



Національний
банк України

Огляд макроекономічної ситуації в умовах війни та останніх монетарних рішень

Володимир Лепушинський

Заступник Голови НБУ

23 грудня 2025 року

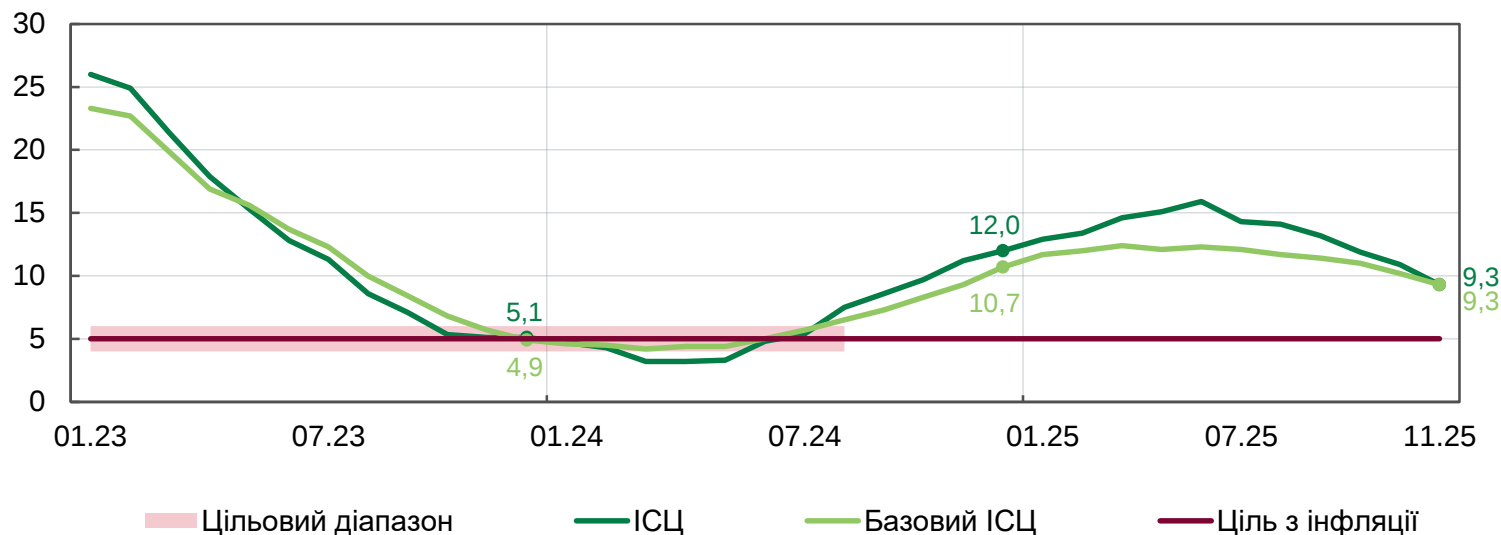


Головне

- **Інфляція очікувано та стійко сповільнювалася** досягнувши у листопаді однознакового рівня. Водночас **інфляційні очікування залишалися підвищеними. Інфляція знижуватиметься й надалі** (до 6.6% у 2026 році) й досягне цілі у 5% наприкінці 2027 року. Дезінфляції сприятимуть подальше нарощування врожаїв та заходи монетарної політики, спрямовані на підтримання інтересу до гривневих активів і стійкості валютного ринку. Однак **фундаментальний тиск підтримуватиметься складною ситуацією на ринку праці**
- **У III кварталі 2025 року зростання ВВП пожвавилось** завдяки активізації жнив ранніх культур, стійкому споживчому попиту та ліпшій ситуації в енергосекторі, яка зберігалася до кінця вересня. **У наступні роки очікується помірне пришвидшення зростання ВВП (2-3%)** за рахунок нарощування врожаїв та збільшення інвестицій у проекти відбудови й оборонний комплекс та повернення економіки до нормальних умов функціонування
- **Заходи монетарної політики НБУ підтримували попит на гривневі активи**, що обмежувало попит на іноземну валюту та було важливим чинником підтримання стійкої ситуації на валютному ринку. Коливання курсу гривні були двосторонніми, а курсові очікування – контрольованими. Водночас процентна політика НБУ не мала суттєвого стримуючого впливу на кредитування
- **Попри сповільнення інфляції НБУ утримує облікову ставку на незмінному рівні 15.5%.** Необхідність збереження достатньо жорстких монетарних умов передусім зумовлюється все ще високими проінфляційними ризиками, які посилилися восени внаслідок зростання енергодефіциту та бюджетних потреб, а також підвищеними інфляційними очікуваннями
- **НБУ і надалі підтримуватиме відносно жорсткі монетарні умови**, щоб зберегти стійкість валютного ринку і привабливість заощаджень у гривні та забезпечити стаке зниження інфляції до цілі 5%

Споживча інфляція знижувалася та, як і базова, досягла одностанкового рівня у листопаді

Інфляція та інфляційна ціль*, % р/р

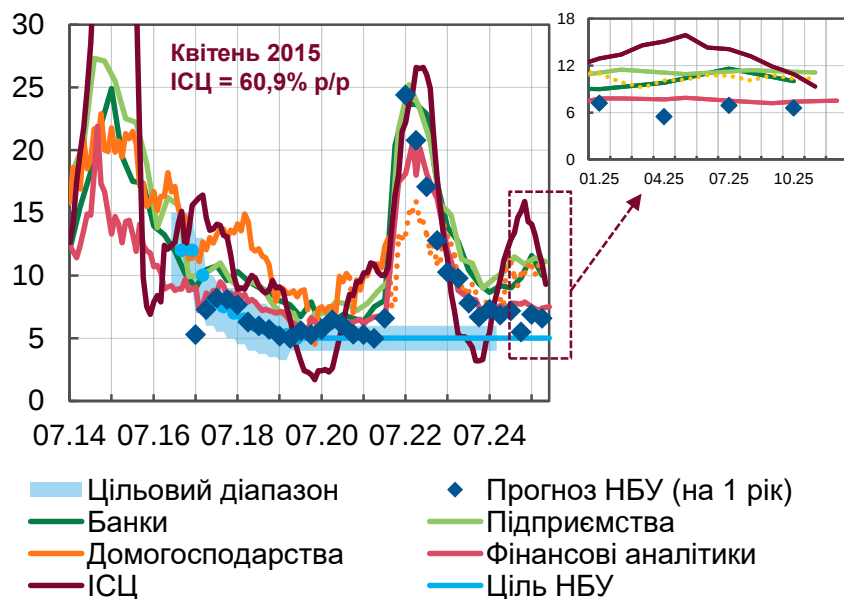


* Цільовий діапазон діяв до серпня 2024 року включно.
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **Споживча інфляція знизилася** насамперед завдяки збільшенню пропозиції продуктів харчування на тлі надходження нових урожаїв
- **Базова інфляція також сповільнилася** в умовах зниження інфляції продовольчої сировини та, відповідно, її меншого перенесення на вартість оброблених продуктів. Крім того, сповільнилася інфляція непродовольчих товарів, а також зростання цін на послуги в умовах часткового послаблення тиску з боку ринку праці, зокрема сповільнення зростання реальних зарплат

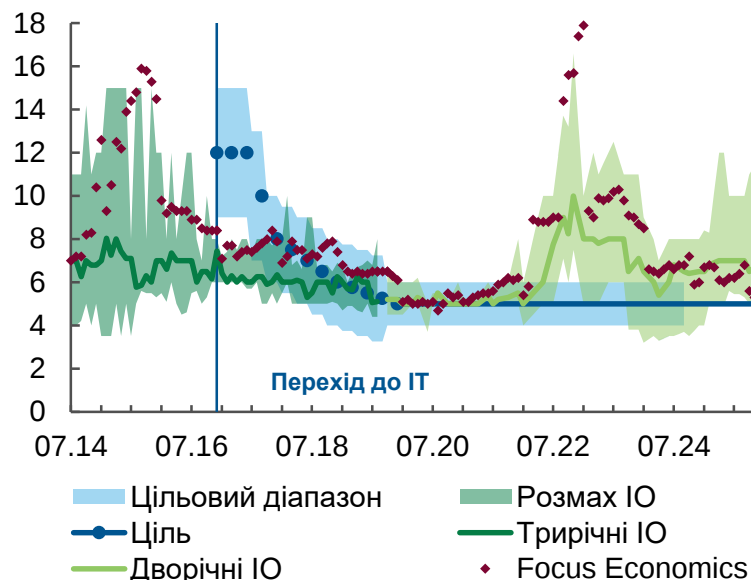
Інфляційні очікування залишаються стійкими, проте не знижуються слідом за інфляцією

ІСЦ, інфляційна ціль, прогноз інфляції НБУ та інфляційні очікування на наступні 12 місяців*, %



* Пунктирні лінії – зміна методу опитування з віч-на-віч на телефонні інтерв'ю.
Джерело: НБУ, GfK Ukraine, Info Sapiens.

Інфляційна ціль НБУ, середньострокові ІО фінансових аналітиків, їх рівні та розмах*, %

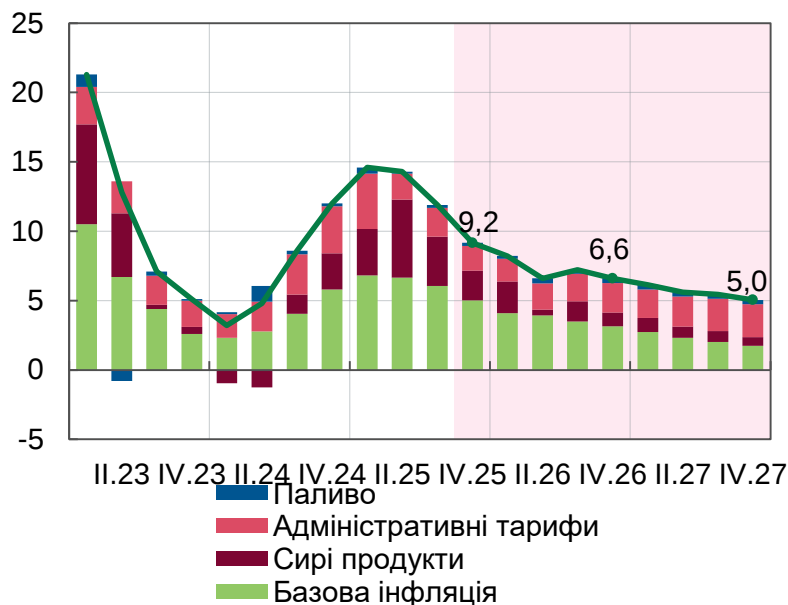


* Для дворічних та трирічних ІО фінансових аналітиків використовувалось медіанне значення. Для Focus Economics використовувалось значення на кінець наступного року.
Джерело: НБУ, Focus Economics.

- Інфляційні очікування не покращувалися, незважаючи на відчутне зниження інфляції, а увага населення до теми інфляції навіть зростає
- Інфляційні очікування фінансових аналітиків на наступні 12 місяців залишалися близькими до прогнозу НБУ, очікування інших респондентів залишаються традиційно вищими

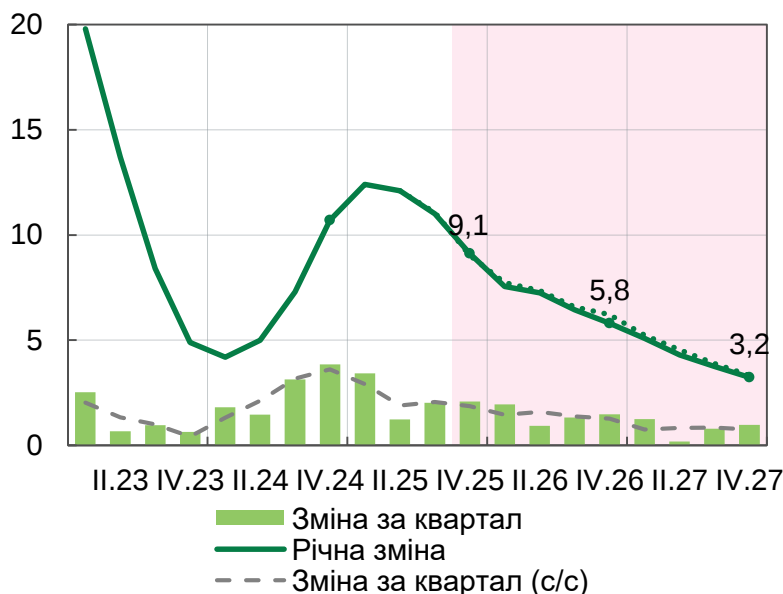
Інфляція продовжить знижуватися до цілі 5% завдяки заходам монетарної політики та вщуханню шоків пропозиції

Внески в річну зміну ІСЦ за компонентами, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Базовий ІСЦ, % р/р

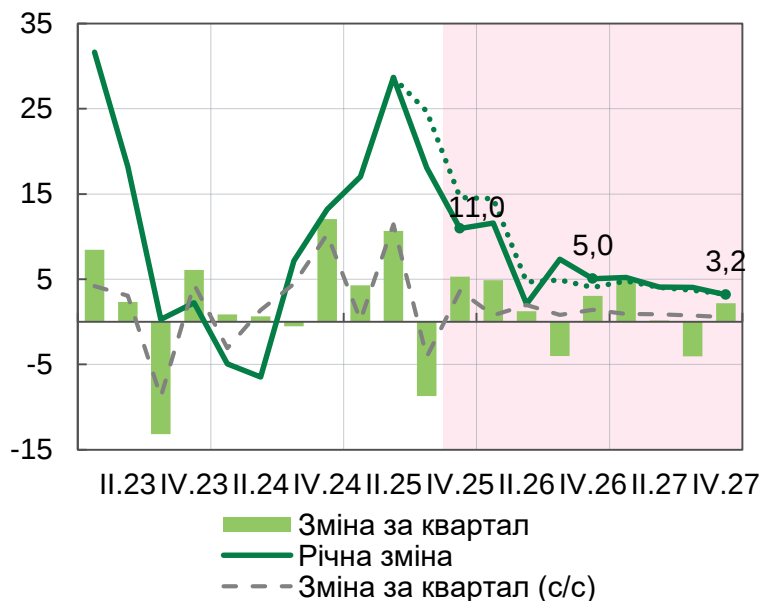


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **Фундаментальний інфляційний тиск знижуватиметься поступово.** Високі виробничі витрати підприємств, пов'язані зі зростанням вартості сировини та витрат на оплату праці, підтримуватимуть базову інфляцію на високому рівні
- **У 2026 році все ще триватимуть вторинні проінфляційні ефекти від високої інфляції продовольчих товарів,** що стримуватиме дезінфляцію
- **Дезінфляції сприятимуть вищі врожаї та заходи політики НБУ,** спрямовані на підтримання інтересу до гривневих активів і стійкості валютного ринку

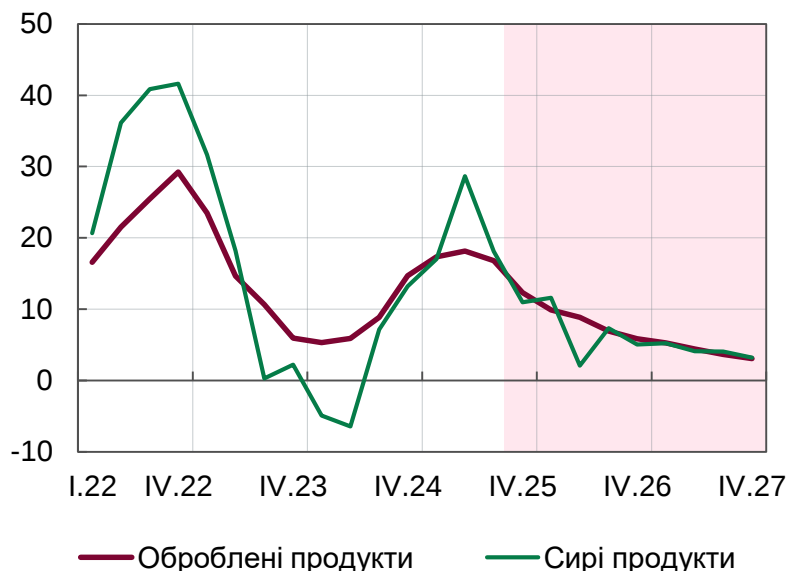
Очікуване зростання врожаїв у 2026-2027 роках за відсутності погодних шоків сповільнюватиме продовольчу інфляцію

Ціни на сирі продовольчі товари, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Компоненти продовольчої інфляції, зміна, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

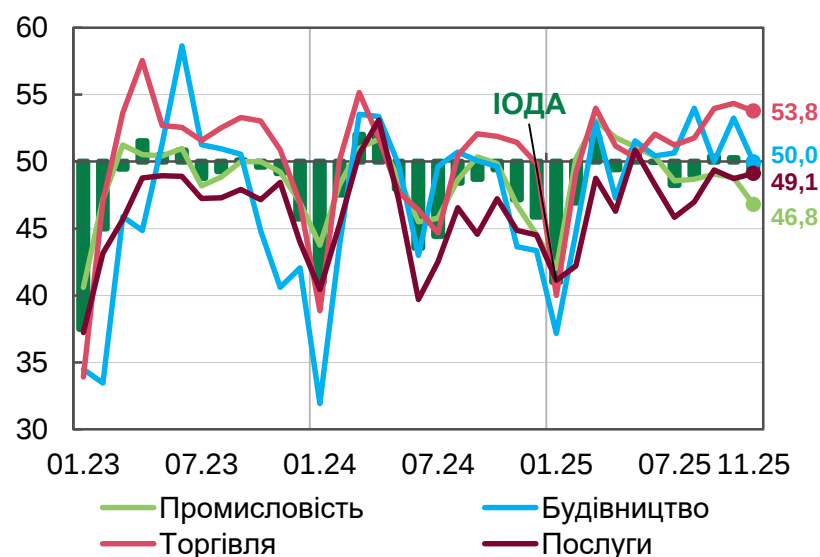
- **Вищий, ніж торік, урожай зернових стримуватиме подальше зростання цін на борошно та оброблені товари.** Тож зниження інфляції кормових культур поступово призводитиме до сповільнення зростання цін на м'ясо, підтримуючи суттєве сповільнення інфляції сирих продовольчих товарів, яке досягне максимального ефекту в середині 2026 року
- **Вторинні ефекти від вщухання інфляції сирих продуктів** сприятимуть зниженню темпів зростання цін і на продукти з високим ступенем обробки

Економічне зростання триває, однак залишається стриманим через наслідки війни

Реальний ВВП та Індекс ділових очікувань (ІДО)



Індекс очікувань ділової активності (ІОДА), п.



Рівень вище 50 п. свідчить про переважання позитивних оцінок.

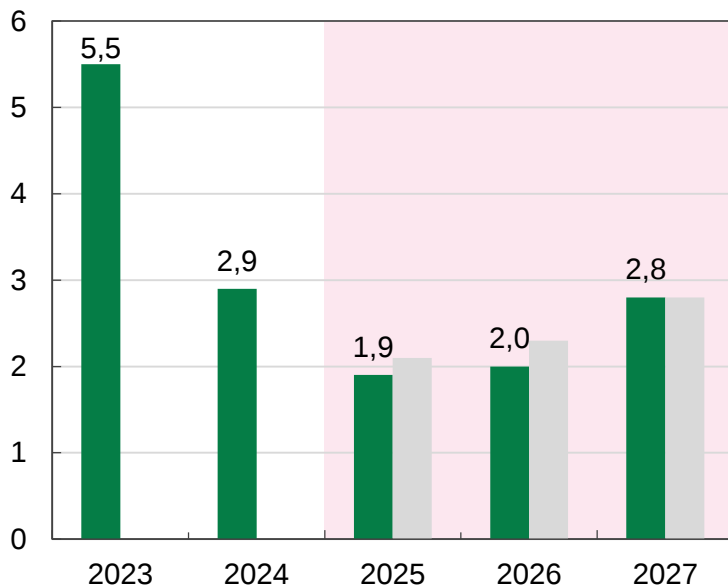
Джерело: НБУ.

Джерело: ДССУ, НБУ

- Як і прогнозував НБУ, **темпи відновлення економіки пришвидшилися у III кварталі до 2.1%**. Основним драйвером був фінансовий імпульс, зумовлений розширенням бюджетних видатків
- Проте на тлі погіршення безпекової ситуації низка показників економічної активності та ділові настрої були стриманими
- Згідно з жовтневим прогнозом НБУ, **у IV кварталі 2025 року зростання економіки прискориться до 3.4%**, а в цілому в 2025 році становитиме 1.9%

Зростання економіки триватиме, однак його темпи залишатимуться стриманими через наслідки війни

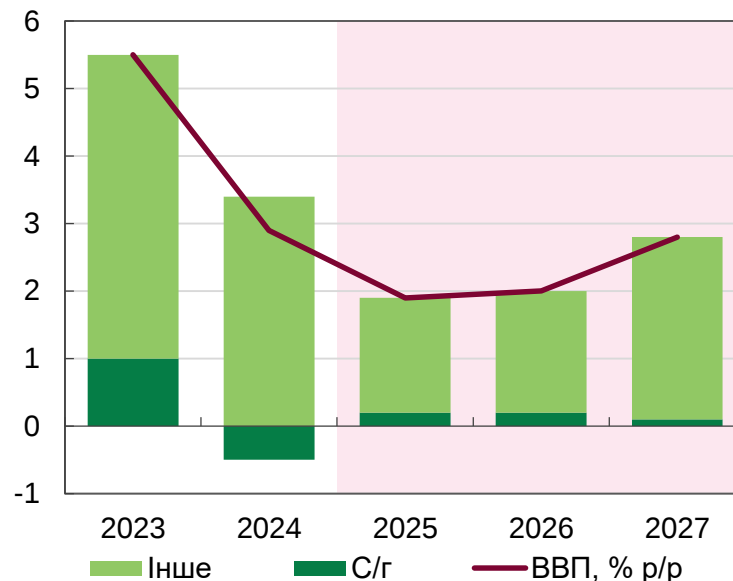
Реальний ВВП, %



сірі стовпчики - попередній прогноз

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Внесок с/г у зміну реального ВВП, в.п.

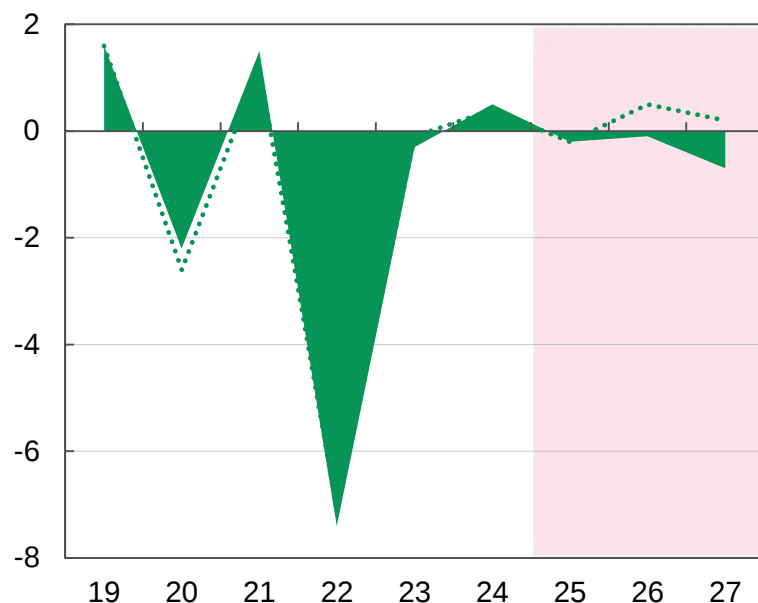


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- У 2026-2027 роках очікується помірне пришвидшення економічного зростання (2–3%) за рахунок нарощування врожаїв та збільшення інвестицій у проекти відбудови та оборонний комплекс
- Позитивно впливатиме подальша євроінтеграція та поступове повернення економіки до нормальних умов функціонування (стабілізуватиметься ситуація в енергосекторі та покращуватиметься міграційна динаміка)

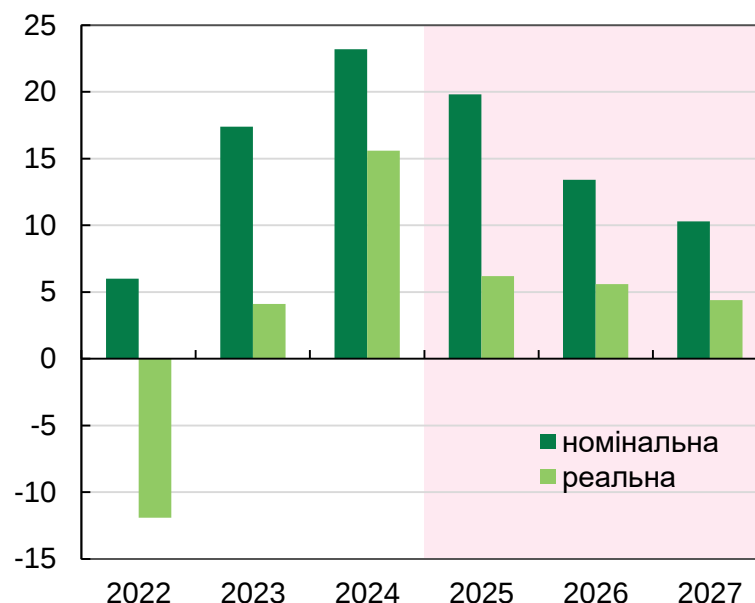
Реальний ВВП залишатиметься близьким до потенційного рівня, а дисбаланси на ринку праці послаблюватимуться

Розрив ВВП, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Зарплати, зміна, %

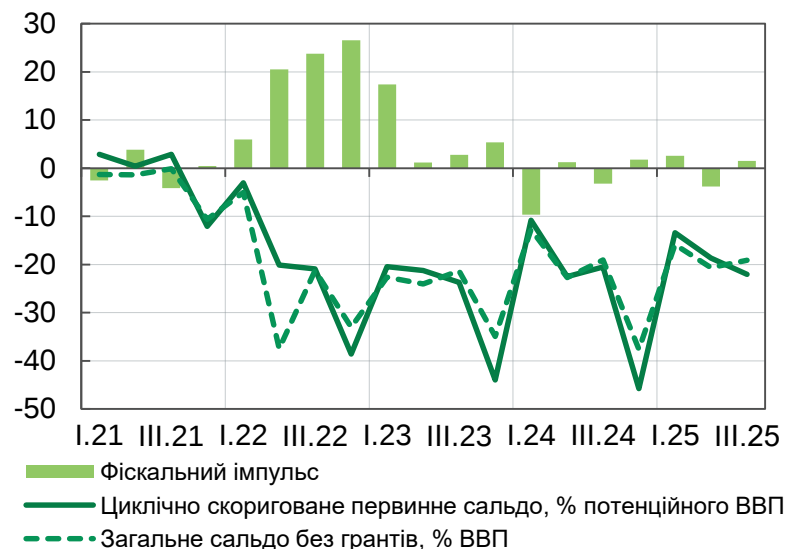


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **Структурні проблеми на ринку праці**, викликані війною (у тому числі через міграційні процеси), призводять до зростання реальних зарплат
- Під впливом високого попиту на робочу силу **безробіття зменшуватиметься, а реальні зарплати продовжать зростати**
- **Водночас, очікується поступове зменшення дисбалансів на ринку праці**, яке позначиться на сповільненні темпів зростання реальних зарплат і, відповідно, послабленні тиску на витрати підприємств

Бюджетні стимули економіки поволі зменшуватимуться та замінюватимуться приватними

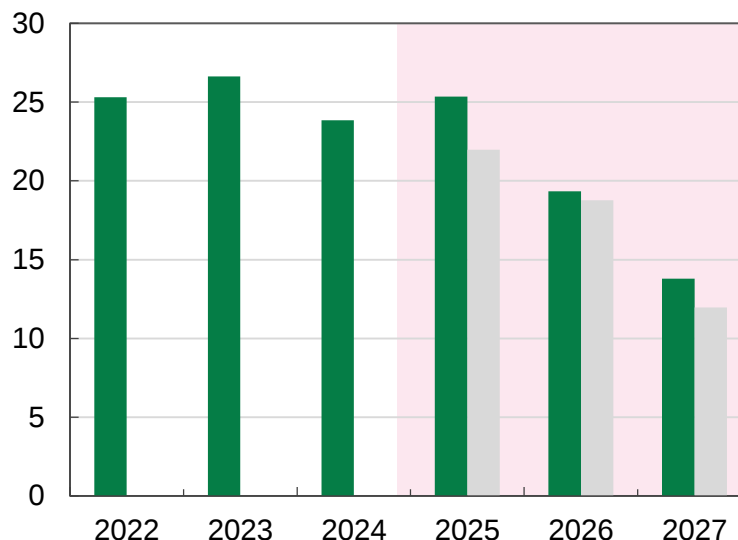
Сальдо СЗДУ за різними вимірами*



* Загальне сальдо – сальдо зведеного бюджету з урахуванням позичок ПФУ. Від'ємне значення означає м'яку політику

Джерело: ДКСУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Дефіцит зведеного бюджету без грантів у доходах, % ВВП



Сірі стовпці – попередній прогноз.

Джерело: ДКСУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

- **Бюджетні стимули забезпечуватимуть фундамент для подальшого зростання ВВП**, проте поступово знижуватимуться в міру нормалізації безпекових умов
- **Попри скорочення, дефіцит бюджету залишатиметься значним** через потреби в забезпеченні обороноздатності, відновленні інфраструктури, а також дотриманні соціальних зобов'язань держави. Це буде можливим передусім за рахунок **суттєвої міжнародної фінансової допомоги**

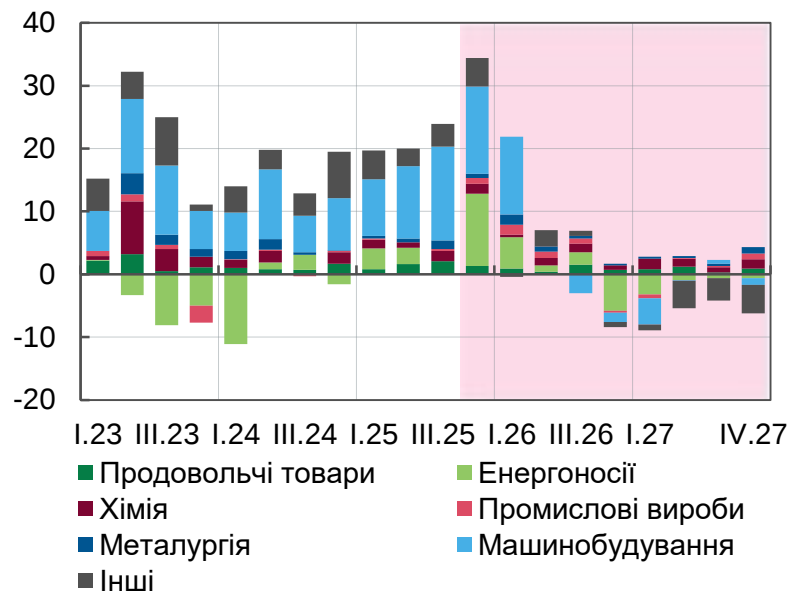
З 2026 року сформується додатний внесок чистого експорту в зміну ВВП

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



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Внески в річну зміну імпорту товарів, в. п.

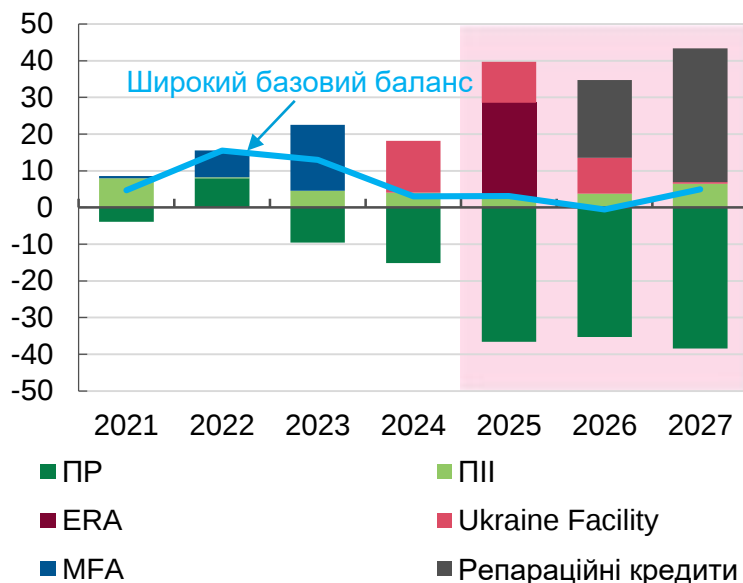


Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

- **Імпорт зростатиме у 2026 році** через високі потреби у відновленні та забезпеченні обороноздатності, а відповідно значних закупівлях продукції машинобудування, хімічної промисловості, металургії. **У 2027 році очікується його зниження** через фінансову консолідацію та зниження потреби в енергетичних товарах
- Подальше нарощування врожаїв та пожвавлення економік країн – ОТП України сприятимуть **зростанню експорту товарів та послуг у 2026-2027 роках**

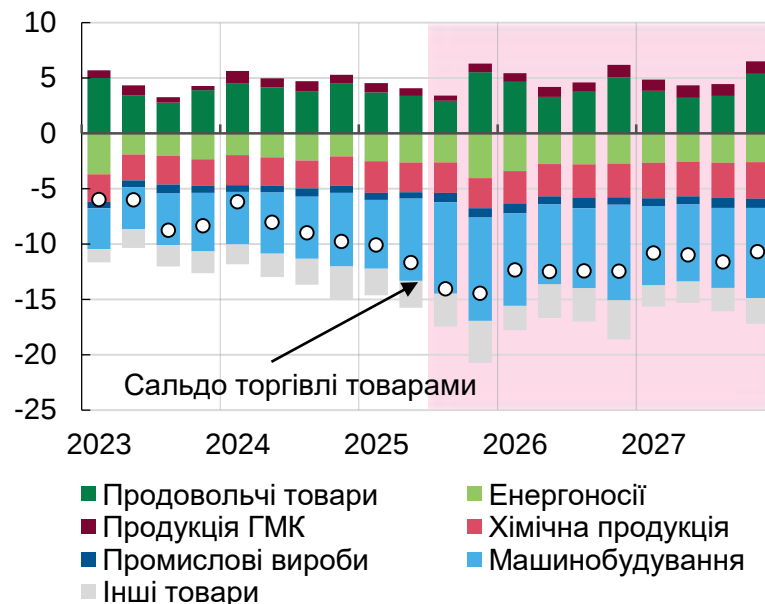
Дефіцит ПР стабілізується завдяки фіскальній консолідації та поступовому нарощуванню експорту

Широкий базовий баланс, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

Сальдо торгівлі товарами, млрд дол.

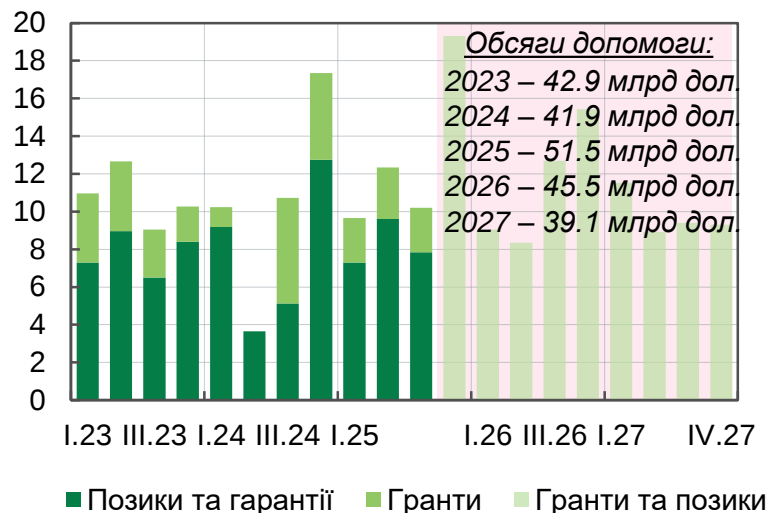


Джерело: розрахунки НБУ.

- **У 2025 році дефіцит поточного рахунку розшириться** через значні бюджетні видатки, зокрема для покриття потреб сектору оборони, а також необхідності закупівлі газу та коксівного вугілля
- **У 2026 році дефіцит скоротиться** за рахунок сповільнення зростання імпорту через фіскальну консолідацію та завдяки відновленню експорту
- **Широкий базовий баланс залишатиметься стійким** завдяки достатності джерел фінансування

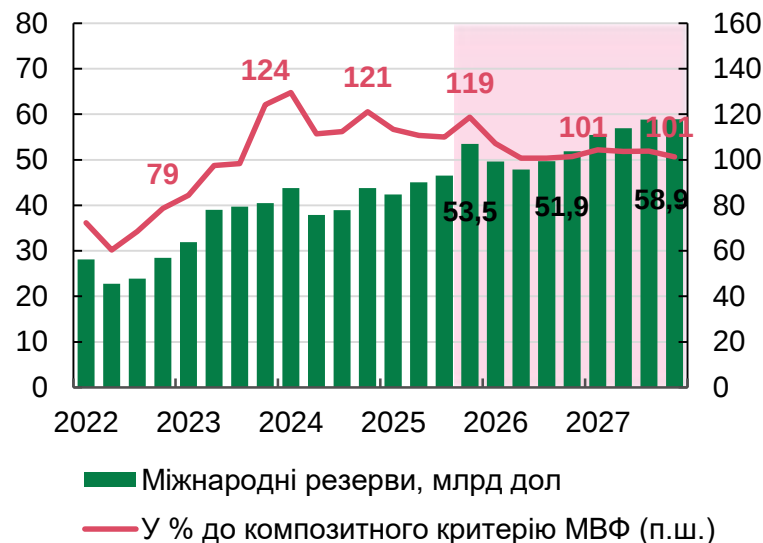
Значні обсяги фінансування підтримуватимуть резерви на достатньому рівні

Міжнародна фінансова допомога, млрд дол.



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

Міжнародні резерви, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

- **Фінансування від міжнародних партнерів** надаватиметься на пільгових умовах, а програми розраховуватимуться на середньострокову перспективу
- Це додає впевненості, що **зовнішня позиція економіки залишатиметься збалансованою**, а дефіцит поточного рахунку і надалі фінансуватиметься за рахунок надійних джерел
- У результаті **валові міжнародні резерви залишатимуться на адекватному рівні**, достатньому для підтримання стійкості валютного ринку

У жовтні 2023 року НБУ перейшов до керованої гнучкості обмінного курсу для збільшення адаптивності економіки...

КЕРОВАНА

➤ Підтримання стійкої та контрольованої ситуації на валютному ринку завдяки:

- ✓ компенсації структурного дефіциту іноземної валюти
- ✓ обмеженню надмірних курсових коливань
- ✓ мінімізації множинності обмінних курсів
- ✓ заходам процентної політики (зокрема підтриманню достатньої реальної доходності гривневих інструментів)
- ✓ калібруванню валютних обмежень

➤ Узгодженість курсової динаміки із завданням підтримувати цінову стабільність

ГНУЧІСТЬ

➤ Забезпечення двосторонніх курсових коливань під впливом змін балансу попиту та пропозиції на валютному ринку

➤ Поступове посилення ролі обмінного курсу як коригуючого механізму для економіки

Офіційний курс гривні до долара та чистий продаж валюти* НБУ за тиждень



* На дату укладання. Станом за 12.12.2025.

Джерело: НБУ.

... без загрози для макрофінансової стабільності

Місячна волатильність* UAH/USD, а також спред між офіційним та готівковим** курсами, %

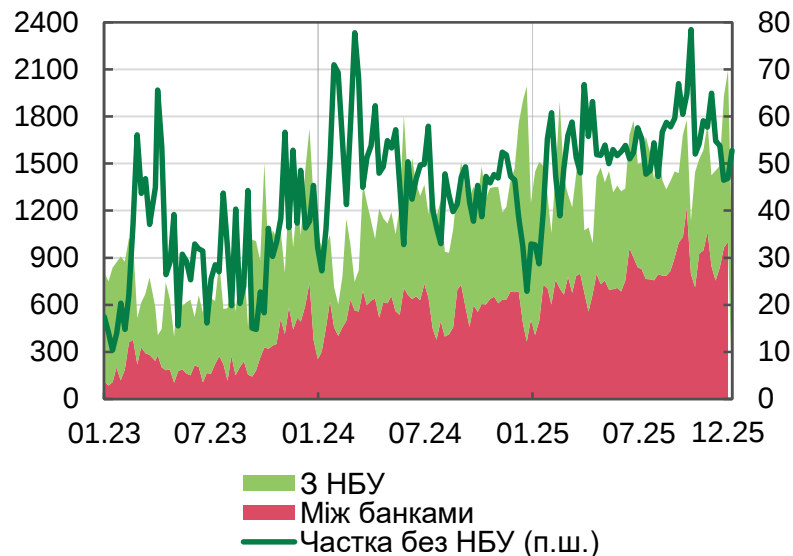


* Стандартне відхилення щоденної зміни обмінного курсу протягом ковзного місяця приведені до річного виміру.

** Курс продажу на "сірому" ринку.

Джерело: НБУ, відкриті джерела, розрахунки НБУ.

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



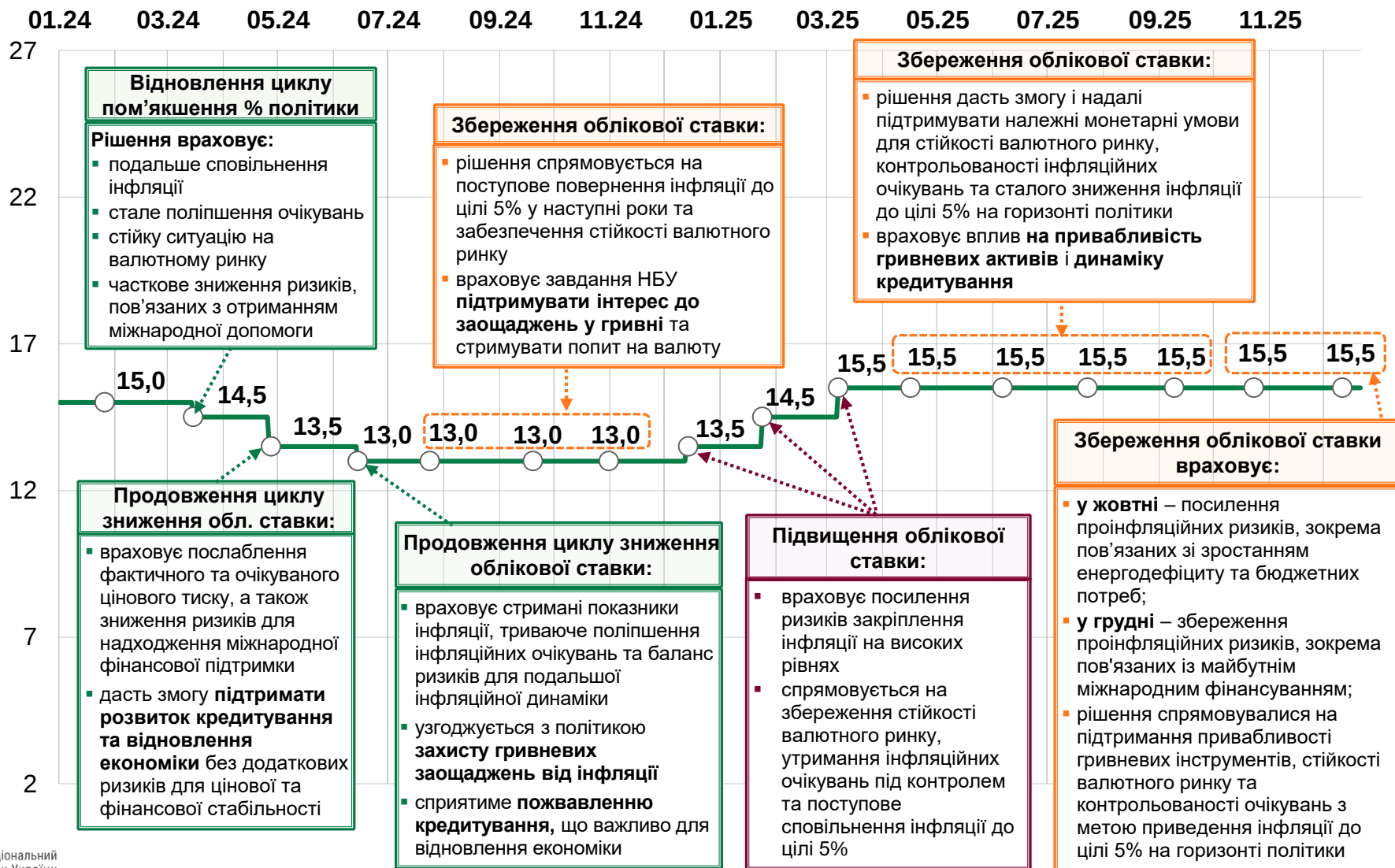
* Тижневі обсяги продажу банками та НБУ на умовах "тод", "том", "спот" (всі валюти в доларовому еквіваленті).

Джерело: НБУ.

- За режиму керованої гнучкості для недопущення розбалансування очікувань **НБУ зберігав активну присутність на валютному ринку**, компенсуючи структурний дефіцит валюти в приватному секторі
- Посилення гнучкості обмінного курсу мало **низку позитивних ефектів**:
 - зросла глибина ринку
 - нівелювалася множинність курсів
 - знизилася чутливість валютного ринку до ситуативних чинників
 - посилилася роль обмінного курсу як коригуючого механізму

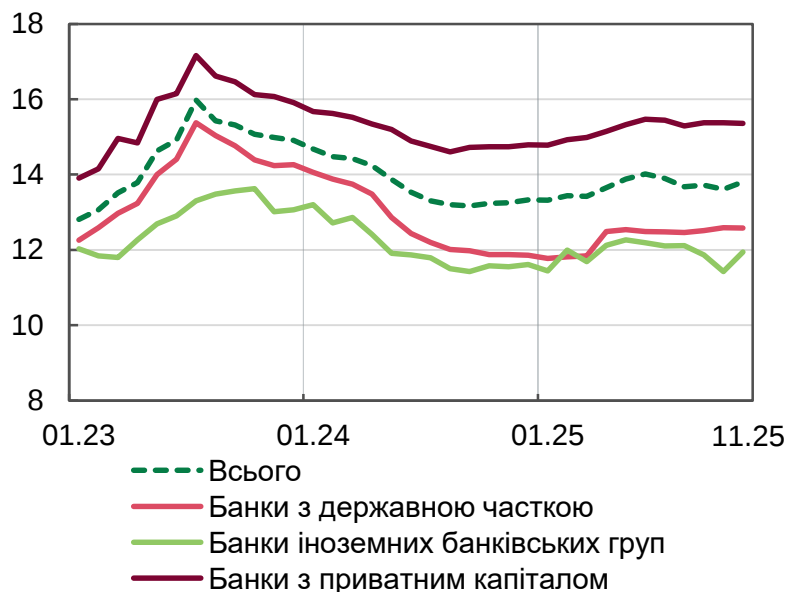
Процентна політика НБУ: підтримання балансу між ціновою стабільністю та сприянням адаптації економіки до війни

Облікова ставка, %

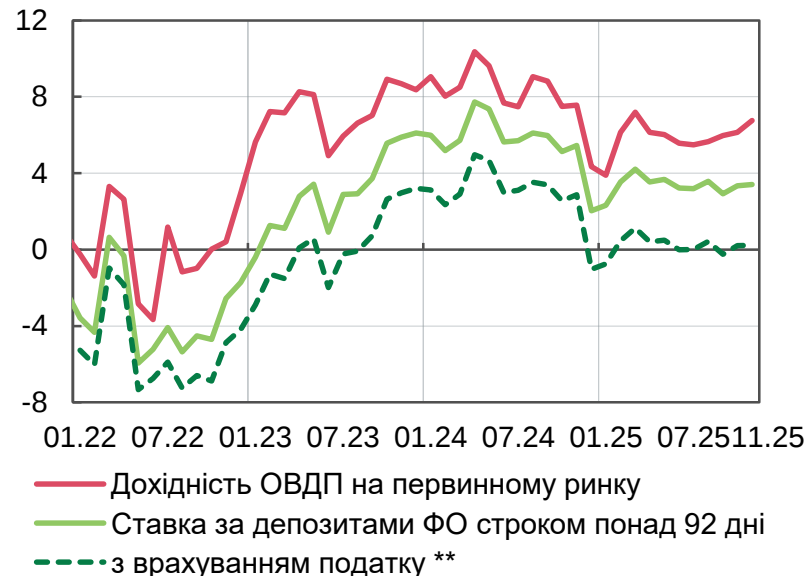


Монетарні умови надалі забезпечували привабливість гривневих активів

Середньозважені ставки за гривневими строковими депозитами ФО (за групами банків) %



Реальні процентні ставки* за гривневими ОВДП та строковими депозитами фізичних осіб, %



* Дефльовані на інфл. очікування ДГ на наступні 12 міс.

** До грудня 2024 року – 19.5%, після – 23%.

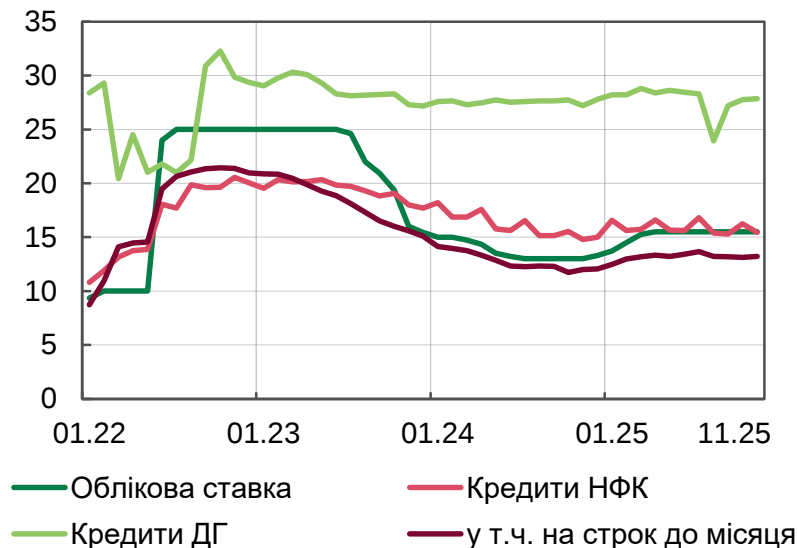
Джерело: НБУ, Info Sapiens.

Джерело: НБУ.

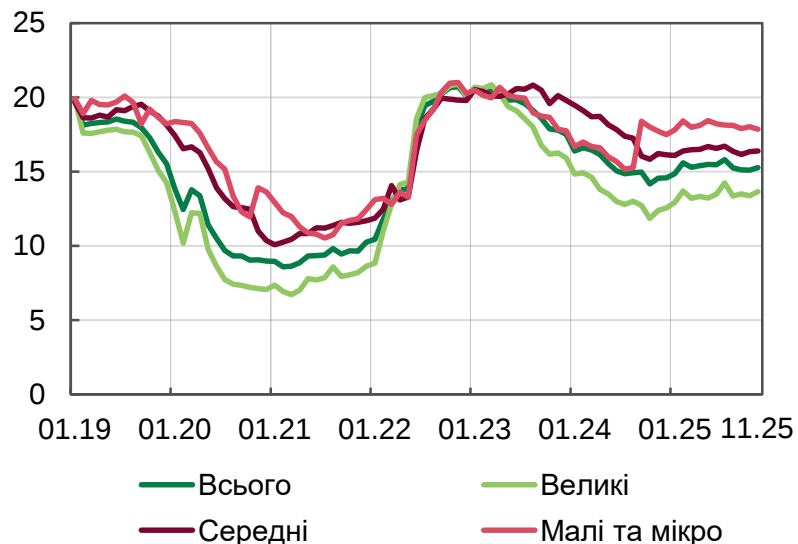
- Протягом останніх місяців **суттєвих змін у вартості строкових коштів не відбулося**. Незначні коливання середньозважених ставок зумовлювалися переважно структурними змінами залучень за термінами та групами банків
- **Відтермінування НБУ пом'якшення процентної політики покликане стримати процес зниження дохідностей гривневих інструментів**. Це разом із подальшим зниженням інфляції та поліпшенням інфляційних очікувань сприятиме зростанню процентних ставок у реальному вимірі

Процентна політика НБУ не мала суттєвого стримуючого впливу на кредитування

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



Середньозважені ставки за новими* гривневими кредитами НФК (у розрізі розміру підприємств), %



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

Джерело: НБУ...

Джерело: НБУ.

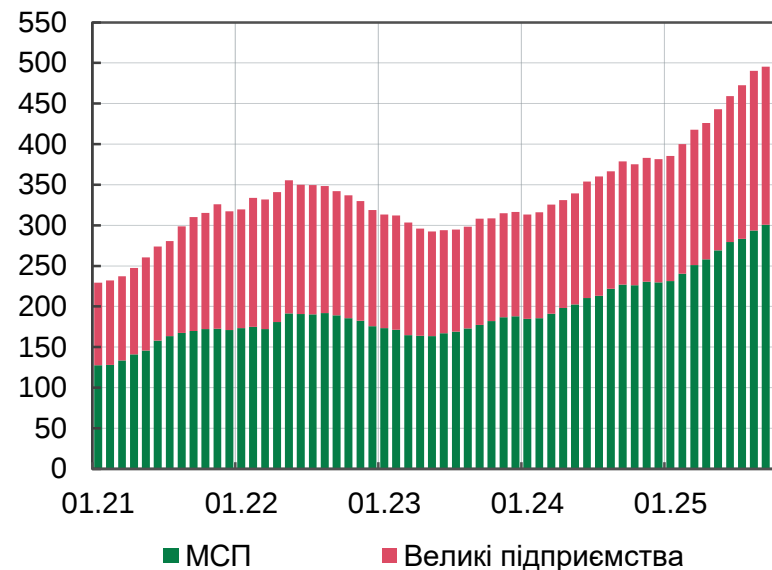
- Ставки за новими кредитами бізнесу залишалися на доковідному рівні. Попит з боку бізнесу був стабільно високим як на коротко-, так і довгострокові кредити для фінансування капітальних інвестицій
- Позитивною тенденцією є зменшення ролі субсидійованого кредитування за програмою "Доступні кредити 5-7-9%" (частка таких кредитів стала меншою за 30%), передусім через доступність конкурентних умов кредитування поза нею

Кредитування економіки поволі відновлювалося та поверталось до ринкових умов

Чисті гривневі кредити, 12.2018 = 100



Чисті гривневі кредити корпоративного сектору, млрд грн



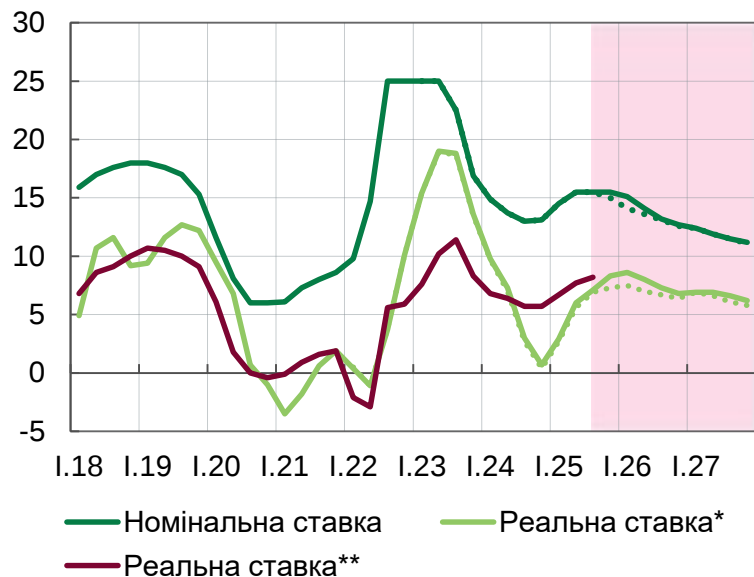
Джерело: НБУ.

Джерело: НБУ.

- Обсяги чистих гривневих кредитів бізнесу надалі збільшувалися високими темпами: за десять місяців 2025 року на 125 млрд грн або на 33%
- Кредитування населення також зростало стійкими темпами: обсяг чистих кредитів зріс на 59 млрд грн або на 27%
- Завдяки виваженому підходу до управління ризиками відчутне відновлення кредитування не призводить до накопичення дисбалансів. Наразі **частка непрацюючих кредитів перебуває на історичному мінімумі** з часів банківської кризи 2014–2015 років

НБУ підтримуватиме належну жорсткість монетарних умов для сталого зниження інфляції до цілі 5% на горизонті політики

Облікова ставка, %



* Дефльована на модельні очікування (КПМ+)

** Дефльована на очікування фінансових аналітиків

Джерело: розрахунки НБУ

Індекси РЕОК та НЕОК гривні, І.2015 = 1



Джерело: МВФ, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

- У 2026-2027 роках очікується поступове зниження облікової ставки до 11% на кінець 2027 року. Відповідно, середня реальна процентна ставка знизиться з 8.3% у IV кварталі 2025 року до 6.2% наприкінці 2027 року
- Відносно жорстка монетарна політика впливатиме на інфляцію через підтримку привабливості заощаджень у гривні й стійкості валютного ринку
- На прогностичному горизонті динаміка РЕОКу гривні сприятиме послабленню інфляційного тиску

Макроекономічний прогноз НБУ*

Прогноз	2024**	2025	2026	2027
Реальний ВВП, зміна у %	2.9	1.9 (2.1)	2.0 (2.3)	2.8 (2.8)
ІСЦ, зміна у %	12.0	9.2 (9.7)	6.6 (6.6)	5.0 (5.0)
Базовий ІСЦ, зміна у %	10.7	9.1 (9.0)	5.8 (6.2)	3.2 (3.3)
Сальдо поточного рахунку, млрд дол.	-15.1 (-15.9)	-36.6 (-34.6)	-35.3 (-34.9)	-38.4 (-37.3)
Міжнародні резерви, млрд дол.	43.8	53.6 (53.7)	52.2 (44.7)	59.2 (45.2)
Дефіцит зведеного бюджету, % ВВП **	23.8	25.3 (22.0)	19.3 (18.8)	13.8 (12.0)
Облікова ставка, %, середня за період	13.7	15.3 (15.1)	13.8 (13.4)	11.8 (11.8)

* у дужках попередній прогноз (липень 2025)

** без урахування грантів у доходах

Ризики прогнозу

		Ймовірність настання ризику		
		Низька <15%	Середня 15%–25%	Висока 25%–50%
Ступінь впливу на базовий сценарій	Слабкий		Непередбачені прогнозом коригування адміністративно-регульованих цін	
	Помірний	Пришвидшення євроінтеграційних процесів та відбудови	Посилення негативних міграційних тенденцій та розширення дефіциту робочої сили Шоки пропозиції, пов'язані з погодними умовами	Виникнення додаткових бюджетних потреб Геоекономічна невизначеність та сповільнення економік країн – ОТП України
	Сильний	Швидке закінчення активних бойових дій		Ескалація бойових дій, подальші руйнування виробничих потужностей та логістики, у тому числі в енергосекторі Зміна обсягів міжнародної допомоги