



Огляд економіки в листопаді

Спеціальна тема: Бюджет-2025: армія, податки,
російські активи



ГОЛОВНЕ

КЛЮЧОВІ ЗМІНИ В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ В ЛИСТОПАДІ 2024

- **Макроекономічні тенденції:** За даними Мінекономіки, у січні-листопаді 2024 року ВВП України зріс на 4% порівняно з аналогічним періодом минулого року. Зростання ВВП до кінця 2024 року, ймовірно, буде вище 4,0%, прогнозує НБУ. Ділові очікування погіршилися в листопаді в усіх досліджуваних секторах. Чинники, які завдали найбільш негативного впливу — підвищення інтенсивності бойових дій та повернення відключень електроенергії.
- **Фіскальний сектор:** У листопаді були рекордні доходи держбюджету, але зростання податку на споживання зупинилося. Україна отримала \$6,5 млрд зовнішньої бюджетної допомоги.
- **Монетарний, валютний та банківський сектор:** 12 грудня інфляція прискорилося до 11,2%, а облікову ставку НБУ підвищив до 13,5%. Міжнародні резерви зросли до \$39,9 млрд, тоді як курс гривні залишився відносно стабільним. У банківському секторі спостерігалось значне зростання гривневих депозитів і роздрібних кредитів на тлі стабільних валютних трендів. НБУ затвердив Концепцію оцінки стійкості банків і банківської системи до 2025 року.
- **Галузевий аналіз:** Через російські атаки та погані погодні умови Україні бракує електроенергії. Частка морських портів в експорті сільськогосподарської продукції досягла 86%, що стало новим рекордом часів війни. Виробництво сталі в Україні падає шостий місяць поспіль. ІТ-експорт відновився восени після того, як у серпні впав до мінімуму за час війни.
- **Спеціальна тема:** Бюджет-2025 – це четвертий воєнний бюджет. Витрати значно перевищують доходи. Доходи збільшуються, але їх все ще недостатньо для покриття всіх потреб. Фінансова допомога покриє бюджетний дефіцит у 2025 році.

Детальніше про це читайте у нашому звіті далі.

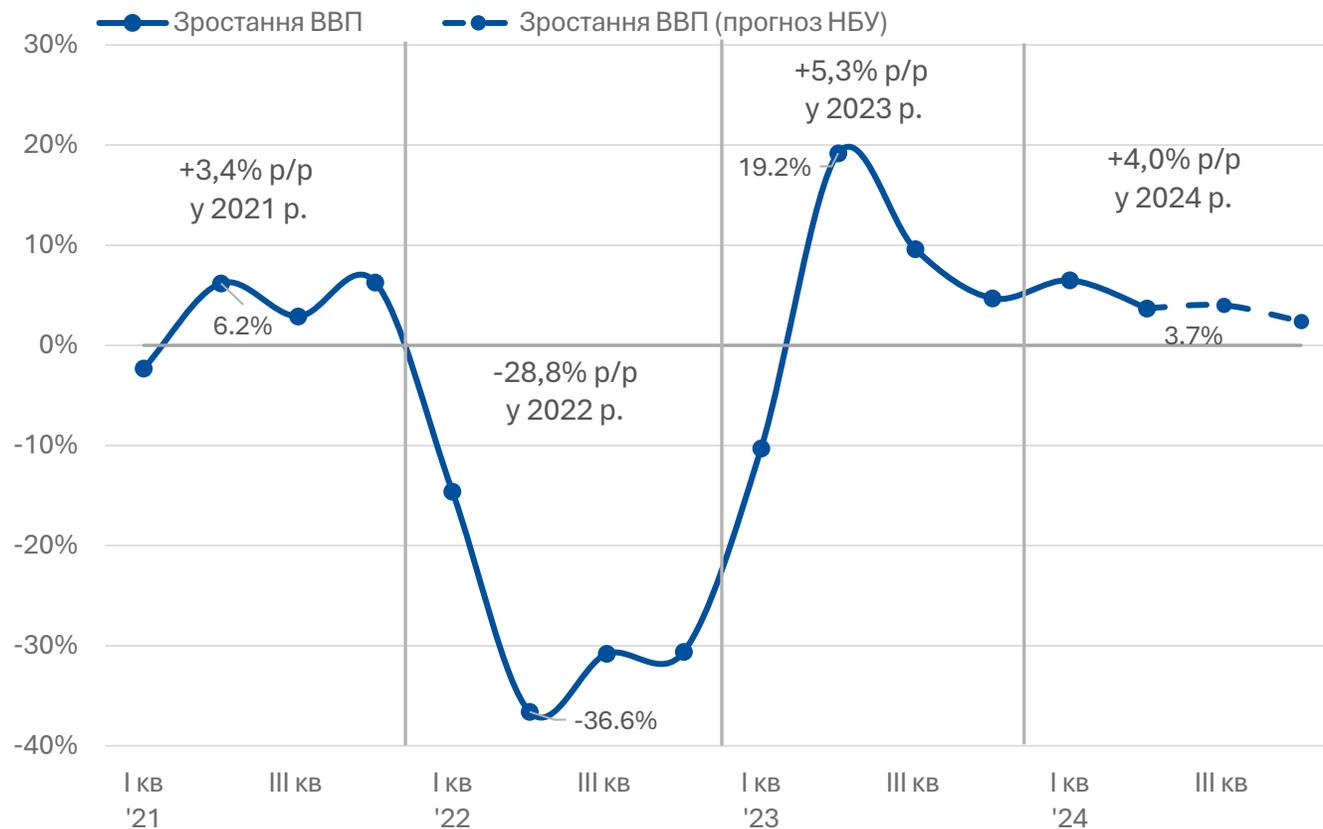


МАКРОЕКОНОМІЧНІ ТЕНДЕНЦІЇ

МАКРОЕКОНОМІЧНІ ТЕНДЕНЦІЇ

Зростання ВВП на 4% за 11 місяців 2024 року — вище, ніж прогноз НБУ

Зростання ВВП (рік до року) за квартал, %



Джерело: Державна служба статистики України, НБУ

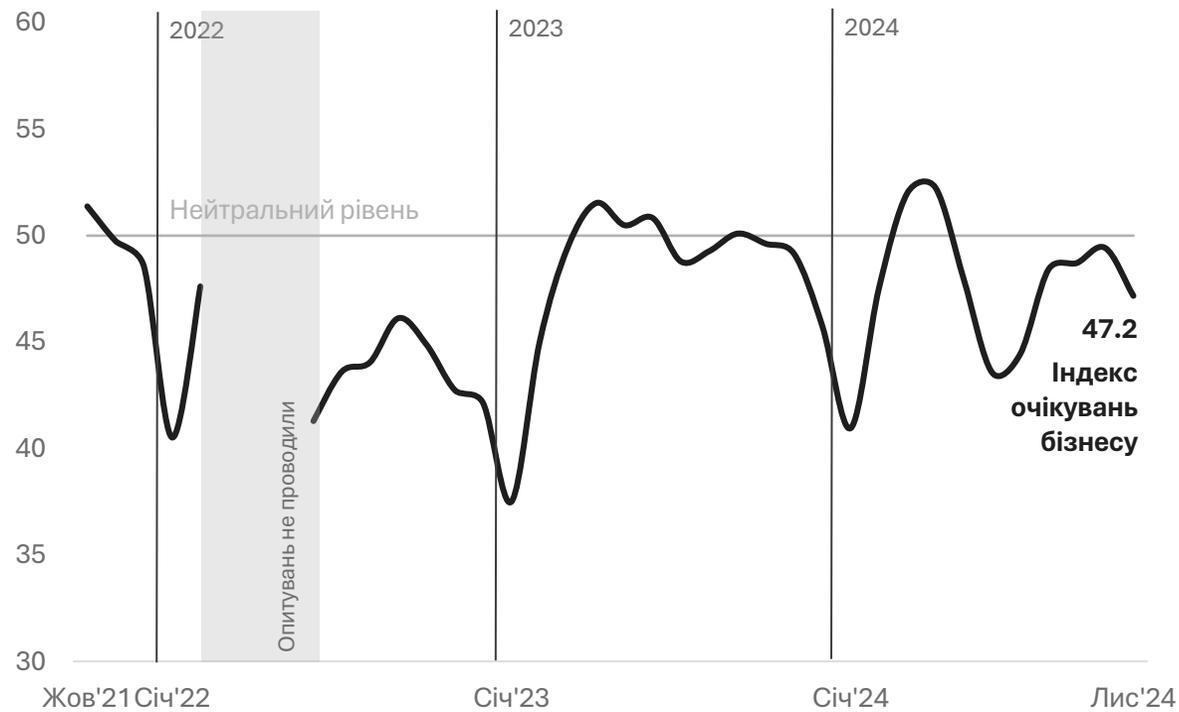
- За даними Мінекономіки, у січні-листопаді 2024 року ВВП України зріс на 4% порівняно з аналогічним періодом минулого року. У листопаді економіка зросла на 0,9% у річному вимірі.
- Зростання ВВП до кінця 2024 року, ймовірно, буде вищим, ніж прогнозує НБУ — на рівні 4,0%.
- Драйверами зростання залишаються транспорт і будівництво, виробництво та внутрішня торгівля.
- Менший, ніж очіувалося, дефіцит електроенергії та дещо вищі врожаї ранніх зернових сприяють кращому відновленню ВВП.

МАКРОЕКОНОМІЧНІ ТРЕНДИ

Ділові очікування погіршилися у листопаді

У листопаді індекс очікувань ділової активності НБУ **знизився до 47,2** проти 49,4 у жовтні, і залишився нижче нейтрального рівня 50 пунктів. Це означає, що серед усіх опитаних підприємств переважають негативні настрої.

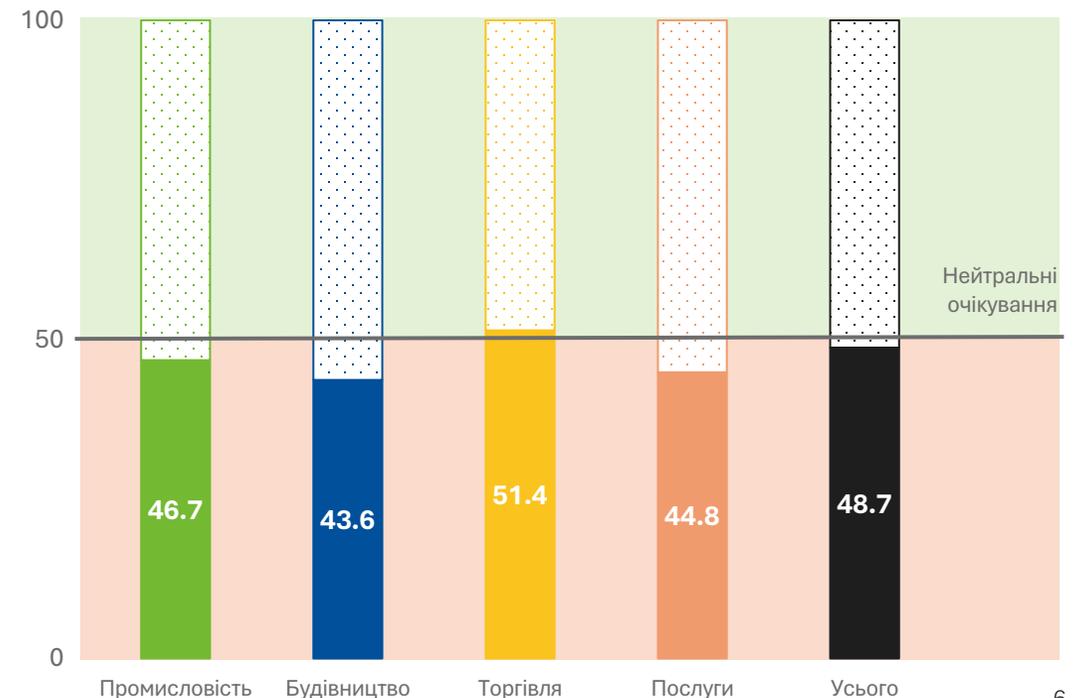
Динаміка індексу очікувань ділової активності (ІОДА) НБУ



Джерело: НБУ

Настрої погіршилися в усіх досліджуваних секторах. Найбільше вплинули відключення електроенергії та підвищення інтенсивності бойових дій. Подальша динаміка ділових настроїв, ймовірно, залежатиме від зміни ситуації з енергопостачанням.

Індекс очікувань ділової активності НБУ за секторами у жовтні





МОНЕТАРНИЙ, ВАЛЮТНИЙ ТА БАНКІВСЬКИЙ СЕКТОР

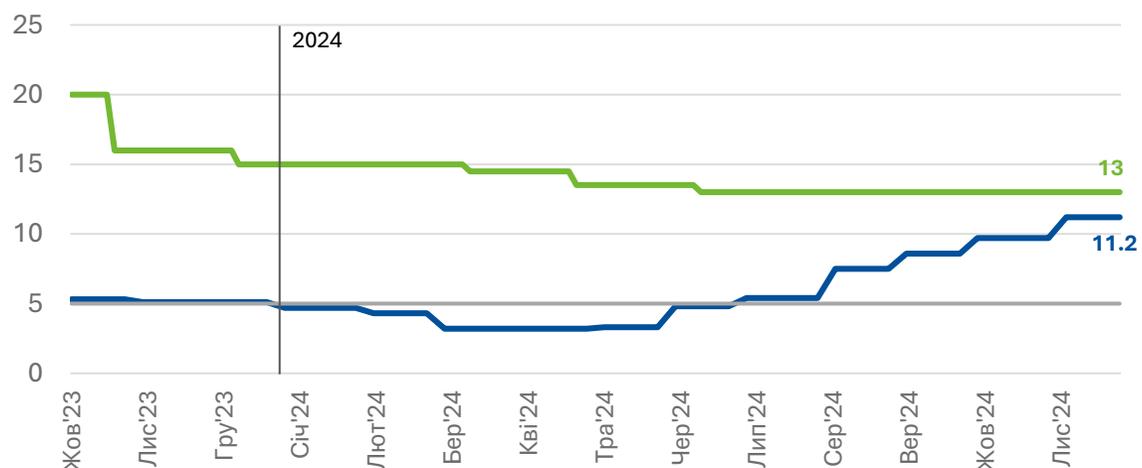
Інфляція прискорилася до 11,2%, а облікову ставку підвищили до 13,5%

Ключові показники на 30 листопада 2024 (ІСЦ р/р в листопаді 2024)

Показник	Ставка. %	Зміна у листопаді
Ставка ОВДП (12 місяців)	14,65	0,00 р.р.
Ключова ставка	13,00	0,00 р.р.
Ставка за 12-міс депозитами	12,92	0,31 р.р.
Ставка за 3-міс депозитами	13,00	0,15 р.р.
Інфляція (ІСЦ)	11,20	1,50 р.р.

Джерела: НБУ, Держстат, UIRD

Інфляція (ІСЦ) р/р й облікова ставка, %



Джерело: НБУ, Державна служба статистики

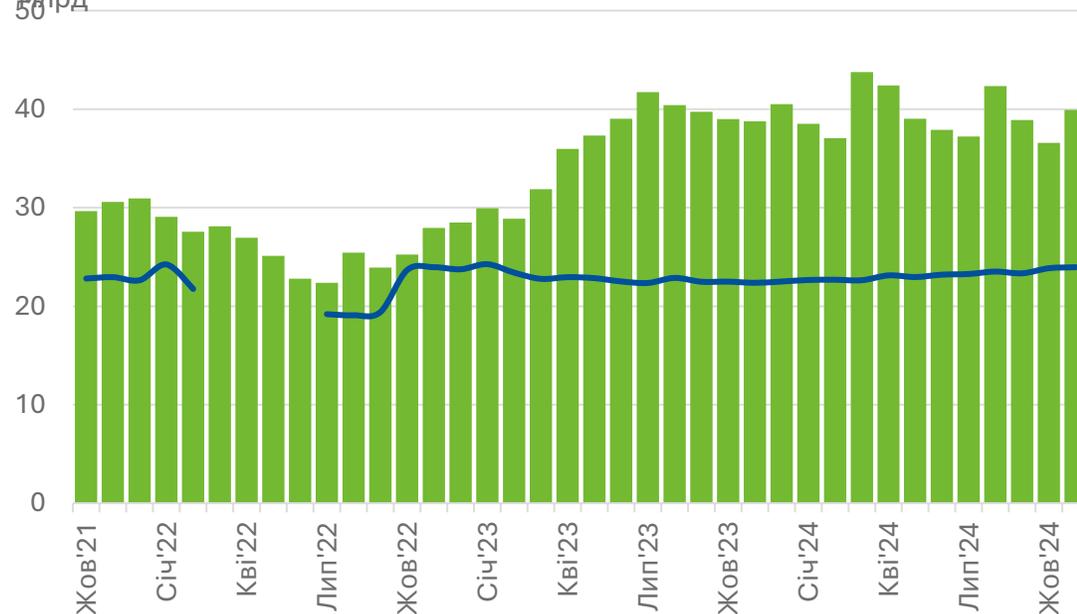
- 12 грудня НБУ вирішив підвищити **облікову ставку до 13,5%** для підтримки стабільності валютного ринку, утримання під контролем інфляційних очікувань і поступового її уповільнення до цільового рівня 5%.
- Це підвищення облікової ставки **підтримає реальну дохідність гривневих інструментів** і допоможе зменшити тиск на обмінний курс і ціни.
- **Дохідність гривневих інструментів** — як державних облігацій, так і депозитів — **залишається в реальному вираженні** вищою за прогнозовану інфляцію.
- У листопаді 2024 року **інфляція прискорилася до 11,2% порівняно з аналогічним періодом минулого року** — 1,9% порівняно з попереднім місяцем — через сильніший, ніж очікувалося, вплив несприятливих погодних умов на посіви, підвищення вартості сировини та подальшого зростання бізнес-вартості електроенергії та робочої сили.

МОНЕТАРНИЙ ТА ВАЛЮТНИЙ СЕКТОР

Міжнародні резерви зросли до \$39,9 млрд, а гривня повільно знецінювалася

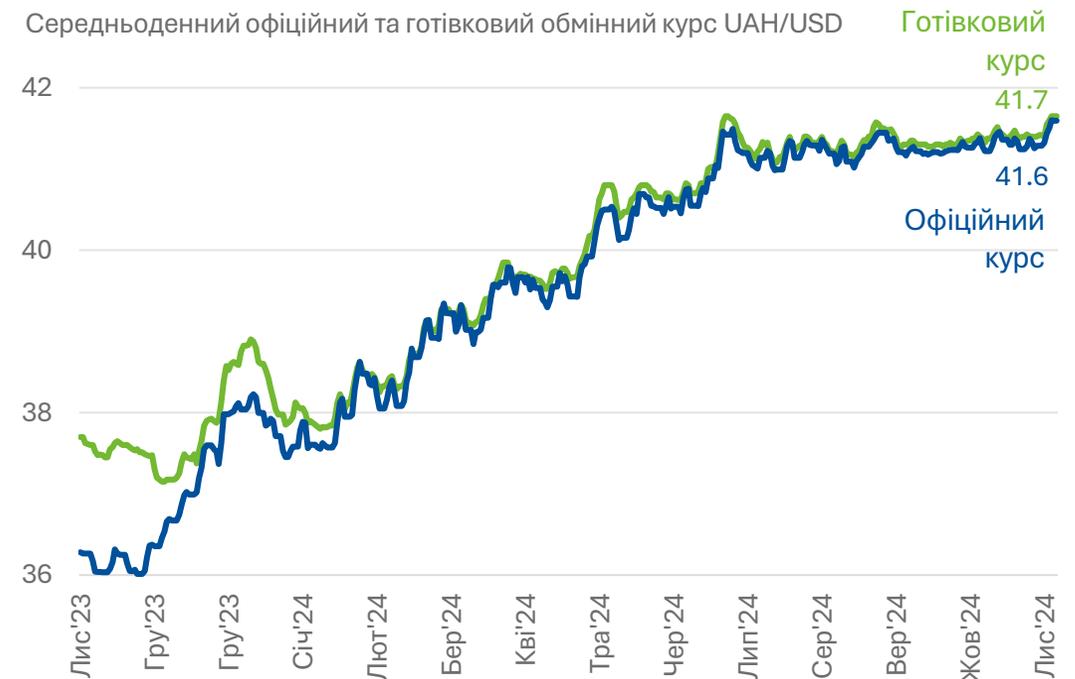
У листопаді міжнародні резерви зросли на 9,1% до \$39,9 млрд (5,0 місяців покриття імпорту) завдяки великим надходженням коштів від міжнародних партнерів (переважно від Світового банку та США) і зменшенню чистого продажу валюти.

Валові міжнародні резерви та обсяг, необхідний для покриття трьох місяців майбутнього імпорту, \$ млрд



Джерело: НБУ. У березні-червні 2022 року НБУ не розраховував покриття майбутнього імпорту через нестабільну ситуацію

Гривня наприкінці листопада повільно та помірно дешевшала з 41,3 до 41,6 грн/\$ після кількох місяців стабільності. НБУ скоротив валютні інтервенції до \$2,7 млрд. Поступова валютна лібералізація та суворіші заходи дотримання законодавства забезпечили стабільність ринку.



Джерело: НБУ (офіційний курс), index.minfin.com.ua (курс готівкового ринку)

Значне зростання гривневих депозитів і роздрібних кредитів на тлі стабільних валютних трендів

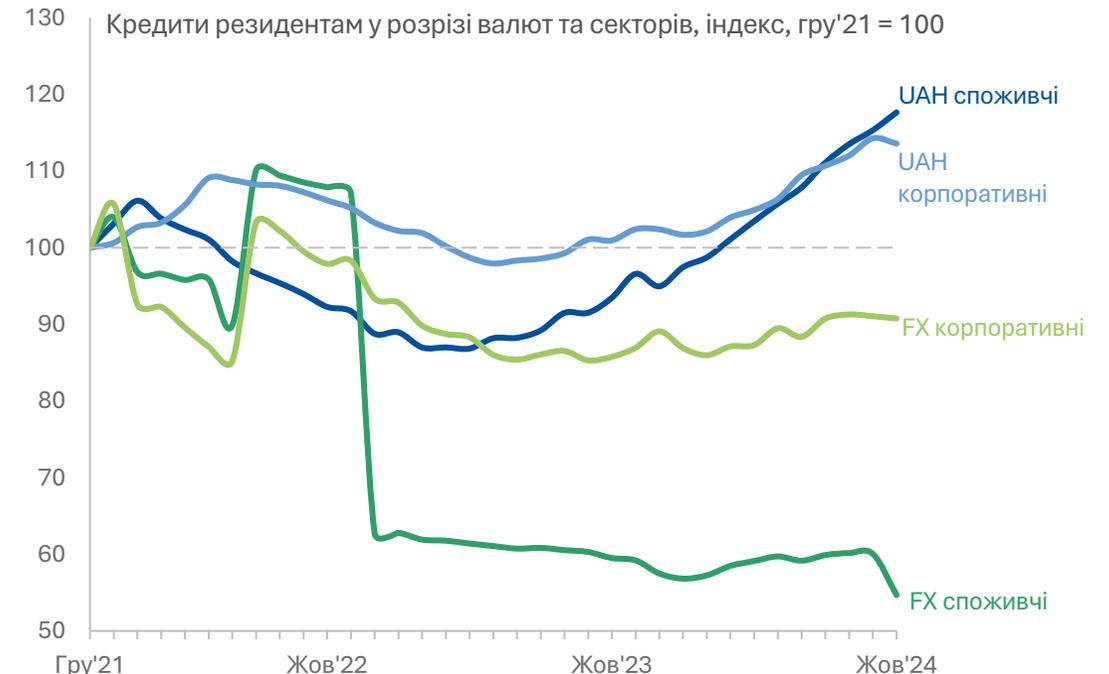
У жовтні 2024 року спостерігалось значне **зростання гривневих депозитів до запитання**, тоді як **депозити в іноземній валюті збільшувалися повільнішими темпами**. Термінові гривневі депозити продовжували стабільно зростати, а строкові валютні депозити залишалися незмінними. Дані свідчать про більш інтенсивне зростання гривневих депозитів, особливо депозитів до запитання, порівняно з депозитами в іноземній валюті.



Джерело: НБУ

У жовтні 2024 року гривневі кредити фізичним особам зросли, тоді як гривневі кредити юридичним особам знизилися після зростання протягом минулого року. Корпоративні кредити в іноземній валюті залишалися стабільними, а роздрібні кредити в іноземній валюті залишалися на низькому рівні.

Це свідчить про значне зростання роздрібних кредитів у гривні порівняно зі слабкими кредитами у валюті.



Джерело: НБУ

НБУ затвердив Концепцію оцінки стійкості банків і банківської системи до 2025 року

Правління Національного банку України **схвалило концепцію оцінки стійкості банків і банківської системи у 2025 році.**

Після трирічної перерви оцінка стійкості банків і банківської системи відбуватиметься за стандартною процедурою, згідно з якою зовнішні аудитори проводять **оцінку якості активів (AQR)**, а несприятливий сценарій застосовується в рамках стрес-тестування.



Етап I. Огляд якості активів

AQR є обов'язковим для всіх банків. Він перевіряє якість активів і прийнятність застави на основі стандартів кредитного ризику НБУ. Якщо помилки в основній вибірці перевищують порогові значення, аудитори розширюють перевірку до більшої вибірки.



II етап. Екстраполяція

На цьому етапі екстраполюються результати поглибленого аналізу активів AQR. II етап НБУ проводить лише для банків, активи яких пройшли поглиблену перевірку.



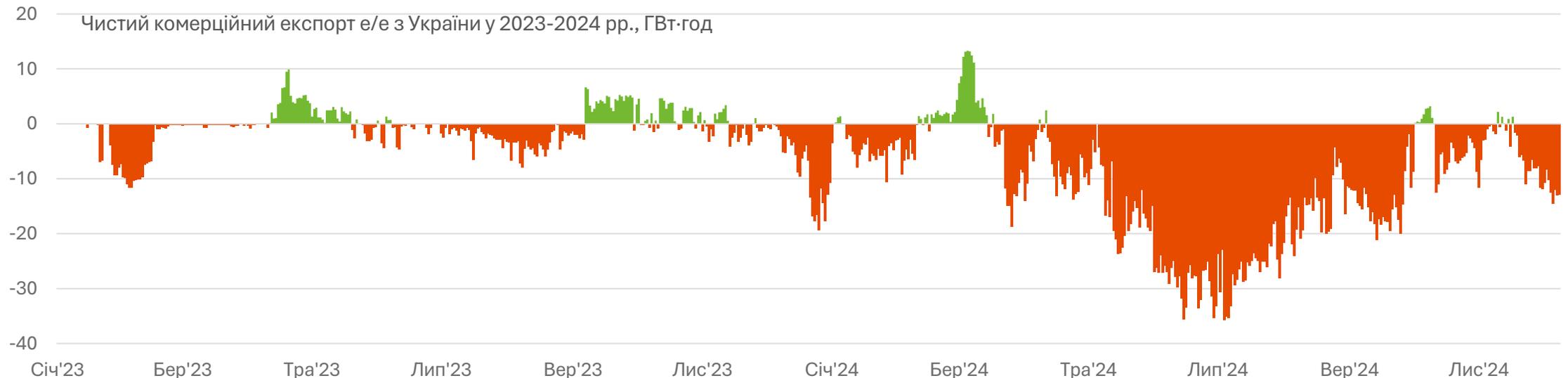
III стадія. Стрес-тестування

НБУ проводить стрес-тестування за базовим і несприятливим сценаріями з використанням трирічних прогнозів. Він охоплює великі банки та ті, що потребують капіталізації, включаючи 20 банків і понад 90% чистих активів, на основі даних станом на 1 січня 2025 року.

ГАЛУЗЕВИЙ АНАЛІЗ

Через російські атаки та негоду Україні бракує електроенергії

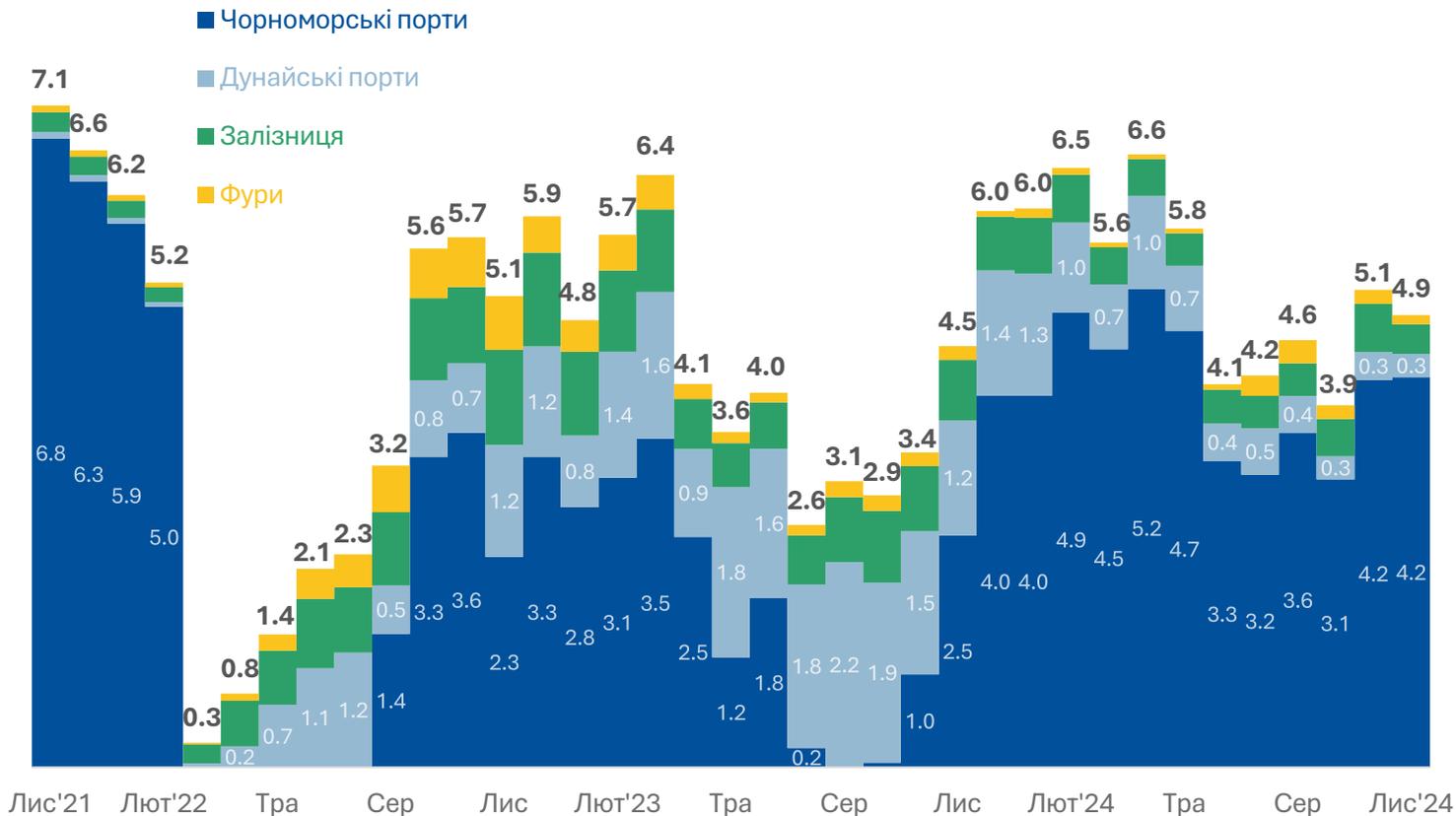
- Чистий імпорт електроенергії в листопаді не змінився на рівні 121 ГВт·год. Це результат комерційного імпорту 163 ГВт·год і комерційного експорту 42 ГВт·год.
- У листопаді чистий експорт електроенергії фіксувався протягом 5 днів, останній раз 17 листопада. З початку грудня Україна не експортувала електроенергію в комерційних цілях.
- В Україні тривають планові обмеження електропостачання для побутових та комерційних споживачів згідно із затвердженими графіками.
- З початку грудня ДТЕК відновив електропостачання 23 тис. споживачів у 25 населених пунктах, які постраждали від російської атаки. Найбільше їх у Дніпропетровській області (12 900), а також у Донецькій та Київській областях.
- Ще однією причиною пошкодження ліній електропередач, окрім російських атак, є погодні умови. Станом на 10 грудня через дощ, вітер та сніг знеструмлено 66 населених пунктів у чотирьох областях — Чернівецькій, Одеській, Дніпровській та Миколаївській.



ГАЛУЗЕВИЙ АНАЛІЗ

Частка морських портів в експорті с/г продукції досягла 86%, що стало новим рекордом часів війни

Експорт зернових та олійних за видом транспорту та усього, млн т



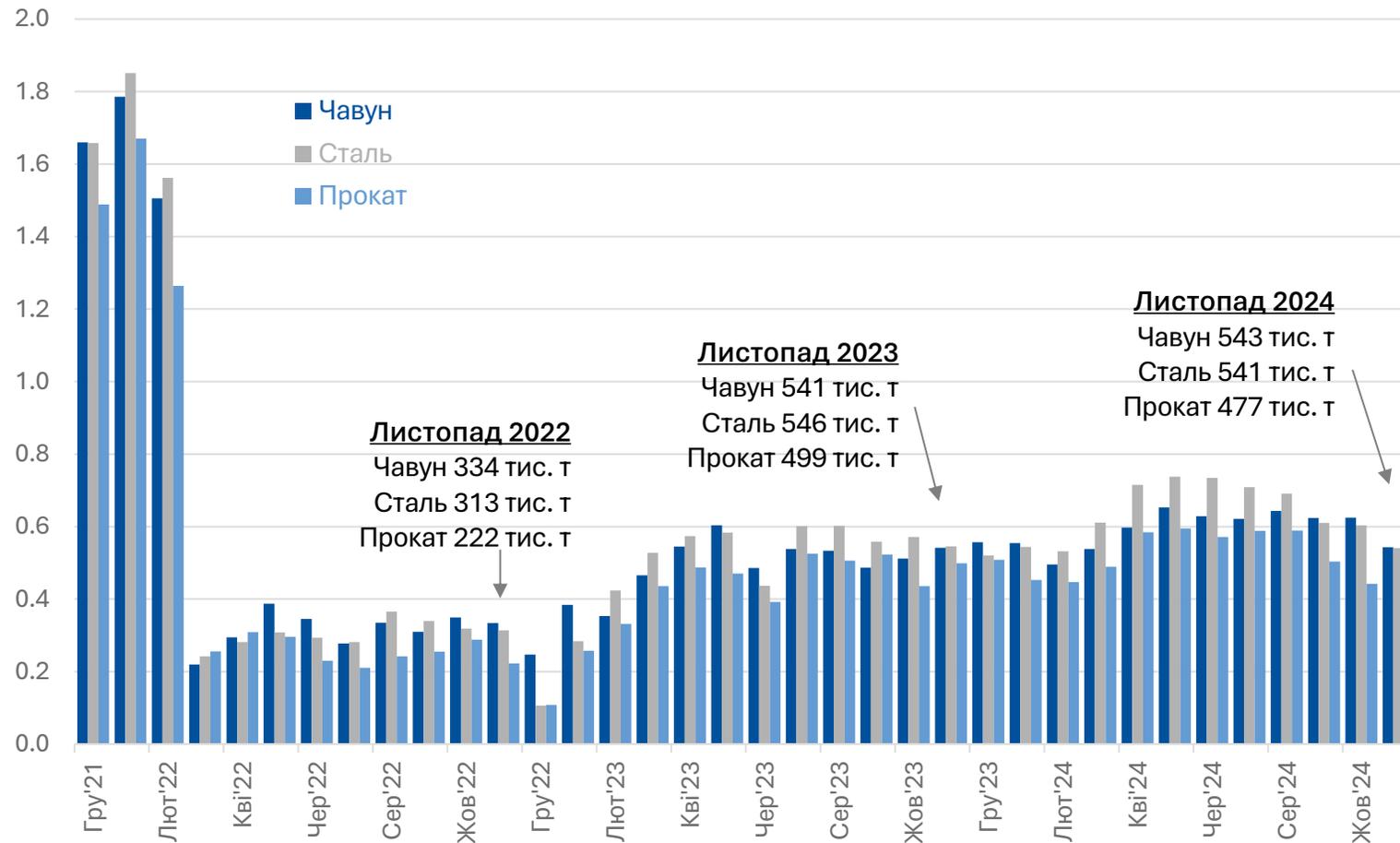
Джерела: оцінка Dragon Capital, Міністерство інфраструктури, Мінагрополітики, Держмитслужба, ООН

- У жовтні експорт зернових та олійних скоротився на 5% порівняно з попереднім місяцем до 4,9 млн т.
- За 11 місяців 2024 року експорт с/г продукції досяг 57,4 млн т, що на 27% більше, ніж у аналогічному періоді минулого року.
- Частка морських портів в с/г експорті досягла 86%, що є рекордним показником з початку повномасштабного російського вторгнення.
- Експорт українських зернових у 2024/2025 роках сягнув 18,9 млн т станом на 6 грудня, що на 37% більше, ніж у минулому році. Найбільш важливими експортними культурами є пшениця (9,1 млн т), кукурудза (7,6 млн т) і ячмінь (1,9 млн т).
- У листопаді було очищено від мін ще 25 000 га, як результат — загальна площа з початку року перевищила 255 000 га. Загалом в Україні сертифіковано 69 операторів з розмінування, ще 58 перебувають у процесі атестації.

ОГЛЯД МЕТАЛУРГІЙНОЇ ПРОМИСЛОВОСТІ

Виробництво сталі в Україні падає шостий місяць поспіль

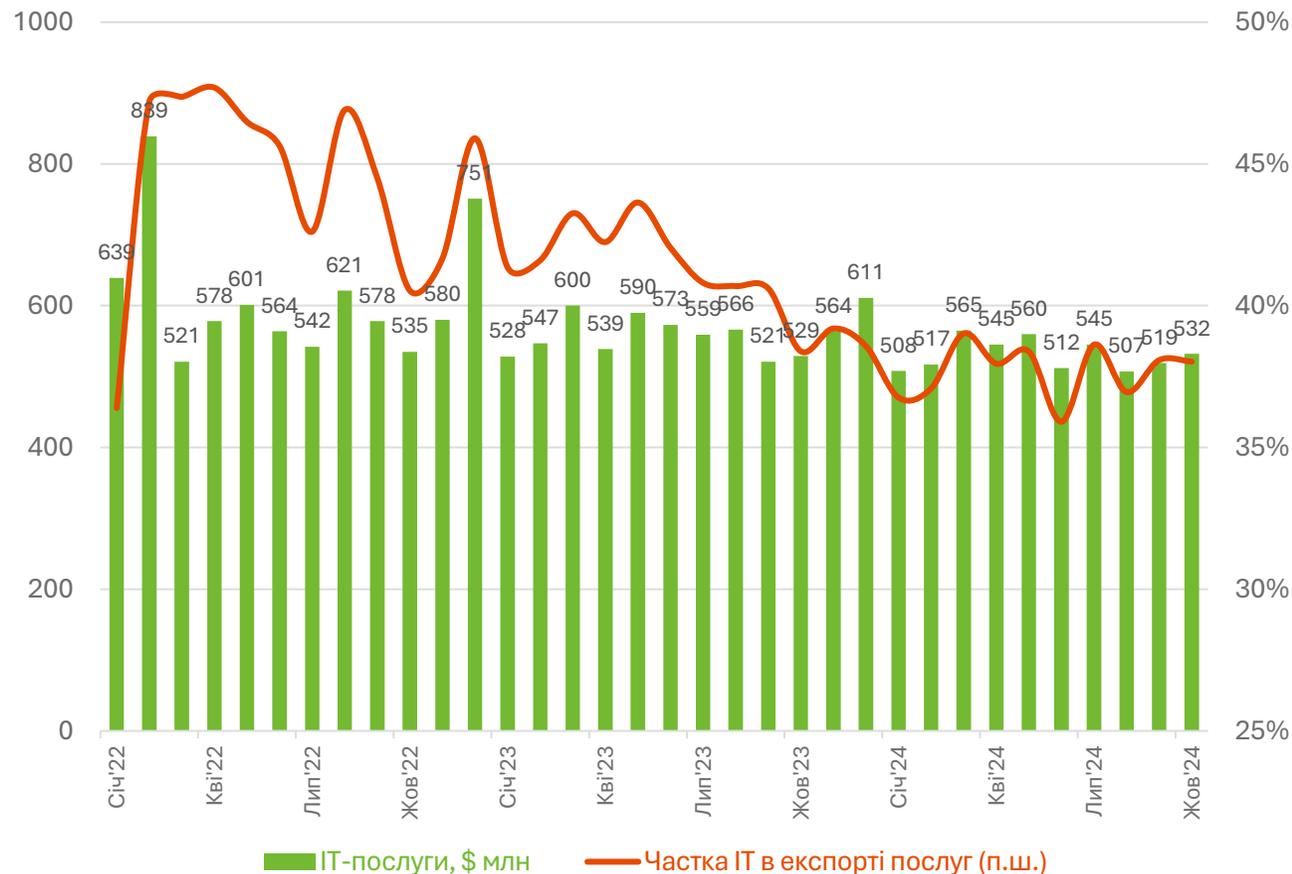
Виробництво чорних металів в Україні за основними категоріями, млн т



- Виробництво сталі знижувалось шостий місяць поспіль, а саме у листопаді на 10% до 541 тис. тонн. Виробництво чавуну скоротилося на 13% до 556 тисяч тонн. Водночас виробництво прокатної продукції зросло на 8% до 477 тис. тонн.
- За 11 місяців 2024 року виробництво основних видів металопродукції зросло на 18-23%, чавуну — 6,52 млн тонн. Вироблено 7,03 млн тонн сталі та 5,74 млн тонн прокату.
- У січні-жовтні 2024 року Україна експортувала 1,67 млн тонн сталевих напівфабрикатів (62% р/р) на загальну суму \$828 млн. Половина експорту припадала на Болгарію та Єгипет.
- Метінвест і уряд Італії підписали декларацію про будівництво сталеливарного заводу в Пйомбіно. Вартість будівництва оцінюється в 2,5 млрд євро, планова потужність — 2,7 млн т гарячекатаних ролонів на рік.

ІТ-експорт почав відновлюватися восени після падіння до найнижчого рівня за час війни

ІТ-експорт на місяць, \$ млн



- **Експорт ІТ-послуг у жовтні зріс на 2,5%** порівняно з попереднім місяцем та досяг \$532 млн.
- **За 10 місяців 2024 року досяг \$5,3 млрд**, що на 4% менше, ніж у минулому році.
- **Кількість ІТ-вакансій на провідному порталі DOU у 2024 році зросла на 31%** до 59 600. Найбільшим попитом у компаній користуються співробітники без досвіду роботи або з досвідом до 1 року. Genesis очолює список компаній, що наймають працівників з 1163 вакансіями.
- **Менше ІТ-працівників планують змінити роботу** протягом року (17%).
- **15% ІТ-працівників планують виїхати за кордон** найближчим часом або як тільки відкриються кордони.

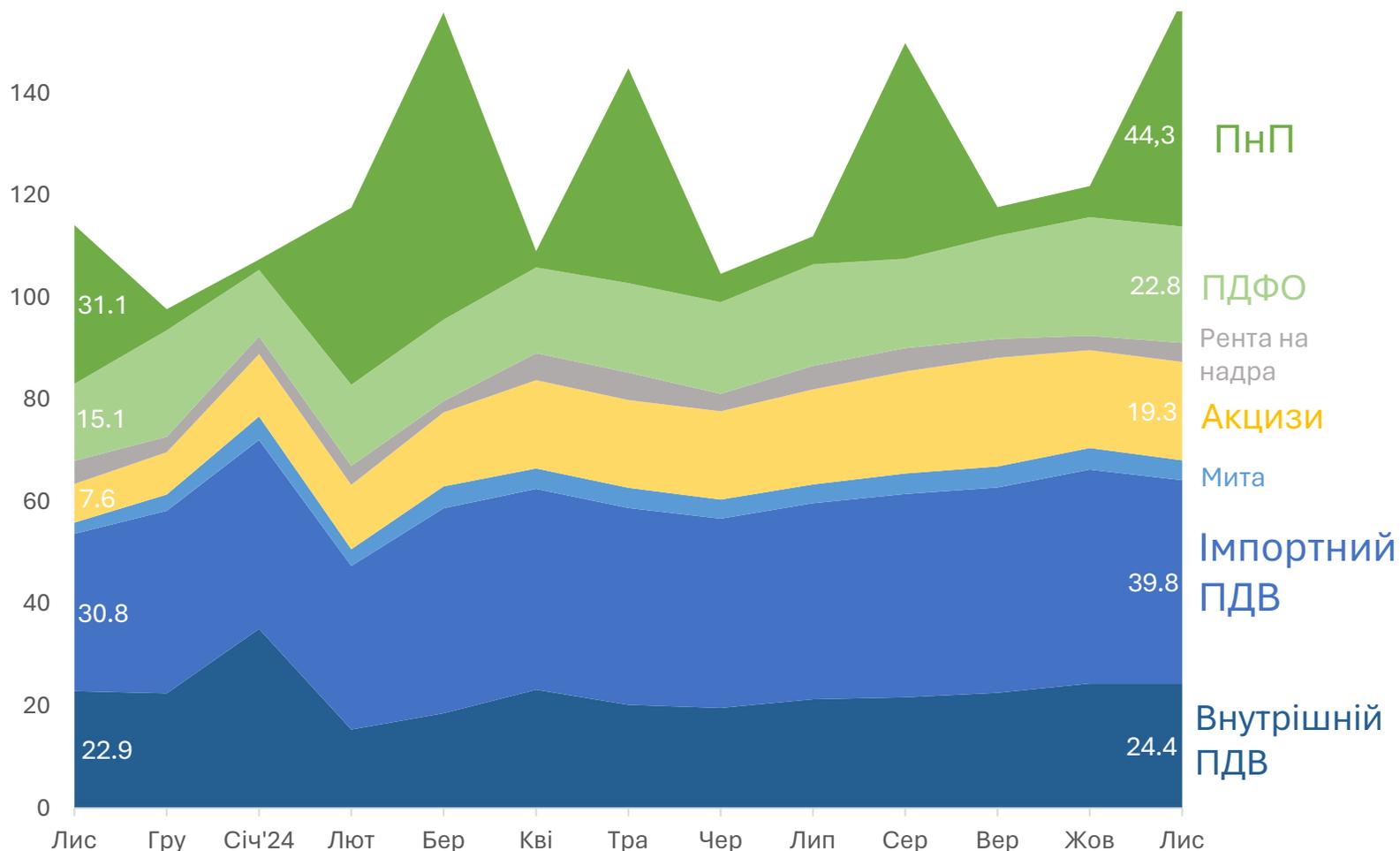


ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР

ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР

Доходи рекордно високі, але зростання податків на споживання призупинено

Податкові надходження державного бюджету, млрд грн



Податкові доходи держбюджету в листопаді досягли 158,2 млрд грн, збільшившись на 38,5% в порівнянні з аналогічним періодом минулого року.

Порівняно з листопадом 2023 року податки на споживання зросли на 41%, але 4-місячний тренд зростання призупинився.

Спостерігається значне зростання відшкодування ПДВ протягом року, причому останні два місячні відшкодування перевищили 15 млрд грн (50% порівняно з аналогічним періодом минулого року).

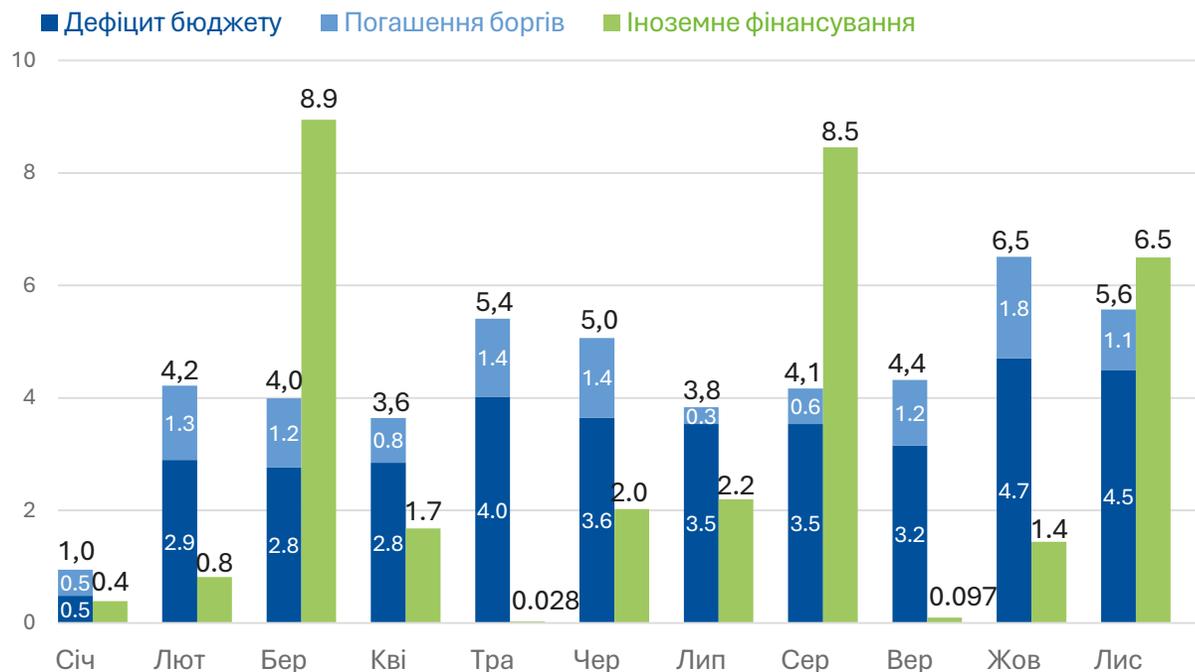
Також занепокоєння викликає продовження недовиконання плану доходів митної служби (87% у жовтні та 79% у листопаді).

Президент підписав пакет про підвищення податків. Нардепи внесли зміни до Податкового кодексу, які перенесли термін дії військового збору для ФОП на 1 січня 2025 року.

У листопаді Україна отримала \$6,5 млрд зовнішньої бюджетної допомоги

У листопаді зовнішня бюджетна допомога повністю покрила дефіцит бюджету та потреби у погашенні боргу. Україна отримала \$4,8 млрд позики від Світового банку, \$1,35 гранту від США, \$235 млн кредиту від Японії, \$100 млн кредиту від Південної Кореї (вперше за час повномасштабної війни), €10,8 млн гранту від Норвегії.

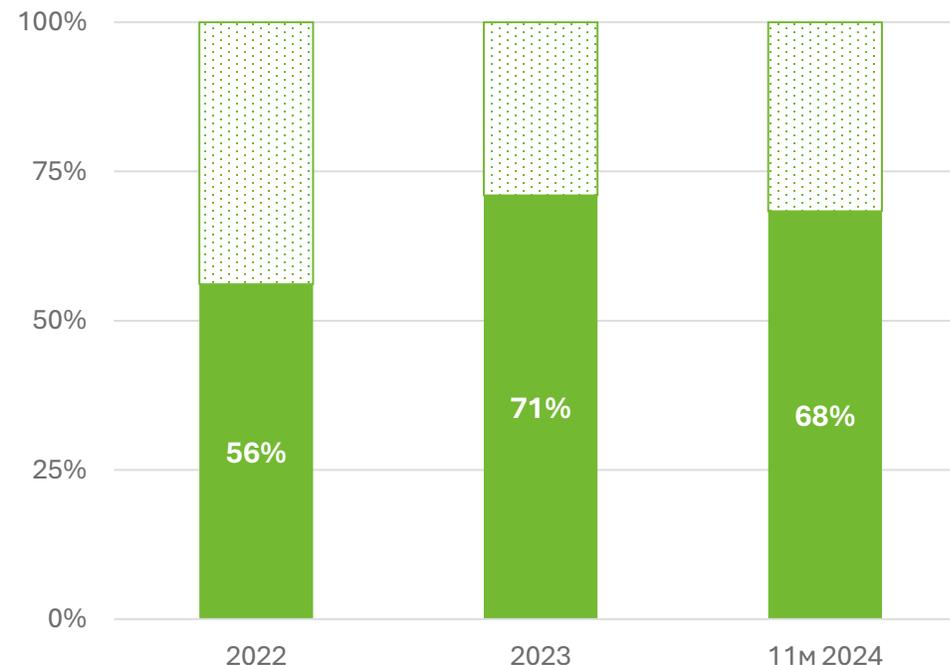
Іноземне фінансування, дефіцит державного бюджету та погашення боргів у 2024 році, \$ млрд



Джерела для всіх графіків: Мінфін, НБУ, розрахунки ЦЕС

Іноземна допомога покрила 68% додаткових потреб держбюджету за 11 місяців 2024 року. Зовнішнього фінансування було недостатньо для повного покриття потреб у фінансуванні, проте це було очікувано. Основним джерелом покриття розриву є внутрішні облигації.

Покриття потреб державного бюджету іноземним фінансуванням, %



БЮДЖЕТ 2025

БЮДЖЕТ-2025 – ЧЕТВЕРТИЙ ВОЄННИЙ БЮДЖЕТ

- Бюджет 2025 — четвертий воєнний бюджет і перший в рамках середньострокового бюджетного планування (Бюджетна декларація 2025-2027);
- Бюджет 2025 збалансований та консервативний;
- Закладена тривалість бойових дій протягом усього 2025 року;
- Більше половини всіх видатків на оборону;
- Соціальні стандарти заморожені;
- Фіскальна консолідація: підвищення податків і зборів;
- Залежність від зовнішньої підтримки є основним фіскальним ризиком;

Показник, млрд \$	2022 факт	2023 факт	2024 план	2025 план
<u>I. Макро</u>				
ВВП	162	179	184	188
ВВП, % реальної зміни	-28,8	5,3	3,5	2,7
<u>II. Державний бюджет</u>				
Доходи	55	73	47	52
В т.ч. міжнародна допомога	20	32	0	2
Видатки	84	110	93	88
<u>III. СЗДУ</u>				
Доходи	81	98	77	76
В т.ч. соціальні фонди	13	13	15	13
Видатки	107	134	124	112

Джерело: Мінфін, Закони про Державний бюджет на 2024 та 2025 роки, Пенсійний фонд України

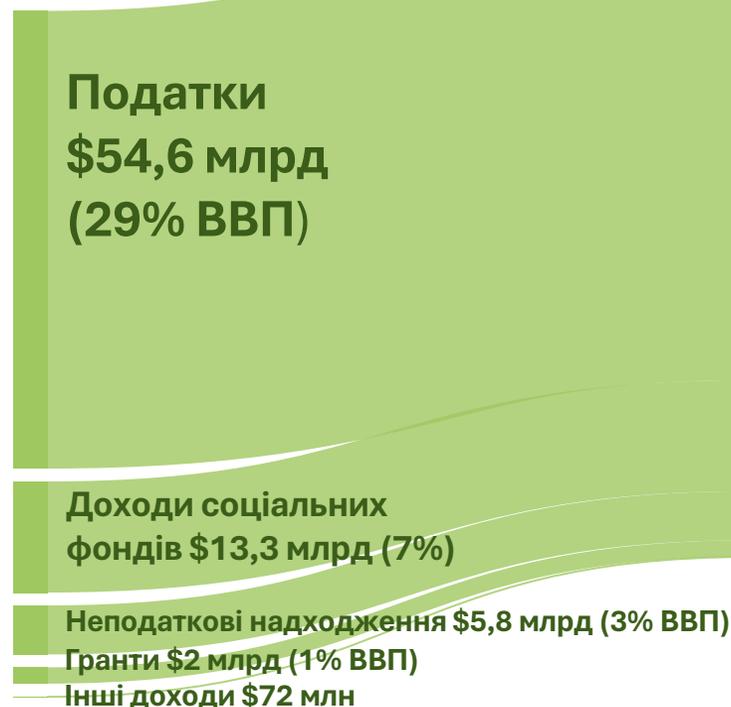
ВИДАТКИ ЗНАЧНО ПЕРЕВИЩУЮТЬ ДОХОДИ

Бюджет СЗДУ

Загальний борг: \$191,5 млрд (101,8% ВВП)

Видатки

Доходи

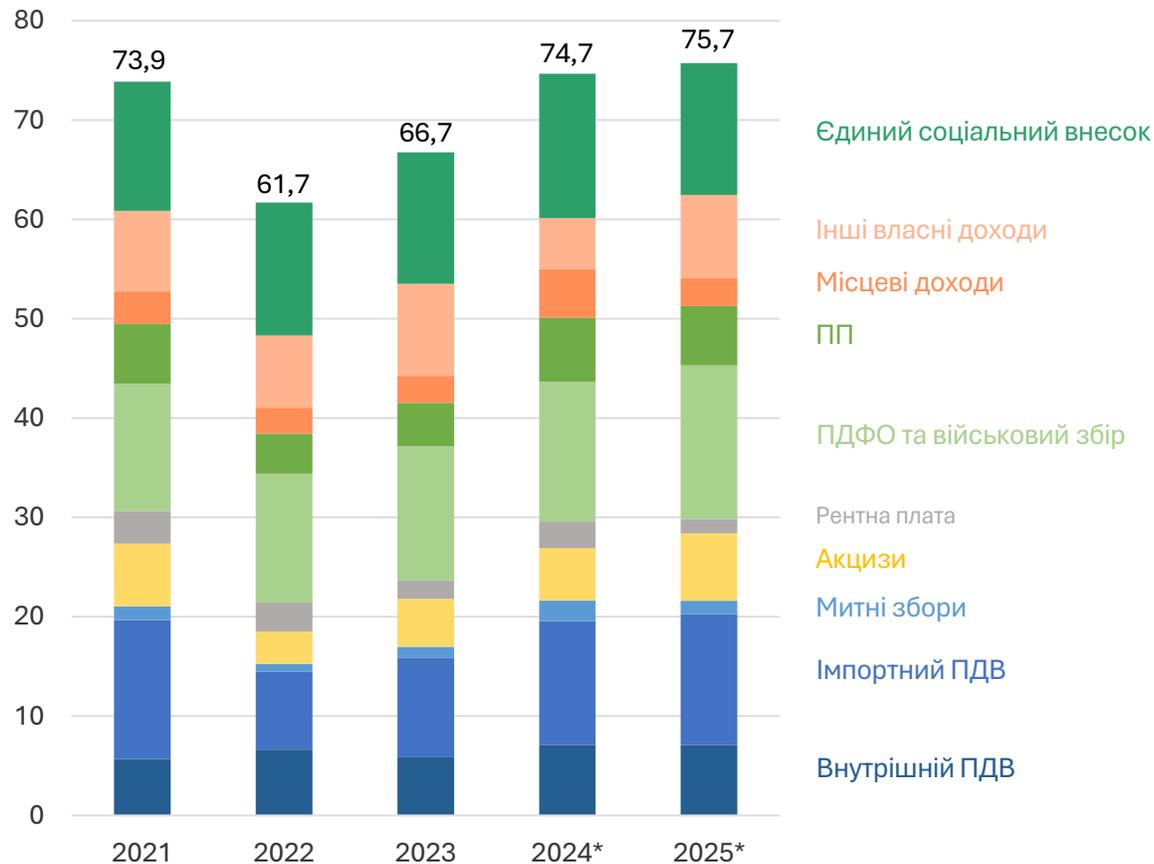


Загальна потреба у фінансуванні перевищує **дефіцит** і становить \$53,8 млрд (29% ВВП)

Джерело: Мінфін, Закони про Державний бюджет на 2024 та 2025 роки, Пенсійний фонд України

ДОХОДИ ЗБІЛЬШУЮТЬСЯ, ПРОТЕ ЇХ ВСЕ ЩЕ НЕДОСТАТНЬО

Власні доходи СЗДУ, \$ млрд



*план

Джерело: Мінфін, Закони про Державний бюджет на 2024 та 2025 роки, Пенсійний фонд України

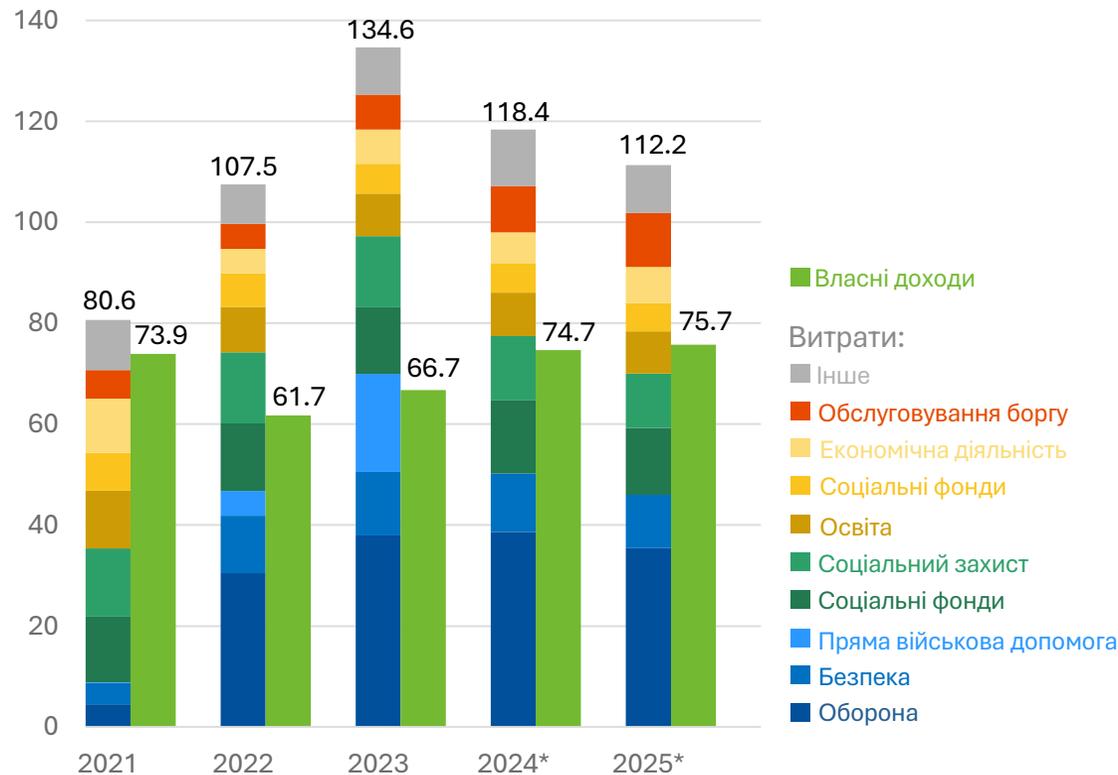
- Номінальні доходи зростають більше, ніж інфляція (9,5%) через вищі податкові ставки;
- Збір податків вищий, ніж у 2021 році — 29% ВВП порівняно з 26,7% ВВП у 2021 році;
- Найдинамічніше зростає податок на доходи фізичних осіб та військовий збір порівняно з довоєнним періодом у 2021 році;
- Власні доходи сектору загального державного управління покривають лише **66%** загальних видатків;
- Збір податків та боротьба з тіньовою економікою і корупцією потребують вдосконалення;

Загальні власні доходи — 3,4 трлн грн (\$73,7 млрд, 40,3% ВВП)

ВИДАТКИ ЗАЛИШАЮТЬСЯ ВИСОКИМИ

Необхідно ефективніше використовувати ресурси

Витрати сектору державного управління та власні доходи, \$ млрд



*план

Джерело: Мінфін, Закон про державний бюджет на 2025 рік, Пенсійний фонд України

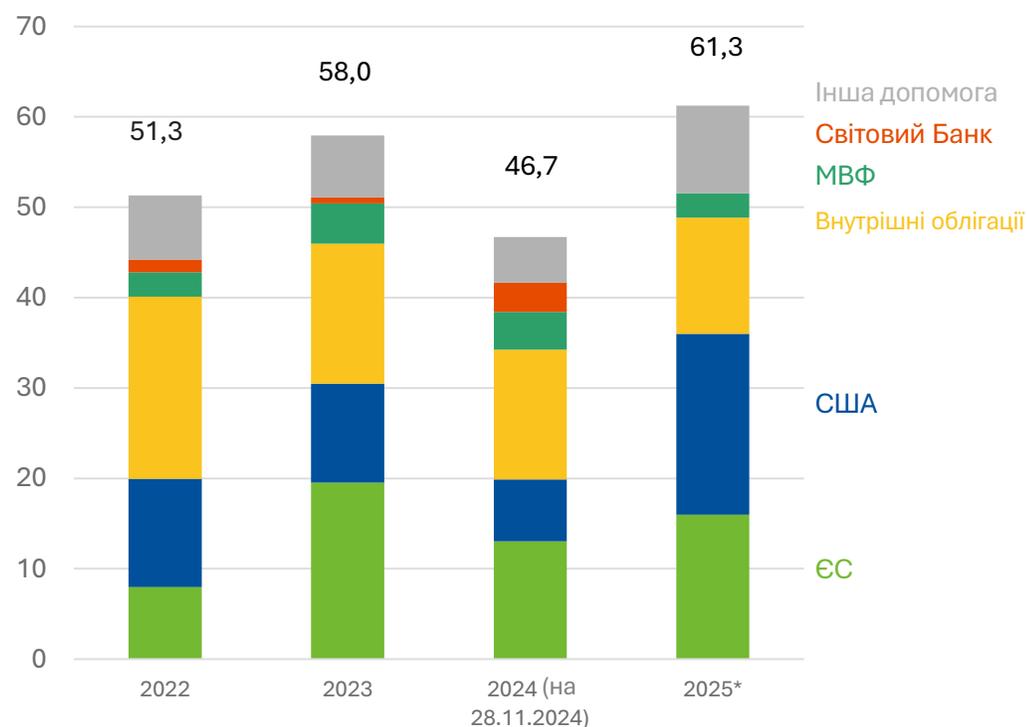
- Фінансування війни становить половину всіх витратків або чверть ВВП;
- У 2025 році витратки на війну залишаться майже незмінними на рівні +1% до 2024 року — уряд прогнозує, що військові дії триватимуть до кінця 2025 року;
- Уряд скорочує соціальні витратки на пенсії з державного бюджету, щоб зменшити дефіцит Пенсійного фонду;
- Витратки на обслуговування боргу планують збільшити на +29% до 2024 року до \$10,7 млрд;

Загальні витратки — 5 трлн грн (\$112 млрд, 59,6% ВВП)

ФІНАНСОВА ДОПОМОГА ПОКРИВАЄ БЮДЖЕТНИЙ РОЗРИВ У 2025 РОЦІ

- **Загальна потреба у фінансуванні у 2025 році становить \$53,8 млрд**, з яких потреба у зовнішньому фінансуванні — \$38,4 млрд.
- **Потреба буде покрита** за рахунок кредитів на суму \$38,8 млрд, грантів від міжнародних партнерів на суму \$2 млрд та ОВДП на суму \$12,9 млрд.

Дофінансування державного бюджету України,
\$ млрд



Потреби у фінансуванні та заборгованість

Індикатор	2022		2023		2024		2025	
	\$ млрд	% ВВП	\$ млрд	% ВВП	\$ млрд	% ВВП	\$ млрд	% ВВП
Державний та гарантований державою борг	126,0	77,8%	150,9	84,4%	201,1	109,4%	191,5	101,8%
Загальні потреби у фінансуванні, включаючи:	61,6	38,0%	79,5	44,5%	55,9	30,4%	53,8	28,6%
Дефіцит бюджету	28,3	17,5%	36,4	20,4%	40,4	22,0%	36,5	19,4%
Бюджетні потреби, які покриваються грантами та прямою допомогою	19,4	12,0%	31,2	17,4%	0,2	0,1%	1,9	1,0%
Погашення внутрішнього боргу	12,4	7,7%	10,1	5,7%	10,9	5,9%	12,5	6,6%
Погашення зовнішнього боргу	1,4	0,9%	1,8	1,0%	4,5	2,4%	2,9	1,5%

*2025 - попередні оцінки. Джерело: Мінфін, Закони про Державний бюджет на 2024 та 2025 роки, Пенсійний фонд України



German
Economic
Team

ДЯКУЄМО!

Цей текст відображає думку авторів і не обов'язково відображає погляди German Economic Team.