



Огляд економіки у жовтні

Спеціальна тема: Чи наважиться ЄС передати Україні росактиви?



Головне

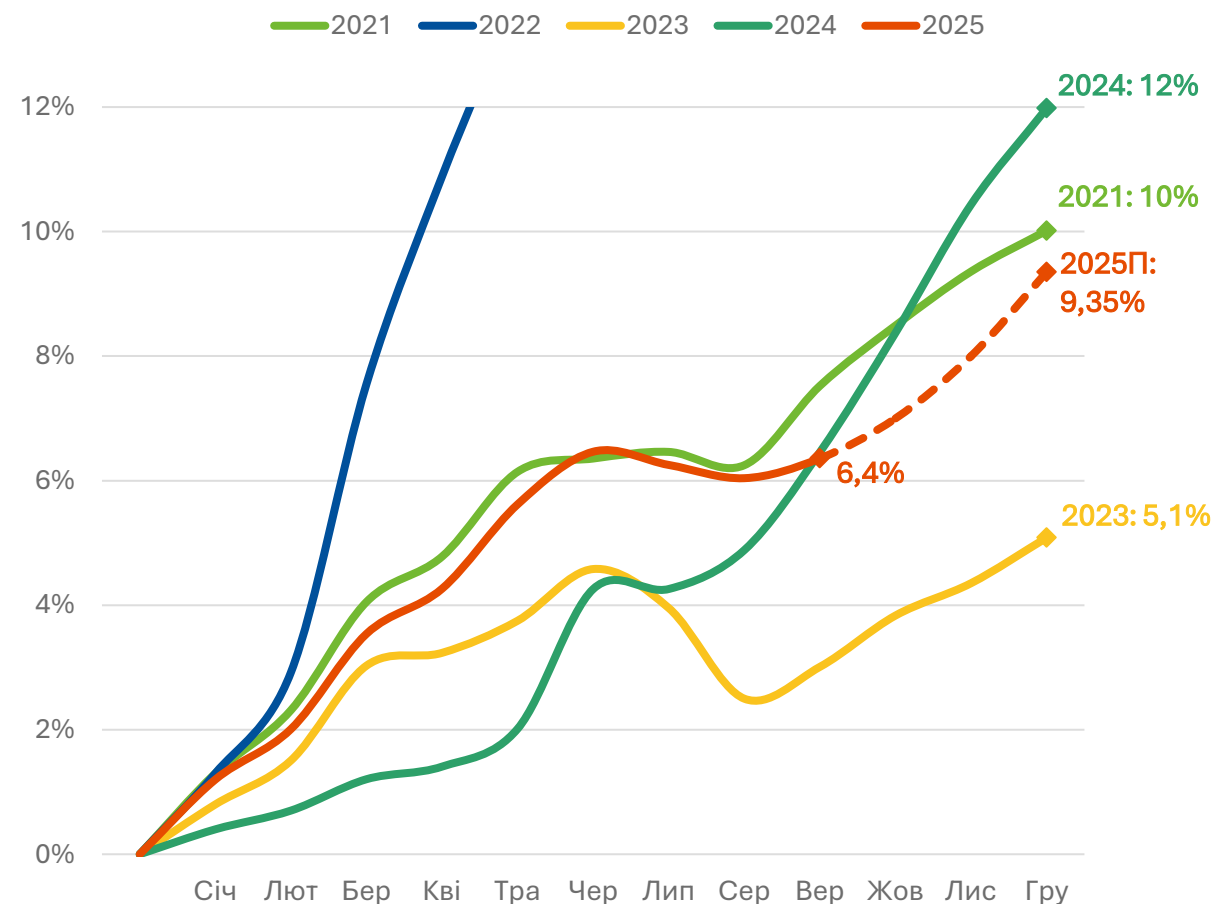
- **Монетарний, валютний та банківський сектор:** Інфляція знизилася до 11,9 % на тлі дезінфляційної динаміки. Зниження цін на продукти харчування, особливо на овочі, було зумовлене високим урожаєм. Кредитна активність залишається сильною та продовжує зростати після спаду, викликаного вторгненням.
- **Галузевий аналіз:** Реальний ВВП у II кварталі 2025 року зріс лише на 0,7 % у річному вимірі через затримки зі збиранням врожаю та скорочення державного споживання. Водночас економіку підтримували стабільний споживчий попит та зростання експорту. У жовтні енергетична ситуація погіршилася внаслідок відновлення обстрілів з боку Росії, що, ймовірно, стримуватиме економічне зростання в найближчі місяці. Рада ЄС погодила знизити або скасувати митні збори на низку українських агропродовольчих товарів.
- **Фіскальний сектор:** У вересні 2025 року доходи державного бюджету становили 147 млрд грн, що на 25% більше р/р, причому кожна третя гривня надійшла від імпортного ПДВ. Податки на доходи та прибуток зросли суттєво, тоді як загальні надходження скоротилися на 22% м/м через сезонні коливання ПДФО. У серпні видатки зросли на 28% м/м — до 462,5 млрд грн, головню через збільшення воєнних витрат на 49%, що стало найвищим показником у 2025 році. Дефіцит бюджету за січень–серпень досяг 822 млрд грн, здебільшого профінансований за рахунок зовнішніх запозичень.
- **Спеціальна тема:** Чи наважиться Європейський Союз передати Україні заморожені російські активи? Загальна сума таких активів становить €289,5 млрд, з яких €209,2 млрд розміщено в країнах ЄС, а €180 млрд — конкретно у Бельгії. Згідно з ініціативою Ukraine Reparations Loan, ЄС міг би позичити ці кошти, забезпечені російськими активами, і надати Україні €140 млрд безвідсотково. Така схема ЄС здатна покрити 2–3 роки військових витрат України. Проте чи є це найкращим способом фінансування війни?
- **Детальніше — у нашому звіті нижче.**



Монетарний та валютний сектори

Сезонна дезінфляція закінчується

Індекс споживчих цін (інфляція), з початку року, %



Джерела: НБУ, розрахунки ЦЕС.

Примітка: прогноз на кінець 2025 р. є медіанним значенням від неурядових аналітиків.

У вересні 2025 року інфляція сповільнилася до 11,9 % у річному вимірі (+0,3 % м/м). Показник інфляції залишався нижчим за прогноз НБУ (липень 2025 року). Сезонна місячна дезінфляція завершилася.

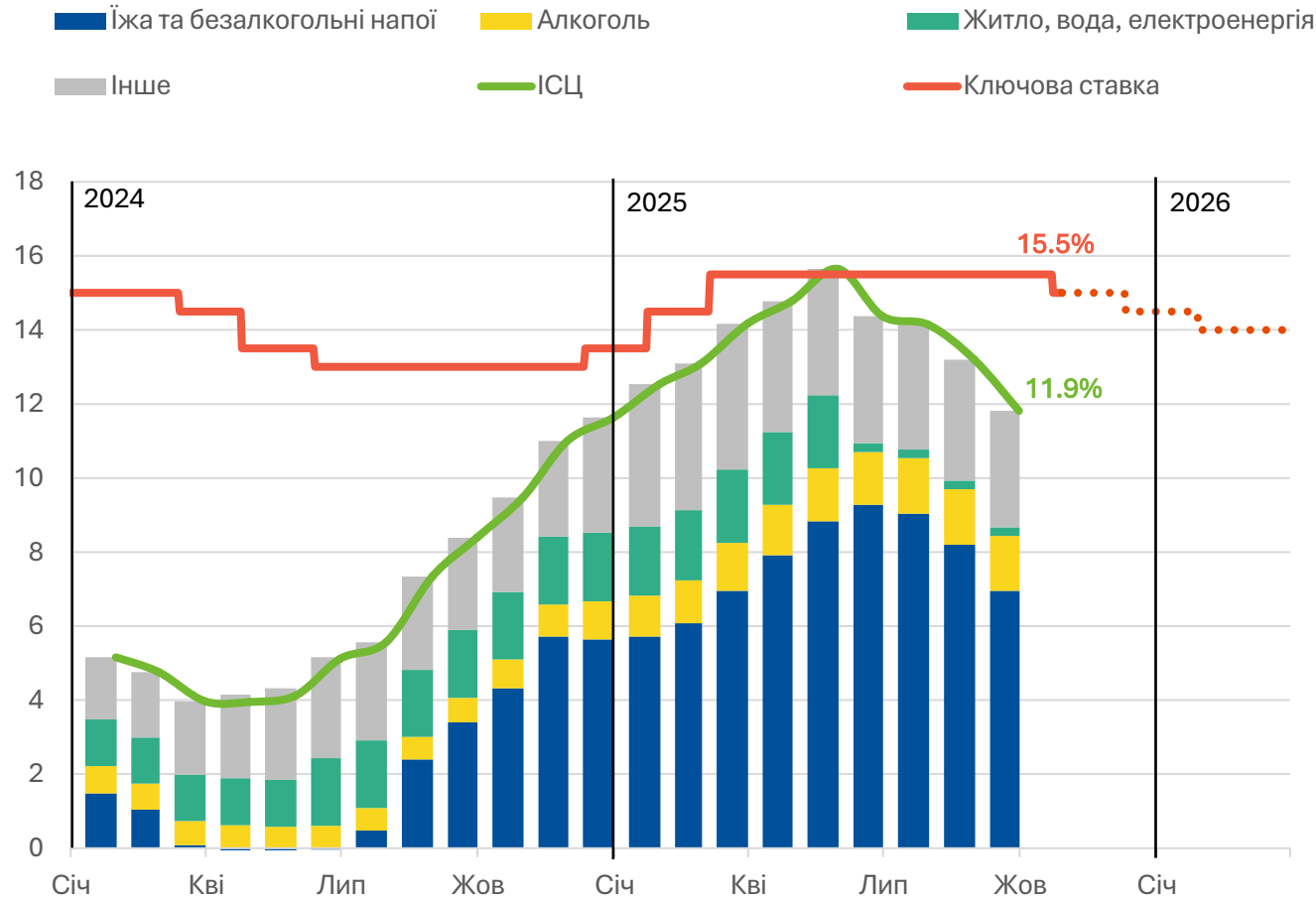
Зниження інфляції зумовлено сезонним падінням цін на овочі (-16 % р/р) завдяки високим урожаям. Зростання цін на фрукти суттєво сповільнилося — з 47,5 % у серпні до 30,4 % у вересні.

Базова інфляція також продовжила знижуватися, сягнувши 11,0 %, що підтверджує подальше послаблення фундаментального інфляційного тиску.

Очікується подальша дезінфляція, яку підтримуватимуть жорстка монетарна політика та покращені врожаї.

Стійке уповільнення інфляції триває, але тиск високий

Індекс споживчих цін (інфляція), р/р у розрізі компонентів, %



Сильна дезінфляційна тенденція створює сприятливі умови для пом'якшення монетарної політики центральним банком.

23 жовтня 2025 року має бути оголошено рішення НБУ щодо облікової ставки. У липневому Інфляційному звіті НБУ прогнозував її зниження на 50 б.п. (0,5 в. п.).

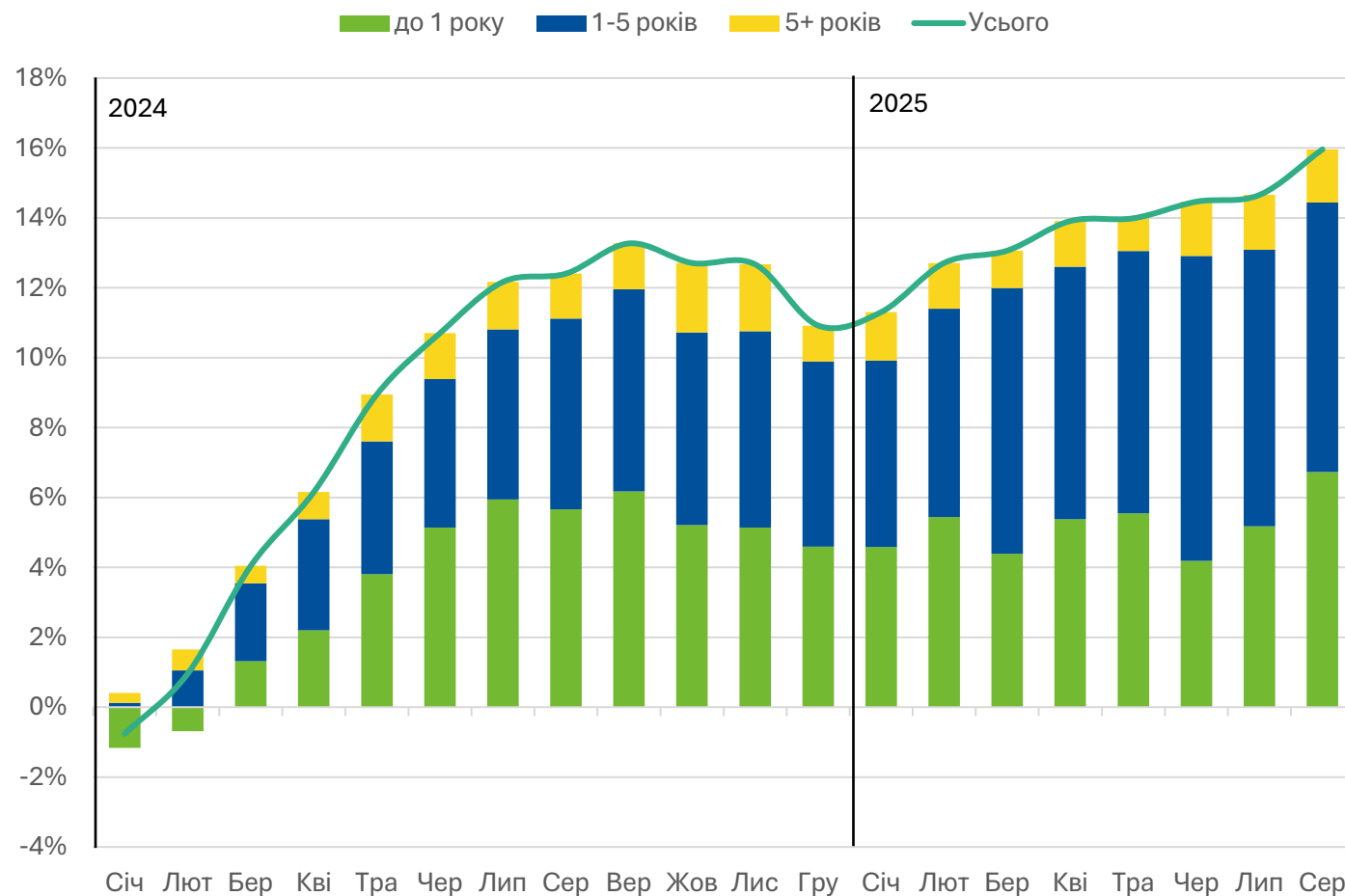
Втім, на тлі атак на енергетичну інфраструктуру та тривалої невизначеності щодо фінансування бюджету, Національний банк може вирішити відкласти початок циклу зниження ставки.

Джерела: НБУ, Держстат, розрахунки ЦЕС.

Примітка: траєкторія облікової ставки взята з огляду інфляції НБУ (Липень 2025 р.).

Стійке зростання кредитування після воєнного спаду

Зміна залишку за кредитами (р/р), за строками кредитів, %



Зростання обсягів кредитування резидентів України демонструє впевнену позитивну динаміку.

У серпні обсяг кредитів зріс на 16 % у річному вимірі — це найвище зростання з 2015 року після спаду кредитування, спричиненого вторгненням.

Половину приросту забезпечили кредити на середньостроковий період (від 1 до 5 років).

Чисте зростання обсягів кредитування бізнесу є ще вищим — у вересні показник зріс на 30,8 %.

Джерела: НБУ, розрахунки ЦЕС.

Галузевий аналіз



Реальний ВВП усього +0,7% р/р у другому кварталі 2025 року

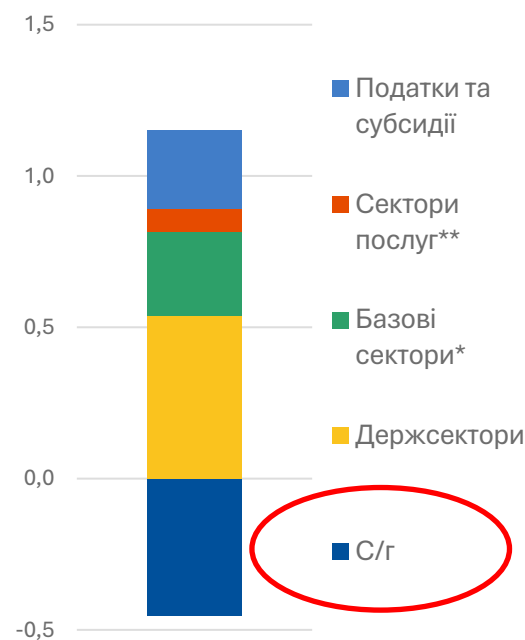
Причина: проблеми в с/г та скорочення держвидатків

Реальний ВВП
+0,7% р/р у II кв. 2025

Внески категорій кінцевого
використання



Внески видів діяльності



*Промисловість, будівництво, торгівля, транспорт.

**ІТ, фінанси та інші послуги.

Реальний ВВП зріс на 0,7% р/р у II кварталі 2025 року та на 0,8% р/р у першому півріччі.

Роль державного сектора послабилася через зниження державного споживання та інвестиційного попиту у II кварталі (-0,7 в.п.). Негативний внесок чистого експорту скоротився завдяки зростанню поставок до ЄС перед повторним запровадженням торговельних обмежень.

Стійкий споживчий попит, підтриманий зростанням заробітних плат, допоміг утримати загальне зростання.

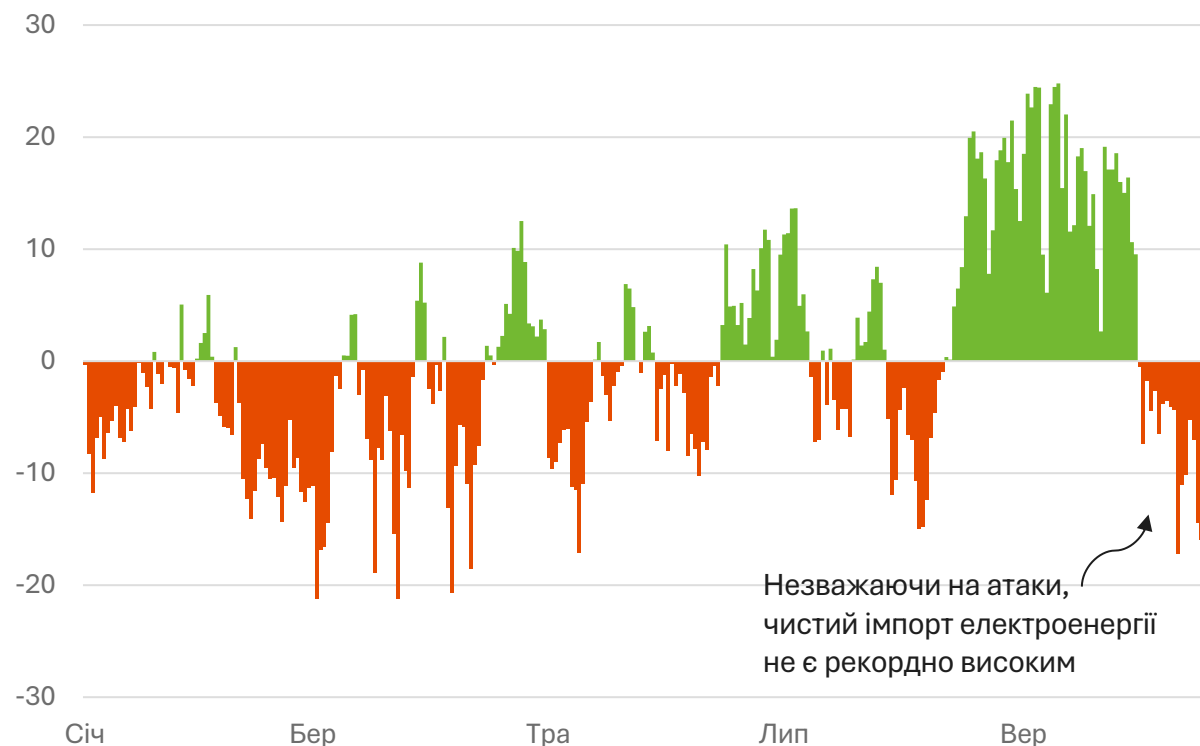
Валовий доданий продукт (ВДП) у сільському господарстві знизився, зробивши найбільший негативний внесок у зростання ВВП (-0,5 в.п.) серед усіх видів діяльності, оскільки несприятливі погодні умови затримали збирання врожаю.

Джерела: ДССУ, розрахунки ЦЕС.

Енергетична криза загострюється

В Україні знову спостерігається дефіцит е/е

Чистий комерційний експорт е/е з України у 2025 р., ГВт·год



Джерело: ENTSO-E.

Енергетична система України залишалася стабільною у III кварталі 2025 року. Експорт електроенергії у вересні досяг рекордного рівня — 634 млн кВт·год, суттєво перевищивши обсяги імпорту.

З кінця вересня відновлені російські атаки пошкодили об'єкти генерації та передачі електроенергії. Україна змушена майже щодня запроваджувати аварійні відключення по всій країні, що порушує роботу бізнесу та побут споживачів. Найгостріший дефіцит спостерігається у центральних і східних регіонах, а втрати потужностей призвели до зростання цін на електроенергію.

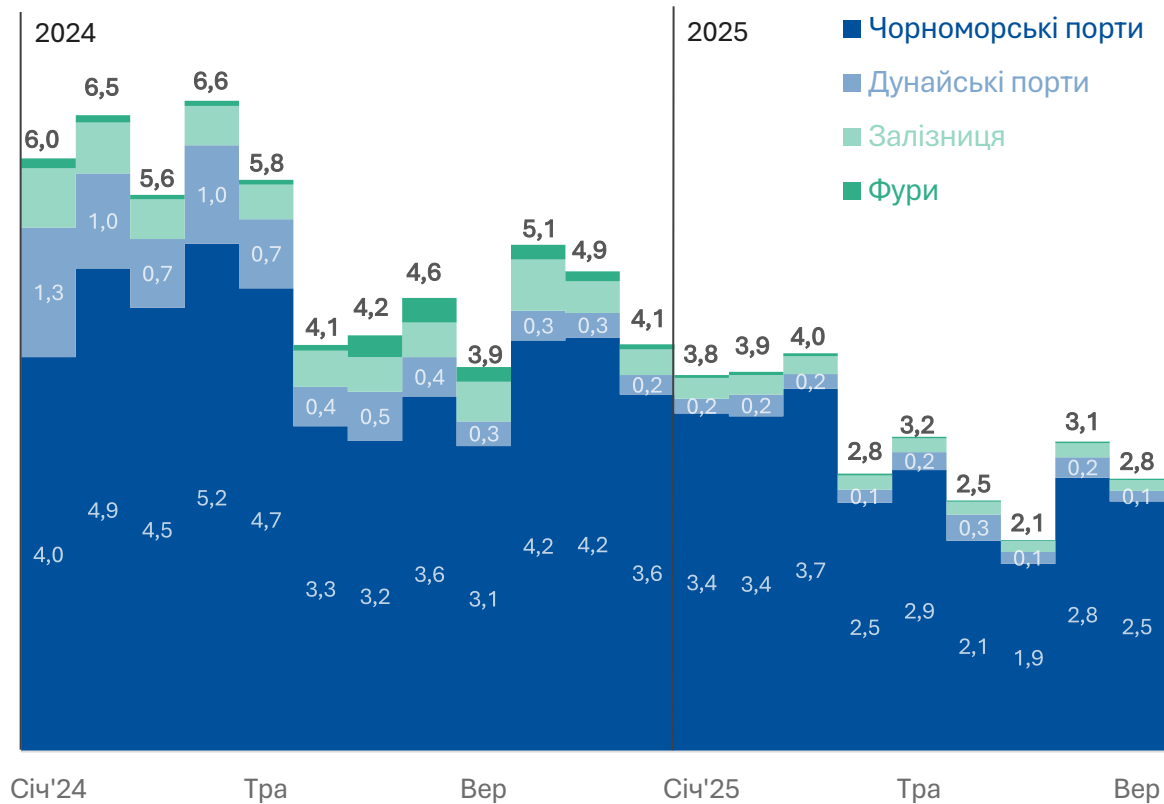
Попри втрати у видобутку газу, які **досягли 60 %**, обсяги його накопичення до середини жовтня сягнули **цільового рівня у 13,2 млрд м³**. Водночас Міністерство енергетики повідомляє про зростання потреб в імпорті на 30 %. ЄБРР планує надати НАК «Нафтогаз України» додаткові € 500 млн для фінансування термінових закупівель газу.

Росія також активізувала атаки на транспортну інфраструктуру, зокрема залізницю. Спричинені цим затримки, ймовірно, додатково дестабілізуватимуть економічну активність.

Затримки зі збором урожаю погіршили показники агросектору

Експорт зерна з України зменшився

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



Джерело: розрахунки Dragon Capital.

Сільськогосподарське виробництво в Україні скоротилося на 14 % у річному вимірі за січень–вересень 2025 року (після падіння на 8,4 % р/р за січень–серпень), згідно з даними ДССУ. Основною причиною стало зміщення темпів збору врожаю порівняно з 2024 роком.

Станом на середину жовтня **несприятливі погодні умови й надалі затримували як жнива**, так і посівну. Було зібрано близько 35 млн тонн зернових проти ~43 млн тонн торік, а площа посіву озимих культур сягнула 4,8 млн га (проти понад 5,4 млн га у 2024 році). Урожайність пізніх культур очікується на рівні минулого року, за винятком соняшнику.

Запровадження нового експортного мита на ріпак стимулювало його переробку (250 тис. тонн у вересні проти 60 тис. тонн у липні–серпні) та **збільшило експорт ріпакової олії** (109 тис. тонн).

13 жовтня ЄС погодився знизити або скасувати тарифи на низку українських агропродовольчих товарів, зокрема молочну продукцію, фрукти, овочі та м'ясо.

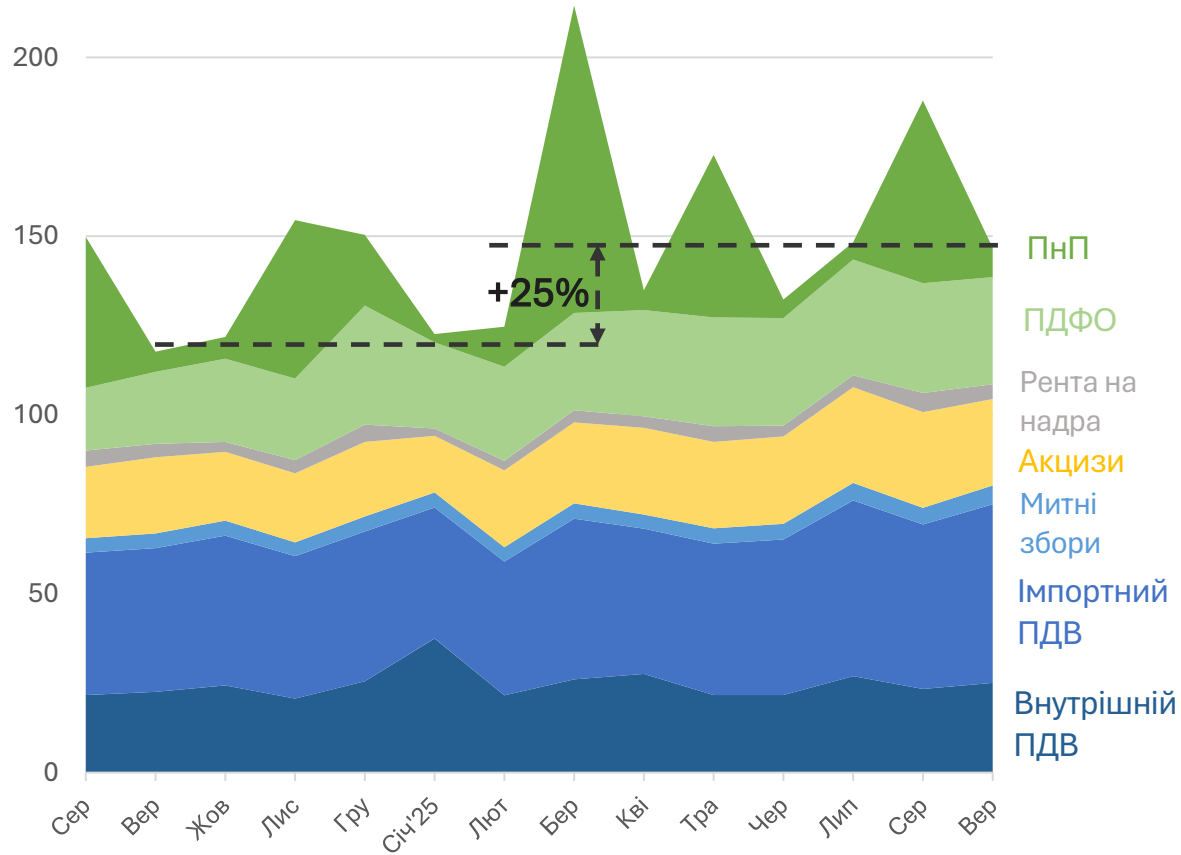


Фіскальний сектор

Кожна третя гривня вересневих доходів — імпортний ПДВ

Доходи бюджету — 147 млрд грн, зростання 25% р/р

Доходи загального фонду держбюджету, млрд грн



У вересні 2025 року податкові надходження загального фонду зменшилися м/м на 22% через сезонність надходжень ПДФО, але залишалися на 25% вищими р/р.

Суттєве зростання р/р спостерігалось за **податками на доходи та прибуток:**

- ПДФО зріс на 49% — до 30 млрд грн;
- ПнП — на 45% — до 8,1 млрд грн.

Імпортний ПДВ зріс на 24% р/р завдяки збільшенню обсягів імпорту.

Найбільше зростання м/м зафіксовано за **митними зборами** — на 15%, до 5,3 млрд грн.

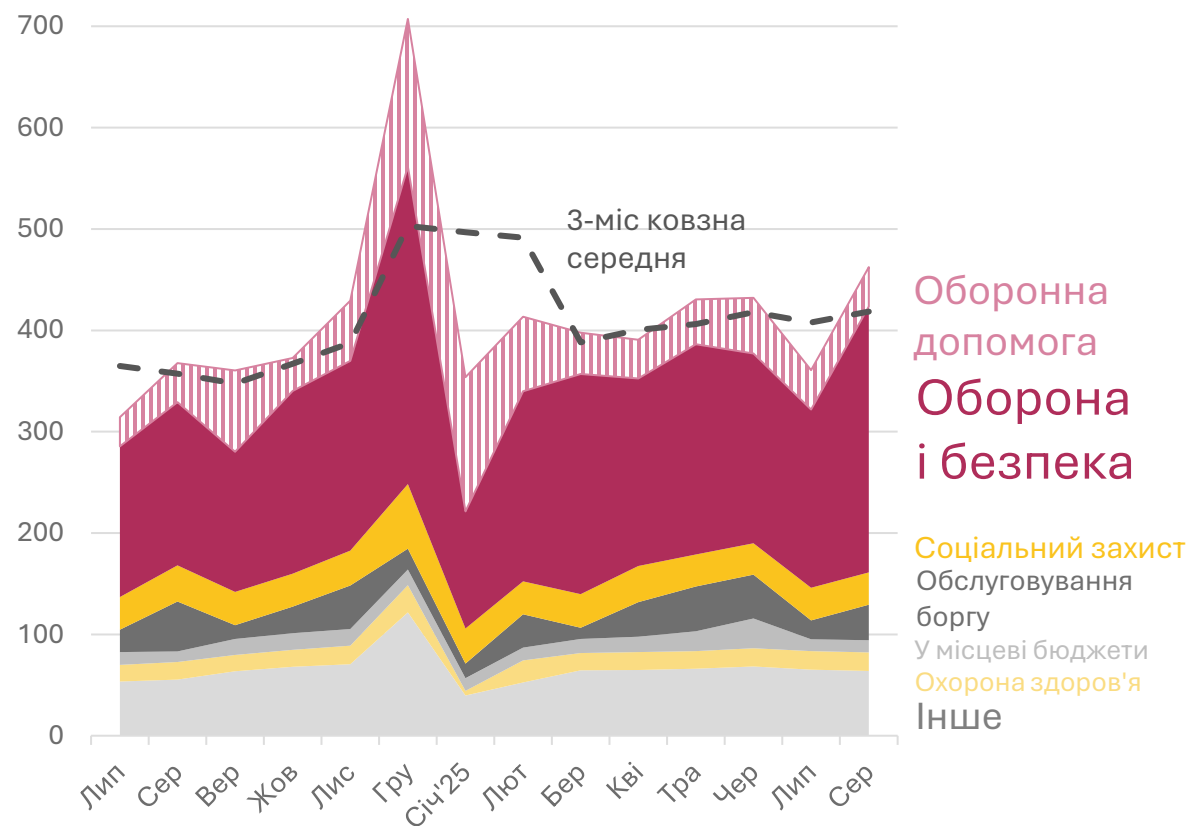
У вересні загальний фонд отримав 53,9 млрд грн міжнародної допомоги у вигляді **грантів**.

Джерело: Мінфін за попередніми даними Держказначейства,

Воєнні видатки у серпні зросли на половину порівняно з липнем

Оборонна допомога залишилася на рівні липня

Видатки державного бюджету, млрд грн



Джерело: Мінфін, розрахунки ЦЕС.

У серпні 2025 року загальні видатки зросли до 462,5 млрд грн — +28% м/м, +26% р/р.

Воєнні видатки з власних доходів підскочили на 49% м/м — до 263 млрд грн, що стало найвищим рівнем у 2025 році (+63% р/р). Іноземна оборонна допомога залишилася на рівні липня.

У серпні соціальні виплати дещо знизилися — до 31,9 млрд грн. Найбільше скоротилися видатки на економічну діяльність — на 35% м/м, до 10,3 млрд грн, хоча вони залишилися вищими, ніж торік. Видатки на обслуговування боргу майже подвоїлися (+87% м/м) після низьких платежів у липні.

Найбільше зростання р/р зафіксовано у сфері ЖКГ: у серпні видатки сягнули 419 млн грн — у 205 разів більше, ніж у серпні 2024 року, що пов'язано з реалізацією проєкту держінвестицій зі спорудження водогону у Миколаївській області, розпочатого у квітні 2025 року.

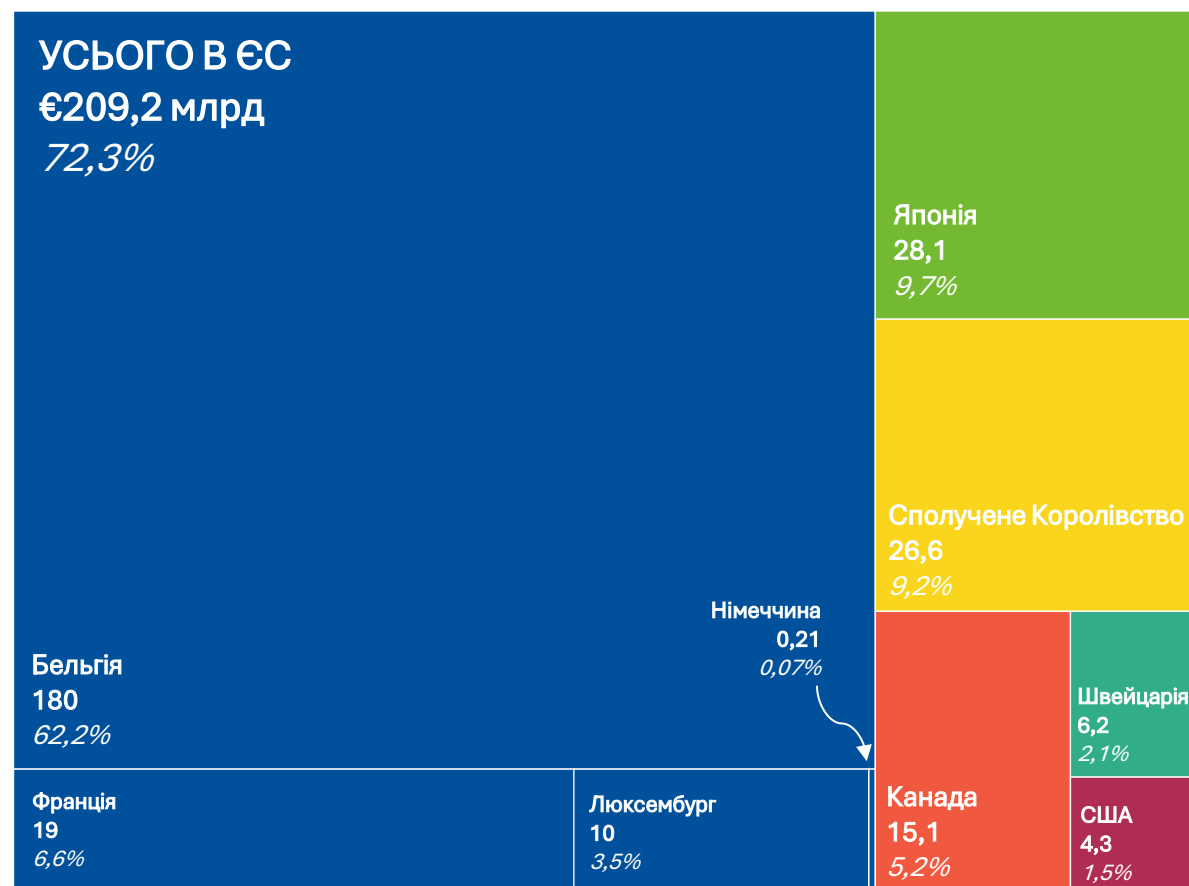
За січень–серпень 2025 року **дефіцит державного бюджету сягнув 822 млрд грн**, головно профінансований за рахунок зовнішніх запозичень. Обсяг зовнішніх позик сягнув 981 млрд грн, при погашенні 77 млрд грн. Внутрішні запозичення були майже утричі меншими — 346 млрд грн, при погашенні 328 млрд грн.



Спеціальна тема: Чи
наважиться ЄС
передати Україні росактиви?

Загальна сума заморожених росактивів становить €289,5 млрд

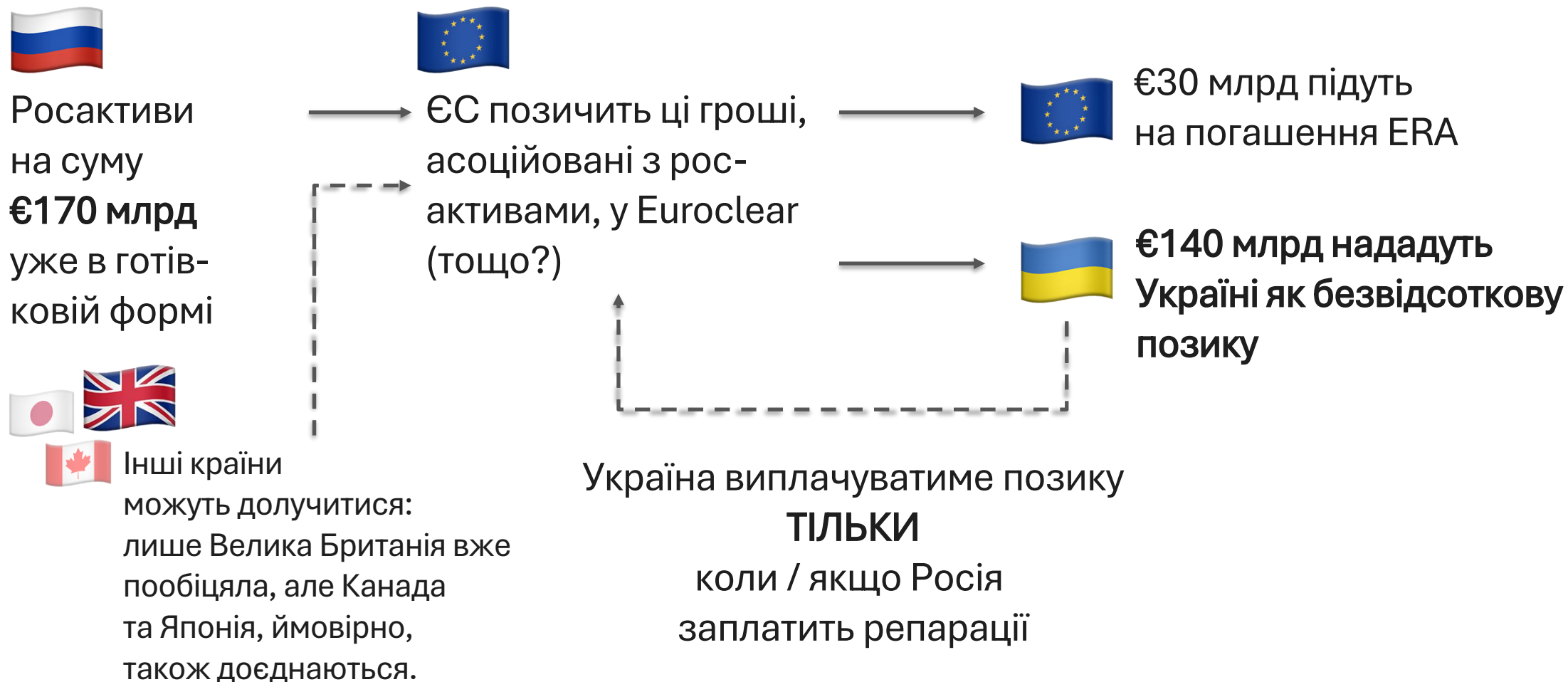
Більшість з них — у ЄС, а саме у Бельгії



- **Потрібне спільне рішення**, оскільки Японія, Велика Британія та Канада також є важливими юрисдикціями (разом на €70 млрд).
- Інші країни G7 очікують, що ЄС стане першим і задасть напрям. Чи приєднаються США?
- **За оцінками, до 90% російських державних активів уже перебувають у грошовій формі.**

Джерело: Дослідницька Служба Європейського Парламенту.

Як працюватиме Ukraine Reparations Loan?



Ініціатива ЄС здатна покрити фінансування 2-3 років війни

- За даними Міністерства фінансів, нестача фінансування України на 2026–2027 роки становить \$61 млрд.
- **Реальний розрив може бути більшим**, якщо пряма військова підтримка (PURL тощо) виявиться нижчою за очікування або якщо витрати на оборону зростуть.
- Запропонована ЄС схема наразі може покрити 2–3 роки війни за поточної інтенсивності.
- Починаючи з 2028 року, Резерв для України обсягом €100 млрд у запропонованому бюджеті ЄС на 2028–2034 роки (багаторічна фінансова рамка, MFF) може бути використаний для подальшого фінансування.
- **Внески Великої Британії, Японії та Канади за тією ж схемою компенсаційних кредитів можуть допомогти закрити розрив у прямій військовій підтримці.**

Чи це найкращий варіант фінансування війни?

- **Перемовна позиція України буде сильнішою, а справедливий мир — ближчим, якщо фінансування буде надано авансом та інвестовано у зміцнення українських сил оборони у 2026 році.**
- **Водночас, не буде коштів на відновлення України після війни.**
- **Чи існують альтернативні варіанти?**
 - Грант у вигляді спеціальних прав запозичення (СПЗ) для України?
 - Frontloaded фінансування процесу вступу до ЄС після закінчення війни?
 - Або ж спершу слід вирішити найнагальніші завдання?



Дякуємо!