрема, припускається початок поступового приведення їх до економічно обґрунтованих рівнів з 2026 року. Проте невизначеність із термінами та величиною коригування енергетичних тарифів є суттєвим ризиком для прогнозу інфляції. Подальше відтермінування рішень щодо їх підвищення зумовить нижчу інфляцію, але накопичуватиме квазіфіскальні дисбаланси і погіршуватиме фінансовий стан державних енергокомпаній. Водночас зростатимуть ризики нестабільності на енергоринку, погіршуватиметься інвестиційний потенціал галузі, а ціновий тиск лише відкладатиметься на майбутнє. Натомість достатньо швидке та суттєве підвищення вартості енергоносіїв для усунення дисбалансів у енергетичному секторі посилить інфляційний тиск у відповідному періоді та зумовить потребу в збільшенні субсидій для населення.

У прогноз НБУ закладені помірно консервативні оцінки зовнішньої допомоги та інвестицій у середньостроковій перспективі, проте масштабні проєкти відбудови України разом із швидкою євроінтеграцією можуть значно пришвидшити економічне зростання

З нормалізацією безпекових умов виникне потреба в залученні інвестицій для відновлення зруйнованої української інфраструктури і виробництв. Для цього можуть бути використані знерухожені російські активи або кошти, залучені міжнародними кредиторами та донорами. Реалізація таких проєктів разом із євроінтеграційними реформами суттєво пришвидшать темпи економічного відновлення. Це приведе до зростання реальних доходів населення, що посилить фундаментальний інфляційний тиск. Проте внаслідок припливу валюти в країну та

зниження премії за ризик гривня ревальвує, що частково компенсує проінфляційний тиск інших чинників.

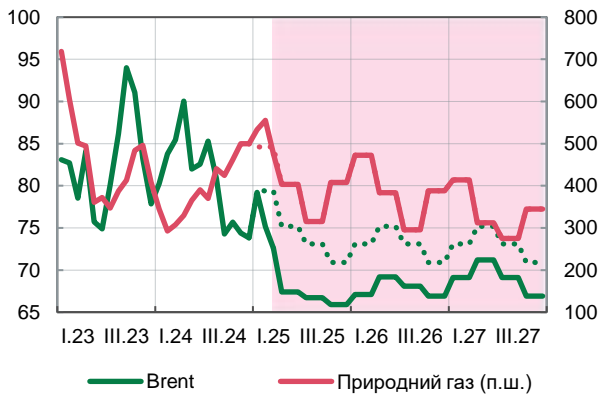
Наразі такі проєкти не закладено в базовий сценарій, а їх реалізація розглядається як позитивний ризик для прогнозу.

Умови торгівлі для України поліпшуватимуться, попри торгові війни

Посилення торговельного протистояння між США та третіми країнами, насамперед Китаєм, призвело до зміни торговельних потоків та збільшення ролі регіональних ринків. Очікується, що світові ціни на енергоносії рухатимуться різноспрямовано, ураховуючи специфіку кожного з ринків. Ціни на нафту Brent перебуватимуть під тиском профіциту у 2025 році внаслідок сповільнення зростання попиту в країнах – найбільших споживачах: Китаї, США та Єврозоні. Однак у країнах ЕМ зберігатимуться відносно стійкі обсяги споживання нафти завдяки стабільному попиту на авіап перевезення і високій мобільності автомобільного транспорту, зокрема дизельного та вантажного, а також сталій промисловій, будівельній і сільськогосподарській активності. Водночас пропозиція зростатиме внаслідок очікуваного нарощування виробництва країнами ОПЕК+, США, Канади та Норвегії. Крім того, санкції США щодо нафтового сектору Венесуели лише частково обмежать обсяги пропозиції їхньої нафти на світовому ринку (у 2024 році країна видобувала близько 1 млн бар./д.), що надалі надходитимуть насамперед до Китаю та Індії. Стримуючим чинником пропозиції буде обмеження обсягів видобування Іраном, санкції стосовно якого лише посилюються. У 2026–2027 роках ціни на нафту поволи стабілізуються на тлі поступового збалансування ринку. Очікуване зростання попиту на нафту внаслідок збільшення потужностей і маржинальності нафтохімічної промисловості в Китаї та на Близькому Сході в умовах поступового поживлення економічної активності в Єврозоні та США буде задоволено за рахунок зростання пропозиції.

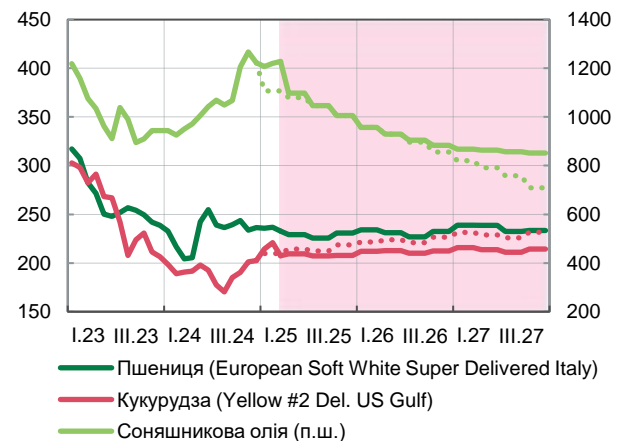
Ціни на природний газ на європейському ринку коливатимуться в боковому тренді. Очікуване скорочення споживання газу через сповільнення економічної активності в ЄС, а також вищі обсяги надходження газу Турецьким потоком та з Північної Африки будуть з надлишком поглинуті посиленням закачування газу в сховища (рівень запасів якого на кінець березня є майже на 40% меншим порівняно з відповідним періодом минулого року). Водночас менші обсяги газу з Росії та Норвегії, а також більший імпорт України збільшать потреби Європи в [імпорті СПГ](#). Очікується, що США, які є одними зі світових лідерів у постачанні СПГ, наростять обсяги експорту СПГ – тільки у 2025 році [на 17% р/р](#) – завдяки роботі двох нових заводів зі скраплення газу. Однак цінова конкуренція за СПГ між європейським та азійським ринками зберігатиметься. Водночас дешевший російський газ може частково задовільнити попит азійських покупців, а [мита Китаю на американський СПГ](#) можуть змусити окремі компанії переспрямовувати законтракований газ до Європи. У 2026–2027 роках нарощування постачання СПГ, зокрема США та Катаром, буде достатньо для стабілізації цін на тлі збалансованого накопичення запасів та подальшого збільшення виробництва енергії з відновлюваних джерел, попри очікуване поживлення попиту в Європі.

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 соняшникову олію, дол./т



Джерело: Світовий банк, МВФ, прогноз НБУ.

Світові ціни на зернові, зокрема пшеницю та кукурудзу, коливатимуться в боковому тренді: очікуваного рекордного світового виробництва пшениці та кукурудзи в 2025/2026 МР буде достатньо для задоволення стійкого зростання попиту та наявних надзвичайно низьких запасів за результатами 2024/2025 МР. Крім того, США будуть частково витіснені з ринків зернових і олійних Китаю та ЄС через їхні контрзаходи. Місце США, найімовірніше, займуть країни Латинської Америки, насамперед Бразилія, завдяки міцним зв'язкам з Китаєм, ЄС і країнами Південно-Східної Азії, конкурентним цінам та прогнозам гарного врожаю як у 2024/25 МР, так і 2025/26 МР. Водночас і Україна отримає можливості щодо збільшення доступу на ринки ЄС та Азії, урахувавши конкурентну ціну, налагоджену логістику поставок та міцні зв'язки.

Ціни на соняшникову олію поволі знижуватимуться внаслідок очікуваного зростання пропозиції як соняшнику, так і суміжних олійних культур, насамперед рекордного врожаю сої в Бразилії. Проте суттєве скорочення кінцевих запасів рослинної олії в 2024/2025 МР і стійке зростання попиту, у тому числі з боку виробників біоетанолу, стримуватимуть ціни від глибокого падіння.

Ціни на залізну руду поволі знижуватимуться внаслідок нарощування виробництва світовими лідерами – виробниками руди (Rio Tinto (Австралія) – на більше 1.5% щороку в наступні три роки, Vale (Бразилія) – на близько 3–5% щороку в наступні два роки), а також зростання виробництва в Китаї, Індії та окремих країнах Африки. Натомість ціни на сталь коливатимуться в боковому тренді завдяки збільшенню попиту на європейському ринку внаслідок зростання видатків на безпеку та інфраструктуру на тлі політики контролю за викидами. Додатковими чинниками будуть скорочення обсягів виплавки сталі в [Китаї](#) та посилення тарифного протистояння між США та третіми країнами.

Світові фінансові умови пом'якшуватимуться обережно через високий рівень невизначеності

Провідні ЦБ наголошують на безпрецедентній невизначеності внаслідок агресивніших, ніж очікувалося, імпорتنих тарифів США, а також непередбачуваності подальшого розвитку подій, зокрема й через контрзаходи інших країн. ФРС у березні очікувано зберегла цільовий діапазон ставки (4.25–4.5%) і сигналізувала про можливу паузу внаслідок високих ризиків для економіки США та інфляції від тарифної політики навіть у довгостроковій перспективі. Відповідно до медіани прогнозів членів FOMC очікується зниження ставки на 50 б.п. у 2025 році, на 50 б. п. – у 2026, на 30 б. п. – у 2027 році. Однак обмежуватимуть здатність ФРС знижувати ставки нижче [довгострокового](#) нейтрального рівня занепокоєння щодо інфляційного тиску, спричиненого

зростанням виробничих витрат через тарифи й ускладненням ситуації на ринку праці через імміграційну політику.

Натомість ЄЦБ очікувано продовжив цикл зниження ставок (депозитну – до 2.5%), що дедалі наближало їх до нейтрального рівня. Отже, ЄЦБ швидше, ніж ФРС, наблизатиметься до закінчення циклу монетарного пом'якшення. Унаслідок надзвичайно високої невизначеності, особливо щодо економічної та, зокрема, торговельної політики, майбутня політика ЄЦБ переглядатиметься від зустрічі до зустрічі без будь-яких попередніх зобов'язань щодо траєкторії відсоткової ставки. З огляду на потребу стимулювання економічного зростання в умовах слабших порівняно з іншими країнами інфляційних ризиків, фінансові ринки очікують подальшого зниження ставок ЄЦБ і можливості повернення до нетрадиційних монетарних заходів, зокрема купівлі облігацій.

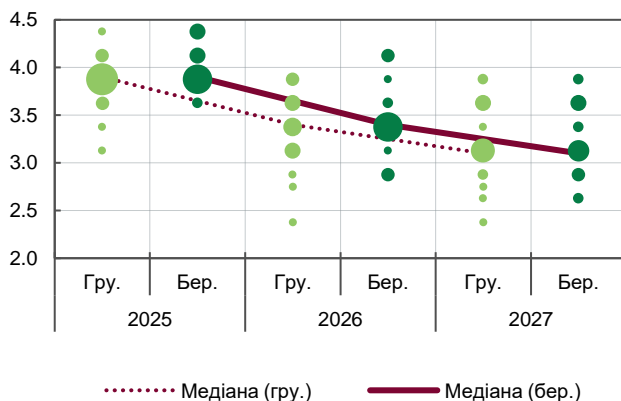
Обережний підхід провідних ЦБ щодо наступних кроків в умовах посилення глобальної невизначеності не виправдав очікування учасників фінансових ринків. Водночас поглиблення торговельного протистояння, яке порушить глобальні ланцюги постачання та спричинить охолодження економіки США, призвело до стрімкого знецінення долара США на світових фінансових ринках і розпродажу ризикових активів. Причому темпи падіння активів розвинених країн були сильнішими, ніж активів країн ЕМ, що свідчило про більшу макроекономічну стійкість останніх до зовнішніх викликів. Країни ЕМ надалі отримували переваги від пом'якшення політики провідних ЦБ та девальвації долара США. Це знизило вартість обслуговування боргів у національній валюті. Тому, незважаючи на ризики для країн ЕМ, вони будуть пріоритетними ринками для іноземного інвестування, насамперед у країни зі стійкими фундаментальними показниками, стабільною політичною ситуацією і можливостями фіскального стимулювання. Головні ризики генеруватимуться невизначеністю геоекономічної ситуації та потребою пошуку провідними ЦБ компромісу між цілями, що ускладнюватиме виконання завдань ЦБ країн ЕМ.

У таких умовах країни ЕМ займають здебільшого вичікувальну позицію з огляду як на посилення проінфляційних ризиків, так і на збільшення ризиків економічного послаблення в умовах розбалансування світових фінансових ринків. Цю позицію підтверджує і динаміка індексу CFR [Global Monetary Policy Tracker](#).

Винятком є Народний банк Китаю, який в умовах безпрецедентних зовнішніх торговельних тарифів змінив свою валютну стратегію з акценту на "гнучкість" на пріоритет "стійкості", що свідчить про допущення більшої волатильності обмінного курсу. Очікується, що у 2025–2026 роках юань помірно знеціниться відносно долара США, тоді як дохідність державних облігацій, імовірно, знизиться в міру подальшого пом'якшення монетарної політики. Триватиме цикл зниження базової процентної ставки для сприяння фіскальній експансії, також НБК використовуватиме альтернативні монетарні інструменти, зокрема купівлю ОВДП.

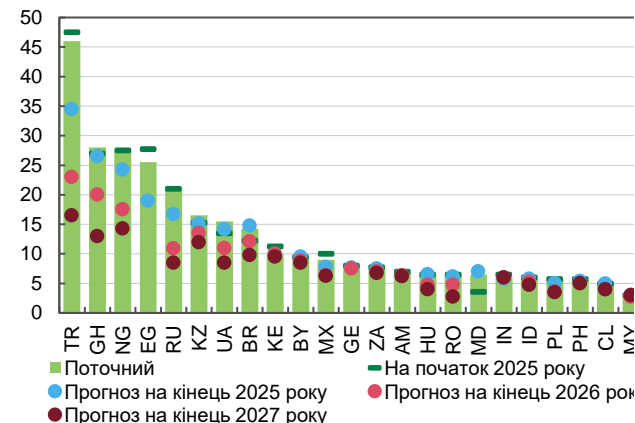
У наступні роки очікується, що привабливість активів країн ЕМ збільшуватиметься завдяки пом'якшенню негативного впливу обмежувальних торговельних заходів, диверсифікації ланцюгів постачання, вищим темпам зростання економік порівняно з розвиненими і зростанню попиту інвесторів на високодохідні активи. Це сприятиме залученню іноземного капіталу та поживленню економік країн ЕМ, у тому числі й України.

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 17.04.2024.

Баланс ризиків базового прогнозу зміщений у бік сповільнення економічної активності в короткостроковій перспективі

Таблиця 4.1.1. Ймовірність настання основних ризиків

		Низька <15%	Середня 15–25%	Висока 25–50%
Ступінь впливу на базовий сценарій	Слабий			Зростання інфляції у ОТП (зокрема в США) Збільшення вартості боргових залучень країн ЕМ
	Помірний	Швидке відновлення пошкодженої інфраструктури Пришвидшення євроінтеграційних процесів	Поглиблення негативних міграційних тенденцій Підвищення податків Доступ на нові ринки з огляду на переорієнтацію глобальних торгових потоків Здешевлення нафти і споживчого імпорту	Поглиблення торговельних воєн: уповільнення економік ОТП і зниження попиту на український експорт Припинення дії угоди про безмитний режим торгівлі з ЄС
	Сильний	Швидка реалізація масштабного плану відбудови України Швидше закінчення активних бойових дій	Погіршення ритмічності міжнародної допомоги Посилення фінансової підтримки партнерів	Ескалація бойових дій, подальші руйнування виробничих потужностей Більший дефіцит / імпорт е/е та газу через подальші пошкодження енергетичної інфраструктури Виникнення додаткових бюджетних потреб

Джерело: оцінки НБУ.

Таблиця 1. Макроекономічний прогноз (квітень 2025)

Показники	2024				2025						2026				2027							
	2022	2023	факт	прогноз 01.2025	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 01.2025	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 01.2025	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 01.2025
РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше																						
Номінальний ВВП, млрд грн	5239	6628	7659	7720	1876	2015	2430	2593	8915	8840	2123	2257	2681	2828	9890	9800	2321	2473	2946	3121	10860	10790
Реальний ВВП	-28.8	5.5	2.9	3.4	0.5	1.6	3.5	5.9	3.1	3.6	5.0	4.5	3.3	2.5	3.7	4.0	2.9	3.5	4.2	4.7	3.9	4.2
Дефлятор ВВП	34.9	19.9	12.6	12.6	14.6	13.8	12.3	11.6	12.9	10.5	7.8	7.2	6.8	6.4	7.0	6.6	6.2	5.8	5.5	5.4	5.7	5.7
ІСЦ (середнє за період)	20.2	12.9	6.5	6.5	-	-	-	-	12.7	12.4	-	-	-	-	6.0	6.2	-	-	-	-	5.1	5.0
ІСЦ (на кінець періоду)	26.6	5.1	12.0	12.0	14.6	13.7	12.3	8.7	8.7	8.4	6.9	5.5	5.2	5.0	5.0	5.0	5.2	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0
Базова інфляція	22.6	4.9	10.7	10.7	12.4	12.7	11.4	8.9	8.9	7.8	6.6	4.8	3.5	3.0	3.0	3.1	2.9	3.0	3.1	3.1	3.1	3.2
Небазова інфляція	30.6	5.7	13.8	13.8	17.3	14.9	13.2	8.3	8.3	9.2	7.2	6.3	7.3	7.6	7.6	7.3	8.0	7.7	7.6	7.4	7.4	7.1
Сирі продтовари	41.6	2.2	13.2	13.2	17.0	18.2	14.7	5.6	5.6	6.8	5.7	4.1	3.4	2.9	2.9	3.0	3.7	3.7	3.4	3.0	3.0	3.1
Адміністративно регульовані ціни	15.3	10.7	16.3	16.3	19.0	14.3	14.0	11.6	11.6	10.5	9.6	8.8	10.8	12.0	12.0	12.2	12.0	11.3	11.1	11.1	11.1	11.0
Номінальна заробітна плата (у середньому за період)	6.0	17.4	23.2	22.0	23.6	19.9	16.1	10.1	17.0	16.7	10.8	10.0	9.1	8.1	9.4	10.6	9.7	9.5	8.3	8.0	8.8	8.1
Реальна заробітна плата (у середньому за період)	-11.4	3.7	15.6	14.4	8.8	4.6	2.6	0.4	3.9	3.8	3.1	3.9	3.6	2.9	3.3	4.2	4.3	4.0	2.9	2.8	3.5	3.0
Рівень безробіття, % (МОП, у середньому за період)	21.1	18.2	13.1	13.1	-	-	-	-	10.9	10.8	-	-	-	-	10.5	10.5	-	-	-	-	10.0	11.0
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР																						
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн*	-845	-1332	-1351	-1351	-	-	-	-	-1017	-332	-	-	-	-	-1145	-1104	-	-	-	-	-642	-641
% ВВП*	-16.1	-20.1	-17.6	-17.5	-	-	-	-	-11.4	-3.8	-	-	-	-	-11.6	-11.3	-	-	-	-	-5.9	-5.9
без урахування грантів у доходах, % ВВП	-25.3	-26.6	-23.8	-23.7	-	-	-	-	-19.2	-19.3	-	-	-	-	-11.8	-11.9	-	-	-	-	-6.9	-7.0
ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою представлення)																						
Поточний рахунок, млрд дол.	8.0	-9.6	-13.7	-14.6	-5.5	-7.7	-5.2	1.1	-17.3	2.6	-7.3	-8.8	-8.0	-7.2	-31.3	-28.3	-7.3	-6.5	-7.7	-6.2	-27.7	-27.9
Експорт товарів та послуг, млрд дол.	57.5	51.3	56.1	56.1	13.1	13.1	14.2	17.0	57.3	58.1	15.2	14.5	15.9	17.5	63.1	63.5	15.9	15.7	16.5	19.1	67.2	67.0
Імпорт товарів та послуг, млрд дол.	83.3	89.2	92.0	91.8	23.3	26.0	24.0	24.6	97.8	96.9	23.9	24.9	25.4	25.7	99.9	99.3	24.3	24.2	26.0	26.9	101.4	102.2
Приватні грошові перекази в Україну, млрд дол.	12.5	11.3	9.5	9.6	2.4	2.3	2.4	2.4	9.6	10.1	2.6	2.7	2.8	2.9	10.9	11.4	2.9	2.9	3.0	3.1	12.0	12.0
Фінансовий рахунок, млрд дол.	11.1	-18.9	-8.6	-14.3	-3.3	-13.0	-6.1	-7.1	-29.5	6.4	-4.4	-5.7	-5.0	-5.0	-20.2	-26.3	-6.6	-7.6	-7.2	-8.3	-29.7	-29.7
Зведений баланс, млрд дол.	-2.9	9.5	0.0	0.0	-2.2	5.4	0.9	8.1	12.2	-3.8	-2.8	-3.1	-3.0	-2.2	-11.1	-2.0	-0.8	1.1	-0.6	2.1	1.9	1.9
Валові резерви, млрд дол.	28.5	40.5	43.8	43.8	42.4	47.9	48.8	57.6	57.6	40.5	55.6	52.0	49.5	46.8	46.8	38.5	46.8	47.6	46.7	48.6	48.6	40.2
Місяців імпорту майбутнього періоду	3.8	5.3	5.4	5.4	5.2	5.9	5.9	6.9	6.9	4.9	6.6	6.3	5.9	5.5	5.5	4.5	5.5	5.5	5.3	5.5	5.5	4.5
У % до композитного критерію МВФ	78.6	124.2	121.2	120.3	114.3	121.8	120.6	136.7	136.7	109.0	128.4	118.1	110.2	102.6	102.6	92.4	100.9	101.2	98.0	100.2	100.2	88.6
МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)																						
Грошова база, %	19.6	23.3	7.7	7.7	-3.9	2.1	4.6	9.5	9.5	11.9	2.6	5.0	7.2	13.9	13.9	13.4	0.8	3.4	5.6	10.1	10.1	10.5
Грошова маса, %	20.8	23.0	13.4	13.4	-0.8	2.3	3.9	10.1	10.1	10.3	1.5	3.7	6.1	10.4	10.4	9.6	1.5	4.6	5.5	8.7	8.7	9.1
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	2.1	2.2	2.2	2.2	-	-	-	-	2.3	2.3	-	-	-	-	2.3	2.3	-	-	-	-	2.4	2.3

* Кредити, надані в межах програми ERA, перекласифіковані з грантів та виключені з доходів

Таблиця 2. Чинники перегляду прогнозу

Показники	2024	2025	2026	2027	Причини перегляду
Інфляція, %, на кінець періоду	12.0	8.7 0.3	5.0	5.0	Перенесення вищих виробничих витрат у 2025 році
Реальний ВВП, %	2.9 -0.5	3.1 -0.5	3.7 -0.3	3.9 -0.3	Уточнення ДССУ фактичного ВВП 2024 року, пошкодження інфраструктури, зокрема газової, ефекти торговельних протистоянь у світі
Номінальний ВВП, млрд грн	7659 -61	8915 75	9890 90	10860 70.0	Вищий дефлятор ВВП, але нижчі темпи зростання реального ВВП
Сальдо зведеного бюджету (без урахування грантів та коштів за ERA у доходах), % ВВП	-23.8 -0.1	-19.2 0.1	-11.8 0.1	-6.9 0.1	Уточнення номінального ВВП
Сальдо поточного рахунку, млрд дол.	-13.7 0.9	-17.3 -19.9	-31.3 -3.0	-27.7 0.2	Перекласифікація частини грантових коштів за механізмом ERA Loans у кредити у 2025 році. Зростання імпорту через пошкодження потужностей виробництва природного газу, менші обсяги грошових переказів
Міжнародні резерви, млрд дол.	43.8	57.6 17.1	46.8 8.3	48.6 8.4	Суттєвіші обсяги міжнародної фінансової допомоги і швидше перерахування траншів за механізмом ERA Loans
Облікова ставка, %, у середньому за період	13.7	14.9 0.5	12.3 0.5	10.2	Вищий інфляційний тиск

Показник переглянутий у бік зменшення (в.п.)

Показник переглянутий у бік збільшення (в.п.)

Таблиця 3. Припущення прогнозу

Показники		2022*	2023*	2024*	2025	2026	2027
Офіційне фінансування	млрд дол.	32.2	42.9	41.9	55.1	17.3	15.0
Міграція (чиста)	млн осіб		-0.2	-0.5	-0.2	0.2	0.5
Реальний ВВП країн - ОТП України (UAWGDP)	% р/р	3.7	1.6	2.0	2.2	2.5	2.7
Споживча інфляція в країнах - ОТП України (UAWCPI)	% р/р	13.8	7.6	5.1	3.5	2.6	2.5
Світові ціни:**							
Сталь, Steel Billet Exp FOB Ukraine	дол./т	618.1	539.7	504.1	478.1	492.0	502.5
	% р/р	0.5	-12.7	-6.6	-5.2	2.9	2.1
Залізна руда, China import Iron Ore Fines 62% FE	дол./т	121.4	120.6	109.4	97.0	88.6	87.6
	% р/р	-25.0	-0.7	-9.3	-11.3	-8.7	-1.1
Пшениця, European Soft White Super Delivered Italy	дол./т	353.5	264.1	232.1	230.1	231.1	235.8
	% р/р	26.9	-25.3	-12.1	-0.9	0.4	2.0
Кукурудза, Yellow #2 Delivery USA Gulf	дол./т	318.4	252.7	190.6	209.7	211.8	213.7
	% р/р	22.7	-20.6	-24.6	10.0	1.0	0.9
Нафта, Brent	дол./бар.	99.8	82.6	80.7	68.9	67.8	69.1
	% р/р	41.8	-17.2	-2.3	-14.6	-1.6	1.9
Газ, Netherlands TTF	дол./тис. м ³	1355.9	465.6	393.9	412.0	384.7	336.5
	% р/р	135.9	-65.7	-15.4	4.6	-6.6	-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	61.7	62.3	64.9
Мінімальна зарплата**	грн	6550	6700	7775	8000	8370	8950

* Фактичні дані

** У середньому за рік.

Абревіатури та скорочення

ВВП	Валовий внутрішній продукт	НФК	Нефінансові корпорації
ГМК	Гірничо-металургійний комплекс	ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
ДГ	Домогосподарства	ООН	Організація Об'єднаних Націй
ДКСУ	Державна казначейська служба України	ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти
ДМСУ	Державна митна служба України	ОТП	Основні торговельні партнери
ДСЗ	Державна служба зайнятості	ПДВ	Податок на додану вартість
ДССУ	Державна служба статистики України	ПФУ	Пенсійний фонд України
e/e	Електроенергія	РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ЄС	Європейський Союз	рф	російська федерація
ЄЦБ	Європейський центральний банк	c/г	Сільське господарство
ЖКГ	Житлово-комунальне господарство	СЗДУ	Сектор загального державного управління
ЗВТ	Зона вільної торгівлі	СПГ	Скrapлений природний газ
ЗЗР	Засоби захисту рослин	США	Сполучені Штати Америки
ЗСУ	Збройні сили	ФО	Фізичні особи
ІДО	Індекс ділових очікувань	ФРС	Федеральна резервна система США
ІЕД	Інститут економічних досліджень	ЦБ	Центральний банк
ІСЦ	Індекс споживчих цін	ЦСЄ	Центральна та Східна Європа
КМП	Комітет з монетарної політики	EM	Emerging Markets, країни, ринки яких розвиваються
КПМ	Квартальна прогнозна модель	ERA	Extraordinary Revenue Acceleration
КМУ	Кабінет Міністрів України	IT	Інформаційні технології
МВФ	Міжнародний валютний фонд	PMI	Purchasing Managers' Index, індекс ділової активності
МОП	Міжнародна організація праці	UAwCPI	Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України
МР	Маркетинговий рік	UAwGDP	Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України
МФУ	Міністерство фінансів України	UIIR	Український індекс міжбанківських ставок
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	c/c	у сезонно скоригованому вимірі
		м/м	до попереднього місяця, у місячному вимірі
б. п.	базисний пункт	п. ш.	права шкала