

РІК, КОЛИ ЗМІНИЛОСЯ ВСЕ КРІМ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ

**СТАН ГРОШОВОЇ СФЕРИ В УКРАЇНІ
у 2025 році**

Аналітичний огляд



Київ 2026

ВСТУП

На тлі карколомних змін у світовій політиці та економіці, які значною мірою були пов'язані з приходом до влади в США Дональда Трампа, Національний банк України впродовж 2025 р. продовжив забезпечувати «привабливість гривневих активів», підвищивши облікову ставку до 15,5%, та підкреслено оптимістично комунікував позитивні зрушення у сфері кредитування.

Цьому сприяло зниження інфляції та надходження значного обсягу міжнародної допомоги, що дозволило підтримати відносну стабільність обмінного курсу гривні щодо долара і наростити міжнародні резерви до рекордного рівня.

У першому півріччі відбулося два успішних перегляди програми співпраці з МВФ, а восени Фонд та українська влада досягли угоди на рівні персоналу щодо нової чотирирічної програми розширеного фінансування (яку було схвалено Радою директорів МВФ 26 лютого 2026 р.).

Наприкінці року лідери ЄС ухвалили рішення щодо надання Україні фінансування обсягом 90 млрд євро протягом 2026-2027 рр., проте його практична реалізація блокується Угорщиною.

Рада НБУ у вересні 2025 р. вирішила вважати актуальними Основні засади грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу, схвалені у вересні 2024 р., які передбачають застосування режиму гнучкого інфляційного таргетування для приведення інфляції до цілі 5% «на належному горизонті політики (до 3-х років)» та збереження керованої гнучкості обмінного курсу¹. Крім того, Рада НБУ визнала нечинною Стратегію монетарної політики НБУ, схвалену 2018 р., яка передбачала застосування «повноцінного» режиму інфляційного таргетування.

Попри стрімке зниження темпів інфляції, яке розпочалося в червні, НБУ підтримував облікову ставку незмінною до кінця року, демонструючи жорсткість своєї позиції, і лише в січні 2026 р. знизив її на 0,5 відс. пункту.

У листопаді НБУ провів воркшоп «Монетарна політика в країнах з ринками, що розвиваються», кілька учасників якого акцентували увагу на тому, що в умовах мінливого середовища центральним банкам слід виявляти більшу гнучкість у власній політиці. У відповідь на це Голова НБУ зауважив: «Але гнучкість не означає слабкість. Гнучкість означає зрілість»².

Аналітичний огляд допоможе сформулювати комплексне уявлення про стан грошової сфери у 2025 р. та з'ясувати, наскільки гнучкою та зрілою є монетарна політика НБУ.

¹ https://bank.gov.ua/ua/legislation/Decision_12092025_12-rd

² <https://bank.gov.ua/ua/news/all/providni-ekonomisti-ta-polisimeykeri-obgovorili-monetarnu-politiku-v-krayinah-emerging-markets-na-vorkshopi-nbu>

ГЛОБАЛЬНІ ТРЕНДИ

«2025-й став роком, коли все змінилось, але якимось чином не змінилось нічого», – саме так Гіта Гопінат³ описала парадокс сучасної світової економіки у статті «Don't be fooled – everything has changed for the global economy»⁴.

Формально глобальна економіка у 2025 р. зросла на 3,3% (саме стільки передбачав прогноз МВФ у січні 2025 р.), але під поверхнею цифр фундамент старого світового порядку остаточно розсипався. Це був рік, коли правила гри, що базувалися на передбачуваності та вільній торгівлі, поступилися місцем геополітичній фрагментації та економічному націоналізму.

Початок цьому зламу поклала промова віцепрезидента США Джей Ді Венса на Мюнхенській безпековій конференції у лютому 2025 р.⁵ Його виступ став справжнім шоком для європейських еліт: замість традиційних запевнень у єдності, американський високопосадовець заявив, що головні загрози для Європи є не зовнішніми, а внутрішніми – від придушення свободи слова до міграційної кризи, і дав зрозуміти, що США не налаштовані дбати про безпеку Європи.

Цей розрив трансатлантичної єдності посилювався з розгортанням тарифної війни Трампа у квітні 2025 р.⁶ – мита сягнули найвищих рівнів за останнє століття, перетворивши глобальну торгівлю на інструмент примусу та шантажу.

У січні 2026 р. в Давосі Дональд Трамп підбив підсумки свого «року перемог»⁷. Виступ президента США був зосереджений на успіхах американської економіки, черговій критиці Європи (яку було названо «проблемним континентом»), зазіханнях на Гренландію та закликах до припинення війни в Україні. Загалом, виступ президента Трампа переконливо засвідчив слушність висновку прем'єр-міністра Канади Марка Карні про крах світового порядку, заснованого на правилах, що був зроблений днем раніше⁸.

Проте, 20 лютого 2026 р. Верховний суд США визнав незаконним запровадження мит на імпорт у 2025 р.⁹ У відповідь на це президент Трамп заявив, що запровадить додаткові мита на рівні 15% на додачу до вже існуючих.

³ Гіта Гопінат – професор Гарвардського університету, у 2022-2025 рр. – перший заступник директора-розпорядника МВФ, у 2019-2022 рр. – головний економіст МВФ.

⁴ <https://www.ft.com/content/9c8212b8-568f-4ea2-829a-9b7a13b93f1d>

⁵ <https://www.youtube.com/watch?v=qW6lFbix4ic>

⁶ <https://www.radiosvoboda.org/a/news-trump-myta-na-tovary-z-usjoho-svitu/33370277.html>

⁷ <https://suspilne.media/1219642-naftova-venesuela-kritika-evropi-ta-grenlandia-tramp-vipustiv-na-ekonomichnomu-forumi-u-davosi/>

⁸ <https://www.eurointegration.com.ua/interview/2026/01/21/7229492/>

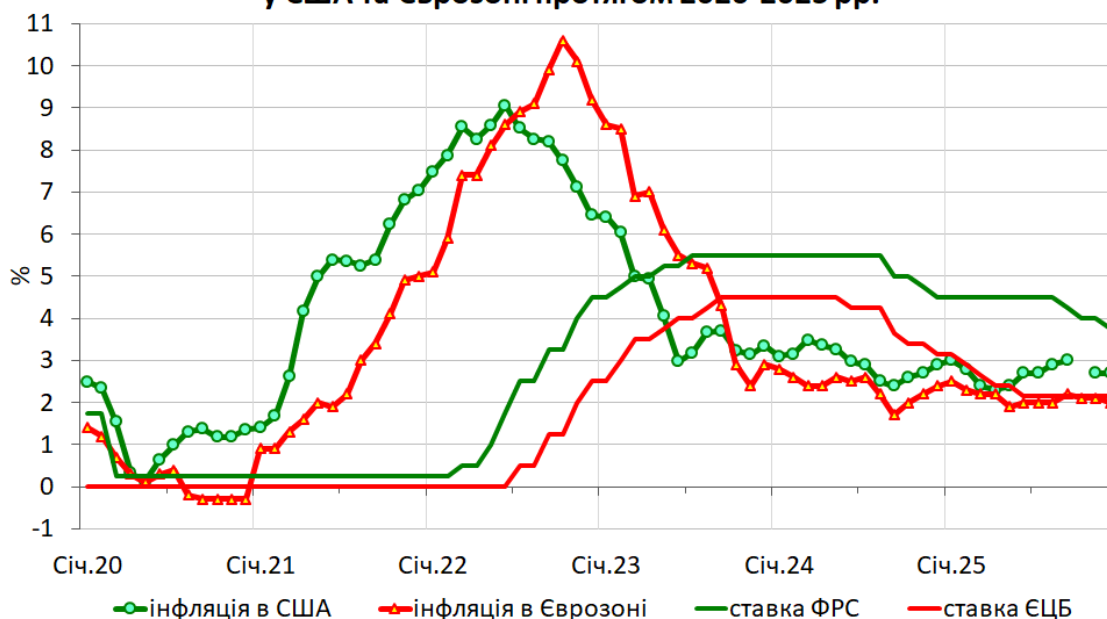
⁹ <https://www.radiosvoboda.org/a/news-verkhovnyi-sud-ssha-trump-myta/33683586.html>

Монетарна політика в цей період фактично стала заручницею «тарифного шоку». Центральні банки, включно з ФРС США та ЄЦБ, були змушені балансувати між стимулюванням економік, що сповільнюються через торгові війни, та стримуванням інфляції, яку провокували (могли спровокувати) високі мита.

Попри це 2025 р. можна охарактеризувати як період найістотнішого пом'якшення монетарної політики за останні 17 років: провідні центральні банки знизили процентні ставки найшвидшими темпами та в найбільших масштабах з часів Світової фінансової кризи. У країнах, що розвиваються, пом'якшення монетарної політики також прискорилося¹⁰.

ФРС США, після тривалого підтримання ставки на рівні 4,25-4,50%, у вересні 2025 р. продовжила її зниження і в три етапи довела до рівня 3,50-3,75%. Брутальний тиск президента Трампа з вимогами радикального зниження ставки (аж до судового переслідування голови ФРС) мав радше зворотний ефект: доводячи власну незалежність ФРС демонструвала надмірну жорсткість і уникала більш істотного зниження ставки.

Граф. 1. Річні темпи інфляції та ставки центральних банків у США та Єврозоні протягом 2020-2025 рр.



Дані U.S. Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Fed, ECB, візуалізація Growford Institute

Монетарна політика ЄЦБ у 2025 р. характеризувалася переходом від активного зниження ставок впродовж I півріччя до фази «стабілізації на плато» у II півріччі. Ставку за основними операціями рефінансування було знижено з 3,15% до 2,15%, за депозитами – з 3% до 2%, тобто до рівня фактичної і цільової інфляції (граф. 1).

¹⁰ <https://www.reuters.com/world/europe/major-central-banks-deliver-biggest-easing-push-over-decade-2025-2025-12-23/>

У червні Рада керуючих ЄЦБ затвердила оновлену стратегію монетарної політики, в якій підтвердила симетричну ціль з інфляції на рівні 2%. Симетрія вимагає від ЄЦБ реагування на значні, стійкі відхилення інфляції від цільового показника в будь-якому напрямку.

Водночас оновлена стратегія ЄЦБ виходить з того, що структурні зміни, які відбуваються, можуть призвести до частіших шоків пропозиції та спричинити більшу невизначеність та волатильність інфляції¹¹.

МВФ доволі оптимістично оцінює перспективи розвитку світової економіки, прогнозуючи збереження темпів зростання у 2026-2027 рр. на рівні 3,3-3,2%¹². Натомість Гіта Гопінат, проводячи паралель між тарифною війною Трампа і Brexit, який завдав значних втрат економіці Великої Британії, застерігає, що структурна шкода проявляється повільно, і завжди занадто пізно, щоб її можна було виправити.

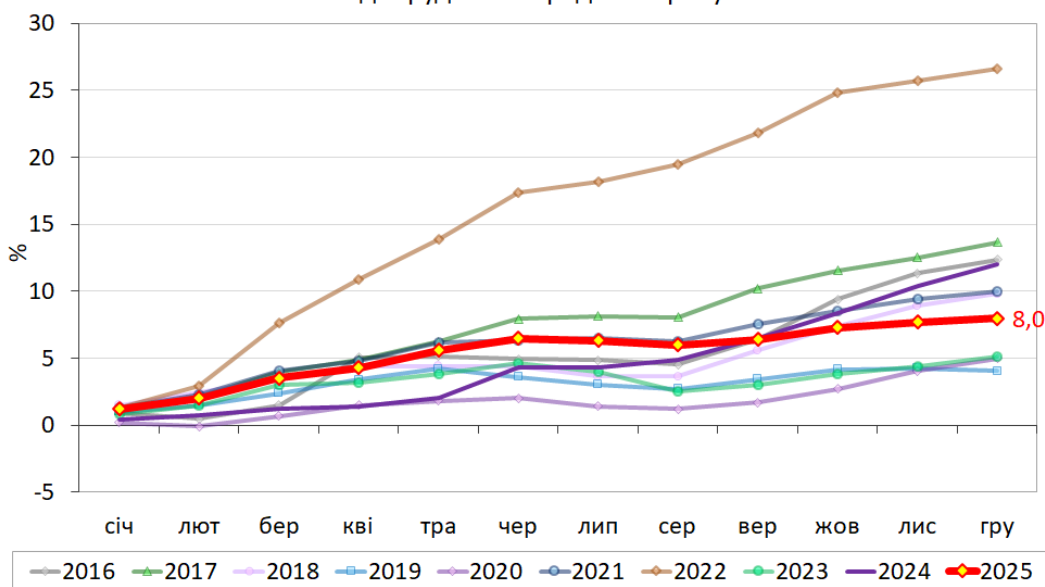
¹¹ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/strategy-review/strategy-review-assessment-2025/html/index.en.html>

¹² <https://www.imf.org/en/blogs/articles/2026/01/19/global-economy-shakes-off-tariff-shock-amid-tech-driven-boom>

ІНФЛЯЦІЯ

Протягом 2025 р. загальний рівень споживчих цін в Україні зріс на 8% (граф. 2), що в півтора рази менше відповідного показника 2024 р. (12%). У місячному вимірі найвищий приріст індексу споживчих цін відбувся у березні (1,5%), а в липні-серпні була зафіксована дефляція.

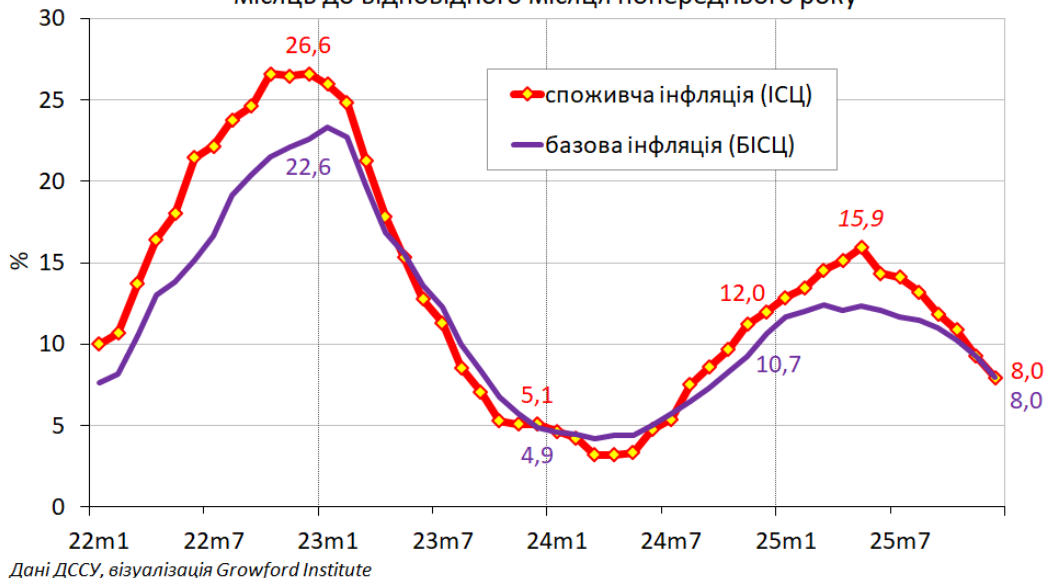
Граф. 2. Рівень споживчої інфляції у 2016-2025 рр., до грудня попереднього року



Дані ДССУ, візуалізація Growford Institute

Річні темпи споживчої інфляції досягнули локального максимуму в травні (15,9%), але починаючи з червня зазнали різкого уповільнення до 8% в грудні (граф. 3). Істотний вплив на уповільнення темпів інфляції мала висока база порівняння другої половини 2024 р.

Граф. 3. Річні темпи інфляції протягом 2022-2025 рр., місяць до відповідного місяця попереднього року

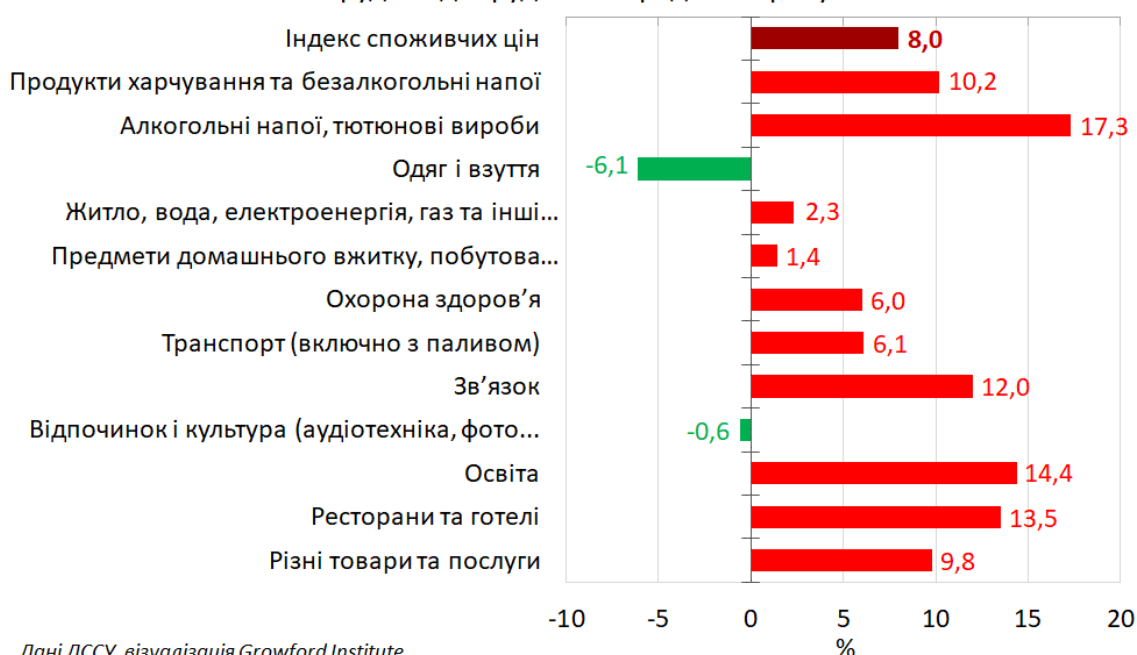


Дані ДССУ, візуалізація Growford Institute

З точки зору окремих складових ІСЦ найбільший вплив на загальний рівень інфляції за 2025 р. мало подорожчання продуктів харчування та безалкогольних напоїв на 10,2% (граф. 4). Значного зростання зазнали ціни на м'ясо та м'ясопродукти (21%), олію соняшкову (17,3%), рибу та продукти з риби (16,6%), фрукти (15,2%), хліб і хлібопродукти (10,8%) тощо.

У червні, на піку зростання цін на продовольство, НБУ пояснював це активним експортом, високими зовнішніми цінами, підвищенням собівартості виробництва, зниженням поголів'я свиней та великої рогатої худоби, а також затримками надходження врожаю та зниженням врожайності через похолодання та заморозки¹³.

**Граф. 4. Зміна цін на основні групи товарів і послуг у 2025 р.,
грудень до грудня попереднього року**



Зниження цін на одяг та взуття (6,1%), товари за категорією «відпочинок і культура» (0,6%), а також помірне зростання цін на предмети домашнього вжитку (1,4%), що триває три роки поспіль, свідчить про відсутність надмірного споживчого попиту.

Визначальний вплив на загальний рівень інфляції мають товари першої необхідності, попит на які не є еластичним до зміни цін (передусім продукти харчування). Цей факт практично унеможлиблює боротьбу з інфляцією за допомогою обмеження попиту через високі процентні ставки. А отже, навіть теоретично, єдиною «операційною ціллю» процентної політики НБУ (в контексті впливу на інфляційні процеси) можуть бути лише інфляційні очікування. Проте, можливість впливу на інфляційні очікування за допомогою зміни ставки в наших реаліях є ефемерною.

¹³ <https://bank.gov.ua/ua/news/all/komentar-natsionalnogo-banku-schodo-rivnya-inflyatsiyi-v-travni-2025-roku>

Споживча інфляція на рівні 8% вбачається цілком помірною, з огляду на значний тиск на ціни з боку витрат, дефіцит бюджету, а також доволі високі інфляційні та девальваційні очікування, що є природним явищем в умовах війни.

Чинний прогноз НБУ передбачає уповільнення інфляції у 2026 р. до 7,5%, у 2027 р. – до 6%, у 2028 р. – до 5%. Хоча у січні 2025 р. НБУ прогнозував досягнення цільового показника 5% вже до кінця 2026 р. Зазначений факт вкотре доводить об'єктивну неспроможність НБУ прогнозувати інфляційну динаміку на тривалий термін (що є цілком логічним з огляду на воєнні реалії), а отже й передчасність відновлення режиму інфляційного таргетування у 2024 р.

ВАЛЮТНИЙ РИНОК ТА ОБМІННИЙ КУРС

За підсумками 2025 р. офіційний курс гривні відносно долара зріс лише на 0,8% (з 42,04 до 42,39 грн/дол.), тоді як у 2024 р. зростання становило 10,7%. Натомість відносно євро курс гривні за 2025 р. зріс на 13,5% (з 43,93 до 49,86 грн/євро), що було пов'язано зі знеціненням долара відносно інших валют на світовому ринку¹⁴.

Граф 5. Динаміка офіційного обмінного курсу гривні до долара США та євро протягом 2022-2026 рр.



Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

Відносна стабільність обмінного курсу гривні щодо долара створила умови для поліпшення ситуації на готівковому валютному ринку (після різкого збільшення обсягів купівлі населенням валюти у 2024 р., внаслідок відмови від фіксованого курсу та скасування обмежень).

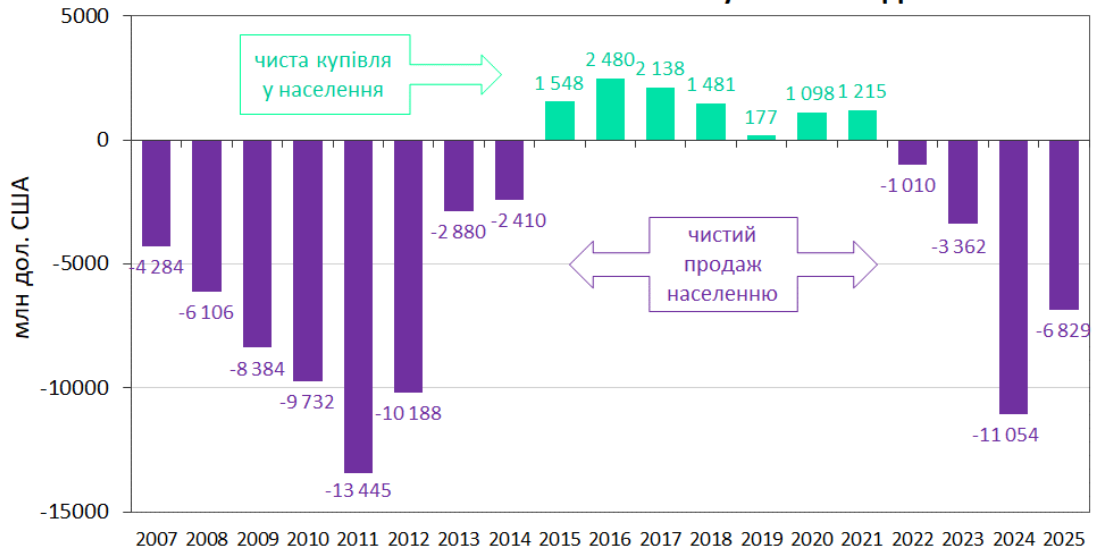
Протягом 2025 р. банки та небанківські фінансові установи купили у населення готівкою 17 126 млн дол. (попереднього року – 14 905 млн дол.), продали – 23 955 млн дол. (відповідно 25 959 млн дол.). У підсумку, обсяг чистого продажу готівкової валюти населенню за рік склав 6 829 млн дол. (граф. 6), що на 38,2% менше відповідного показника 2024 р. (11 054 млн дол.).

Водночас динаміка торгівлі банків безготівковою валютою мала протилежну спрямованість. Чистий продаж банками безготівкової валюти своїм клієнтам за підсумками 2025 р. становив 21 531 млн дол., що на 37,3% перевищує відповідне значення 2024 р. (15 681 млн дол.). У 2023 р. чистий продаж безготівкової валюти становив 14 507 млн дол.

¹⁴ Протягом 2025 р. індекс долара (DXY) знизився на 10,1% з 109,4 до 98,3 (<https://www.tradingview.com/symbols/TVC-DXY/>).

Додавши обсяги чистого продажу банками готівкової та безготівкової валюти з'ясуємо, що у 2025 р. загальна сума (28 360 млн дол.) на 6,1% перевищила обсяг 2024 р. (26 735 млн дол.). У 2023 р. відповідний показник становив 17 869 млн дол.

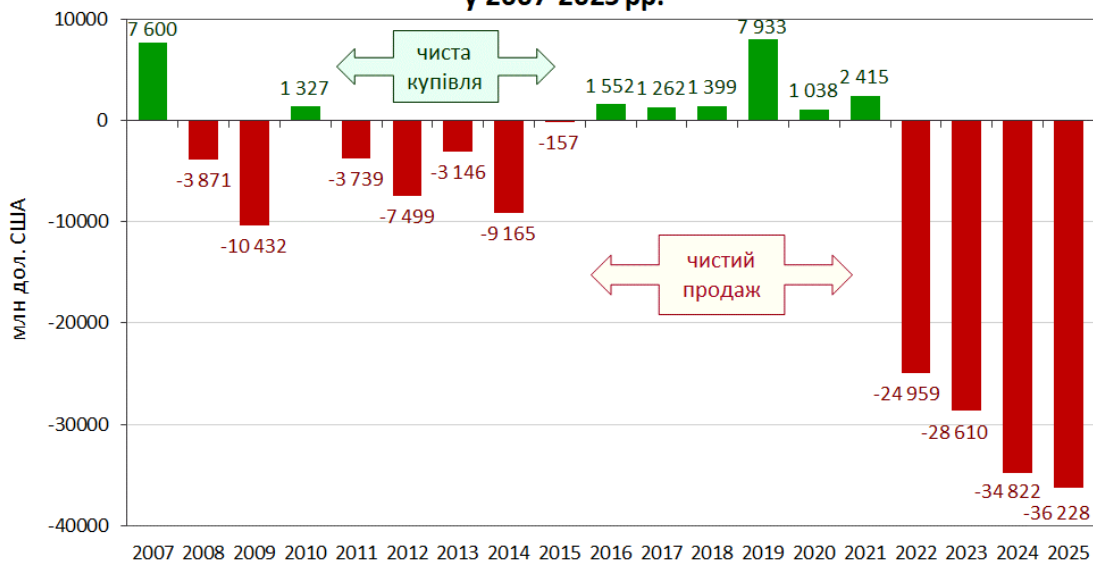
Граф. 6. Сальдо купівлі/продажу банками та НФУ готівкової іноземної валюти населенню у 2007-2025 рр.



Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

Інтервенції НБУ з продажу іноземної валюти у 2025 р. становили 36 271 млн дол., що на 3,8% більше відповідного показника 2024 р. (34 948 млн дол.). Обсяг купівлі валюти становив лише 42 млн дол. порівняно з 126 млн дол. у 2024 р. У підсумку, чистий продаж валюти НБУ у 2025 р. сягнув 36 228 млн дол., що на 4% перевищує відповідний показник 2024 р. (граф. 7).

Граф. 7. Сальдо інтервенцій НБУ на валютному ринку у 2007-2025 рр.



Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

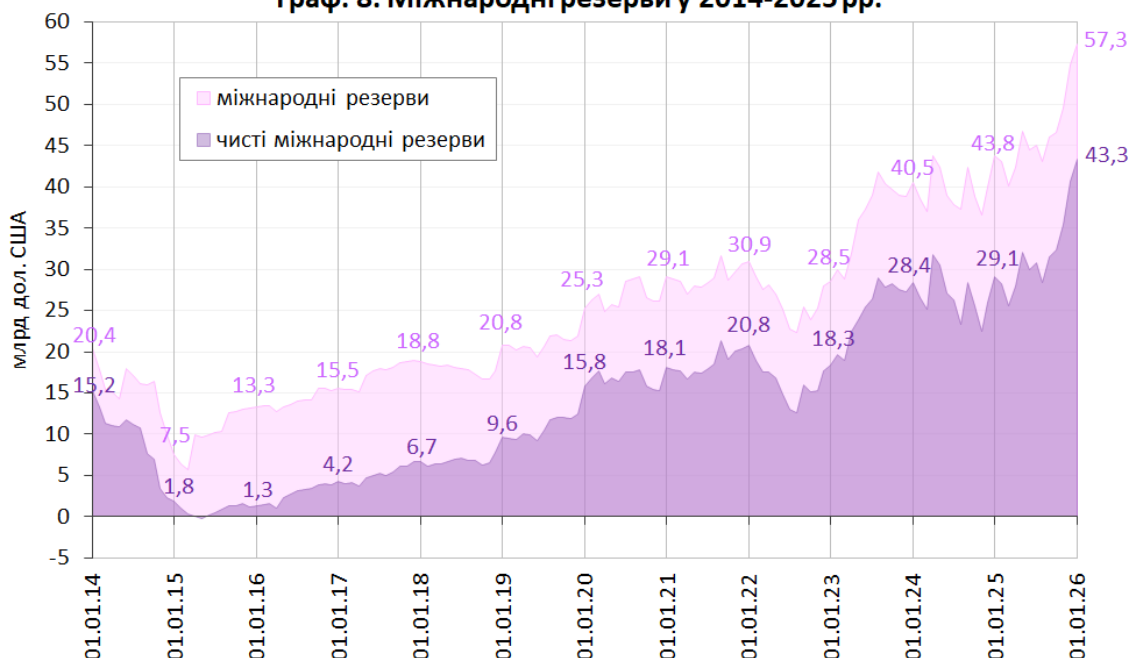
Оцінюючи обсяги валютних інтервенцій НБУ слід взяти до уваги зростання дефіциту зовнішньої торгівлі з 38,8 млрд дол. у 2024 р. до 56,8 млрд дол. у 2025 р., що відбулося переважно за рахунок збільшення обсягів імпорту товарів (з 72,3 до 89,3 млрд дол.), у тому числі машин, устаткування, транспортних засобів та приладів (з 24,6 до 33,7 млрд дол.).

Порівняння обсягів валютних інтервенцій НБУ та дефіциту зовнішньої торгівлі протягом 2023-2025 рр. дає підстави зробити висновок, що у 2025 р. збільшення обсягів продажу валюти значною мірою було обумовлене зростанням імпорту товарів. Натомість у 2024 р. основні причини збільшення попиту на іноземну валюту мали суб'єктивний характер і були пов'язані з передчасним скасуванням низки обмежень та відмовою НБУ від підтримання фіксованого курсу.

Ресурс для здійснення інтервенцій з продажу валюти НБУ отримує за рахунок зовнішньої допомоги, обсяг якої за підсумками 2025 р. сягнув 52,4 млрд дол., а загалом з початку повномасштабної війни – 167,6 млрд дол.

Перевищення надходжень над витратами іноземної валюти забезпечило зростання міжнародних резервів за підсумками 2025 р. на 13,5 млрд дол. (30,9%) до 57,3 млрд дол. Чисті міжнародні резерви збільшились на 14,3 млрд дол. (49,1%) до 43,3 млрд дол. (граф. 10). Більший приріст чистих міжнародних резервів порівняно з валовими був обумовлений скороченням зобов'язань перед МВФ.

Граф. 8. Міжнародні резерви у 2014-2025 рр.



Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

Підсумовуючи слід констатувати, що керованість ситуації на валютному ринку, як і можливості НБУ її забезпечити, є похідними від обсягів зовнішньої допомоги.

Підтримання у 2025 р. відносної стабільності обмінного курсу гривні щодо долара частково пояснювалося знеціненням останнього відносно інших резервних валют. Однак, дефіцит торговельного балансу в 2025 р. різко збільшився і стабільність курсу гривні до долара забезпечувалася за рахунок зростання валютних інтервенцій НБУ.

Помітне прискорення девальвації гривні на початку 2026 р. відбулося неочікувано для суб'єктів ринку і не було чітко пояснене Національним банком, що спричинило погіршення девальваційних очікувань. Вірогідно, причини повернення до більшої гнучкості курсу криються у підготовці нової програми МВФ і альтернативному баченні експертами Фонду шляхів забезпечення зовнішньої стійкості економіки України.

Загалом є підстави стверджувати, що ступінь гнучкості обмінного курсу (з її забезпеченням валютними інтервенціями НБУ) більше диктується суб'єктивними побажаннями НБУ чи зовнішнім тиском, а не об'єктивними економічними факторами. Такий курсовий режим, порівняно з режимами фіксованого курсу чи повзучої прив'язки, вносить значний елемент непевності у роботу валютного ринку, що саме по собі обумовлює розширення попиту на іноземну валюту.

Тобто, за понад два роки з моменту переходу до режиму керованої гнучкості обмінного курсу¹⁵ можемо констатувати низку негативних наслідків цього рішення, тоді як переваги залишаються невідомими.

¹⁵ У жовтні 2023 р. НБУ припинив підтримання фіксованого обмінного курсу та перейшов до так званого режиму керованої гнучкості (<https://bank.gov.ua/ua/news/all/nbu-vprovadjuye-kerovanu-gnuchkist-obminnogo-kursu-scho-posilit-stiykist-valyutnogo-rinku-ta-ekonomiki>).

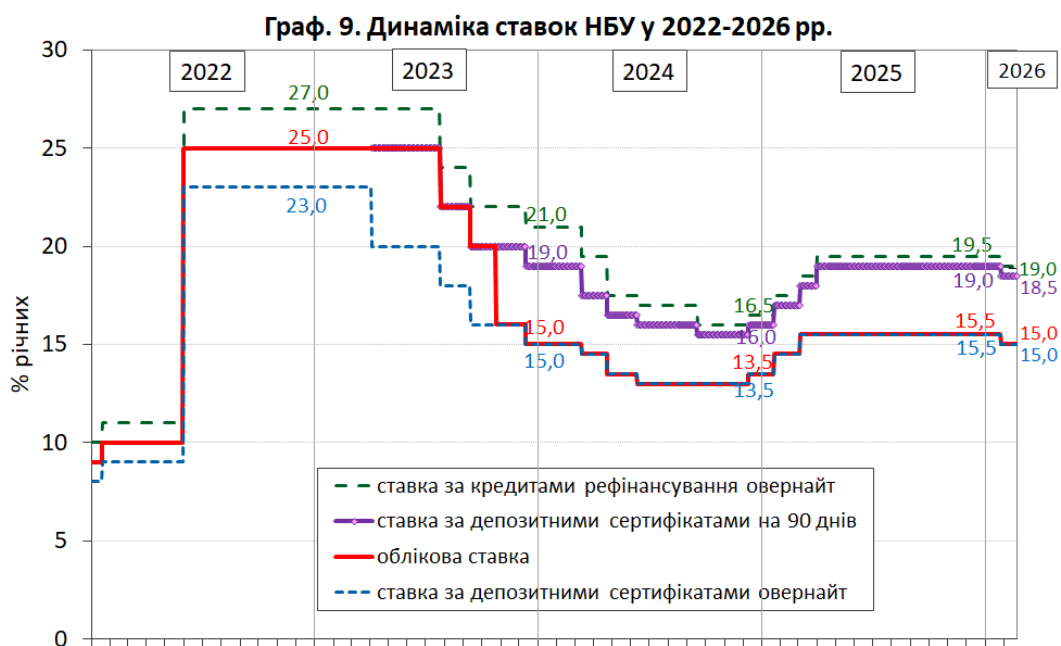
ПРОЦЕНТНІ СТАВКИ

У 2024 р. Рада НБУ схвалила Основні засади грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу, в яких, серед іншого, був зафіксований намір «утримувати реальні процентні ставки за строковими гривневими інструментами на достатньо високому рівні для захисту гривневих заощаджень населення від інфляційного знецінення».

Відтак у грудні 2024 р. НБУ розпочав черговий цикл посилення жорсткості монетарної політики, підвищивши облікову ставку з 13% до 13,5%. Для обґрунтування свого рішення НБУ надіслав суспільству велику кількість сигналів щодо перспектив прискорення інфляції, спровокувавши тим самим погіршення інфляційних очікувань домогосподарств¹⁶.

На початку 2025 р. НБУ продовжив цикл посилення жорсткості монетарної політики. Облікову ставку, яка відповідає ставці за депозитними сертифікатами овернайт, у січні було підвищено до 14,5%, а в березні – до 15,5%.

Обидва рази синхронно з обліковою ставкою підвищувались ставки за тримісячними депозитними сертифікатами (відповідно до 17,0% та 18%) та за кредитами рефінансування (до 17,5% та 18,5%). Проте у квітні відбулася чергова зміна дизайну монетарної політики: без зміни облікової ставки ставки за тримісячними депозитними сертифікатами та кредитами овернайт було підвищено на 1 відс. пункт – до 19% та 19,5% відповідно.



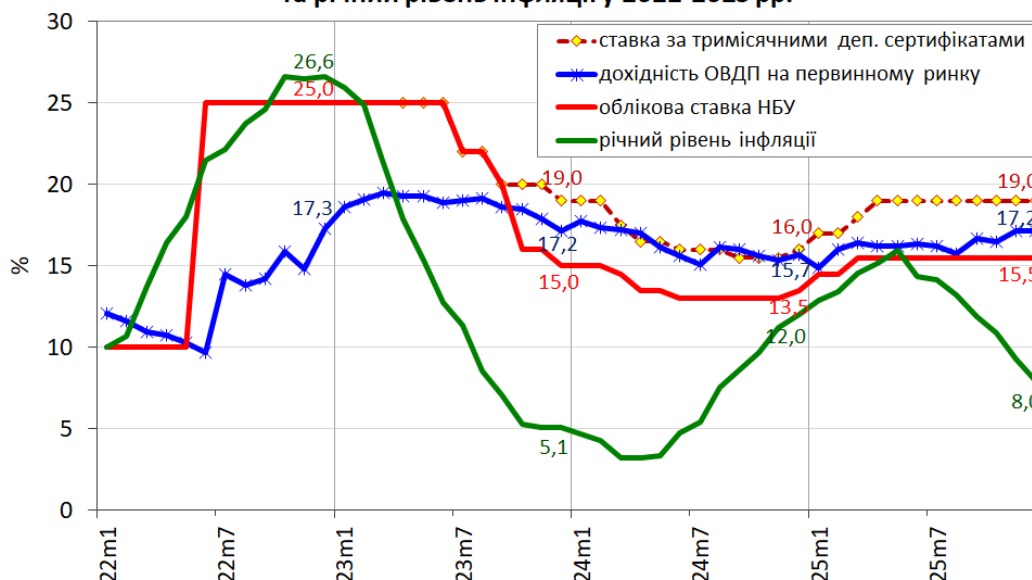
Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

¹⁶ <https://censor.net/biz/columns/3527281/monetarna-polityka-nbu>

На такому високому рівні НБУ зберігав ставки незмінними до кінця року (граф. 9), попри те, що річні темпи інфляції, досягнувши піку у травні, різко сповільнились до 8% у грудні.

Під впливом підвищення ставок НБУ середньозважена дохідність гривневих ОВДП на первинному ринку зростає з 15,65% у грудні 2024 р. до 17,15% у грудні 2025 р., що більш ніж удвічі перевищує рівень інфляції (граф. 10).

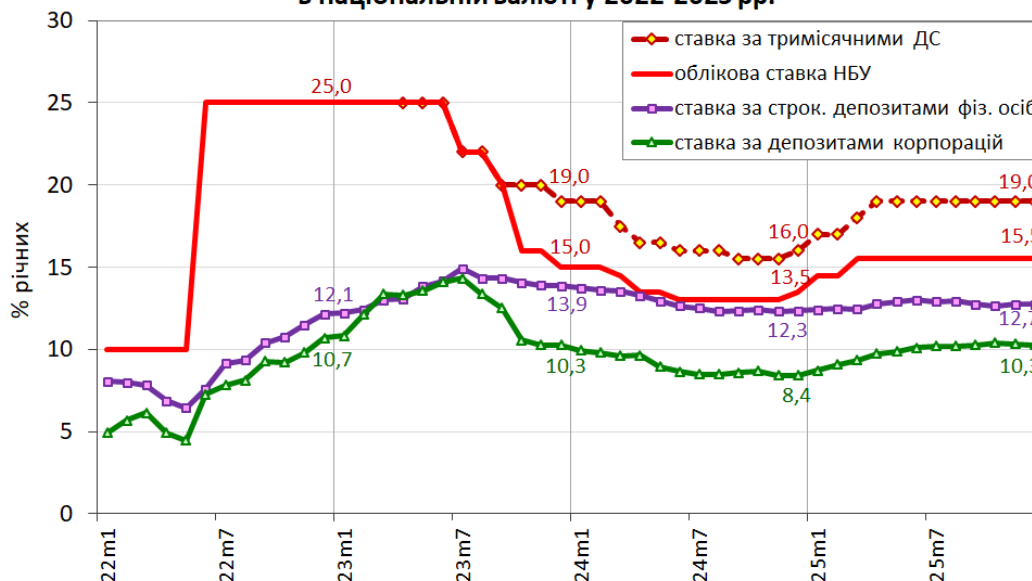
Граф. 10. Ставки НБУ, дохідність ОВДП та річний рівень інфляції у 2022-2025 рр.



Дані ДССУ, НБУ, візуалізація Growford Institute

Трансмисія ставок НБУ у ставки за депозитами мала характерні особливості. З одного боку, ставка за гривневими депозитами корпорацій зростає з 8,4% до 10,3%, що практично відповідає приросту облікової ставки (граф. 11).

Граф. 11. Динаміка ставок НБУ та ставок за депозитами в національній валюті у 2022-2025 рр.

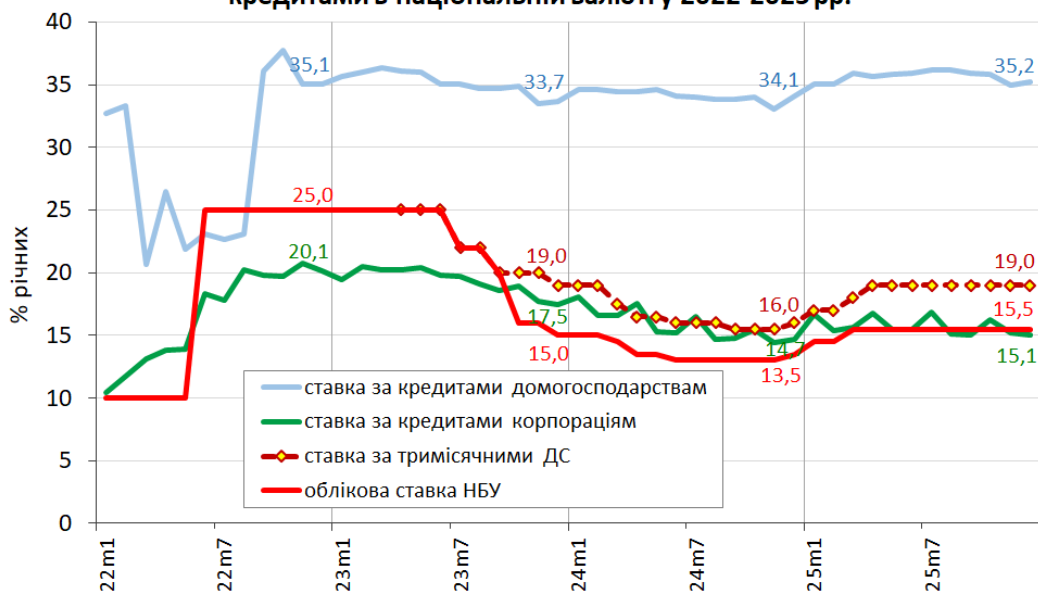


Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

Водночас ставка за строковими депозитами фізичних осіб в національній валюті зросла з 12,3% в грудні 2024 р. до 13,0% у червні 2025 р., однак після цього знизилась до 12,7% у грудні (граф. 11). З цього випливає, що ставки за депозитами домогосподарств більшою мірою реагують на інфляційну динаміку, ніж на заходи монетарної політики.

Ставка за гривневими кредитами банків корпораціям зросла з 14,7% в грудні 2024 р. до 15,1% у грудні 2025 р. На графіку 12 видно, що ставка за корпоративними кредитами впродовж 2025 р. тяжіла до облікової ставки, а в деякі періоди була навіть нижчою за неї.

Граф. 12. Динаміка ставок НБУ та ставок за новими кредитами в національній валюті у 2022-2025 рр.



Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

Середньозважена ставка за кредитами домогосподарствам визначається переважно ставками за незабезпеченими «картковими» кредитами, тому більше залежить від рівня кредитного ризику, ніж від інфляції та монетарної політики НБУ.

Аналіз динаміки процентних ставок дає можливість зробити такі висновки.

Нечутливість ставок за строковими депозитами домогосподарств до зміни облікової ставки свідчить про хибність політики «підвищення привабливості гривневих активів», яку НБУ провадить з 2022 р. Водночас це означає, що процентна політика НБУ практично не має впливу на інфляцію, яка визначається переважно чинниками з боку витрат.

Монетарна політика НБУ є надзорською. Промовистим доказом цього є той факт, що банки готові кредитувати бізнес за ставками, які є нижчими, ніж облікова ставка (яка з 2023 р. відповідає ставці за депозитними сертифікатами овернайт і мала б бути найнижчою серед усіх ставок грошового ринку).

Абсолютна розладнаність процентної політики НБУ виявляється в тому, що дохідність ОВДП (актив з найменшим ризиком) є вищою, ніж ставки за кредитами бізнесу.

До пом'якшення монетарної політики НБУ перейшов лише в січні 2026 р.: облікову ставку було знижено до 15%, ставку за тримісячними депозитними сертифікатами – до 18,5%.

Це означає, що реальна процентна ставка за тримісячними депозитними сертифікатами (з урахуванням фактичної інфляції) на початку 2026 р. становила 10,5%, а реальна облікова ставка – 7%. Таким чином НБУ встановив своєрідний «рекорд» жорсткості монетарної політики у воюючій країні.

ЛІКВІДНІСТЬ БАНКІВСЬКОЇ СИСТЕМИ

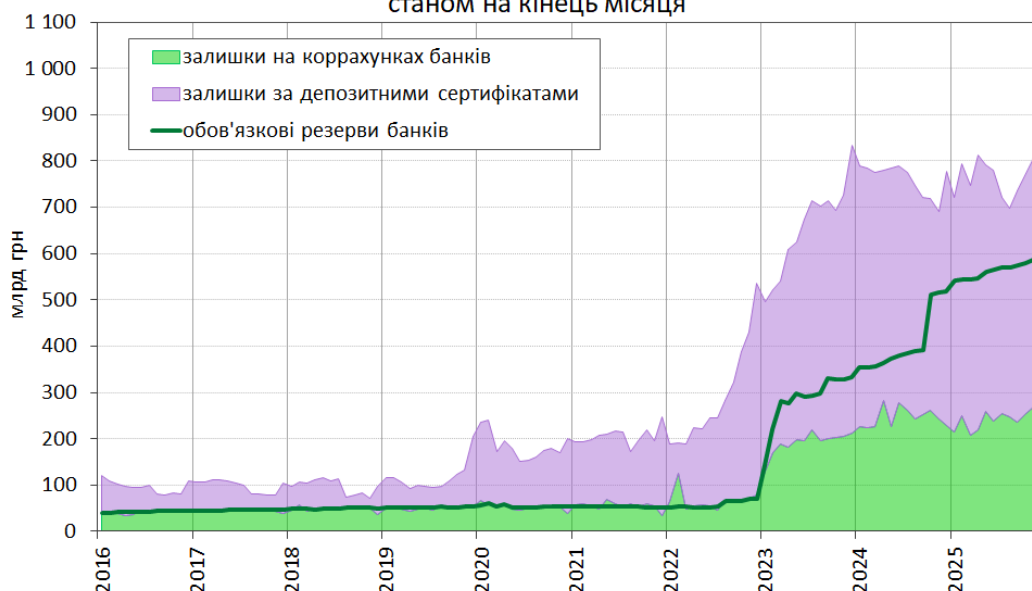
Після початку повномасштабної війни відбулося значне збільшення структурного профіциту ліквідності банків (граф. 15) внаслідок фінансування дефіциту бюджету за рахунок міжнародної допомоги, конвертованої в гривню. Більшу частину випущених коштів НБУ вилучає з обігу шляхом продажу іноземної валюти з резервів (фактично тієї самої міжнародної допомоги), а надлишок ліквідності банки вкладають в депозитні сертифікати НБУ.

Протягом 2023-2024 рр. НБУ шість разів підвищував нормативи обов'язкового резервування, що призвело до безпрецедентного зростання обсягу коштів, які банки зобов'язані зберігати на коррахунках. Водночас НБУ надав можливість банкам покривати до 60% від обсягу обов'язкових резервів за рахунок ОВДП визначених серій.

У 2025 р. шляхом витрачання коштів з бюджету до банківської системи надійшло близько 1,8 трлн грн ліквідності, що значно перевищує відповідні показники 2022, 2023 та 2024 рр. (1,2, 1,3 та 1,3 трлн грн відповідно).

Водночас через інтервенції НБУ з продажу іноземної валюти за 2025 р. з обігу було вилучено 1,5 трлн грн., що значно більше, ніж було стерилізовано через цей канал у 2022, 2023 та 2024 рр. (0,8, 1,1 та 1,4 трлн грн).

Граф. 13. Ліквідність банківської системи у 2016-2025 рр.,
станом на кінець місяця



Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

Під впливом вищезазначених операцій загальний обсяг ліквідності банків (сума коштів на коррахунках і в депозитних сертифікатах), після незначного зменшення у 2024 р., за підсумками 2025 р. збільшився на 245,3 млрд грн і на кінець року сягнув 1 023,9 млрд грн (граф. 13).

Внаслідок збільшення обсягу депозитів нормативний обсяг обов'язкових резервів (який має зберігатись на коррахунках банків) протягом 2025 р. зріс на 75,4 млрд грн до 594,2 млрд грн (граф. 13). Однак, зважаючи на дозвіл покриття частини обов'язкових резервів за рахунок бенчмарк-ОВДП, залишки коштів на коррахунках банків за підсумками 2025 р. збільшились лише на 18,5 млрд грн до 248,2 млрд грн.

Таким чином, практично весь приріст ліквідності опинився у депозитних сертифікатах НБУ: залишок мобілізованих коштів на кінець року становив 775,7 млрд грн, що на 226,8 млрд грн перевищує обсяг на початок року (табл. 1). Проте, у середньорічному вимірі залишки за депозитними сертифікатами у 2025 р. (516,9 млрд грн) були навіть дещо меншими, ніж у 2024 р. (520,7 млрд грн). Це пояснюється тим, що основний приріст ліквідності у 2025 р. відбувся у грудні (граф. 13).

Табл. 1. Операції з депозитними сертифікатами НБУ у 2016-2025 рр., млрд грн

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Обсяг розміщення депозитних сертифікатів	2 947	2 667	2 899	5 074	10 697	13 662	52 684	86 577	98 780	111 326
Залишок мобілізованих коштів, на кінець періоду	68,2	67,2	62,1	152,2	163,6	212,9	457,5	621,7	548,9	775,7
Процентні витрати НБУ за депозитними сертифікатами	9,6	6,4	7,5	9,6	10,5	10,7	40,8	91,6	76,8	82,0*

*Дані НБУ, * розрахунки авторів*

За нашими розрахунками, процентні витрати НБУ за депозитними сертифікатами у 2025 р. сягнули 82 млрд грн, перевищивши відповідний показник 2024 р. (табл. 1). Причиною цього стало підвищення ставок за депозитними сертифікатами, про що йшлося в попередньому розділі. За підсумками 2022-2025 рр. вищезазначені витрати сягнули 291 млрд грн, що стало ключовим чинником формування надприбутків банків та, одночасно, фактором погіршення фінансового результату самого НБУ, а отже зменшення доходів державного бюджету.

НБУ відкидає будь-яку критику такої політики, наполягаючи, що зазначені витрати є ціною збереження макрофінансової стабільності. Тим часом, незаперечним фактом є те, що фінансова стабільність залежить від обсягів зовнішньої допомоги, а не рівня процентних ставок, а виплати НБУ високих процентів за депозитними сертифікатами миттєво трансформуються у надприбутки банків.

ПРОПОЗИЦІЯ ГРОШЕЙ

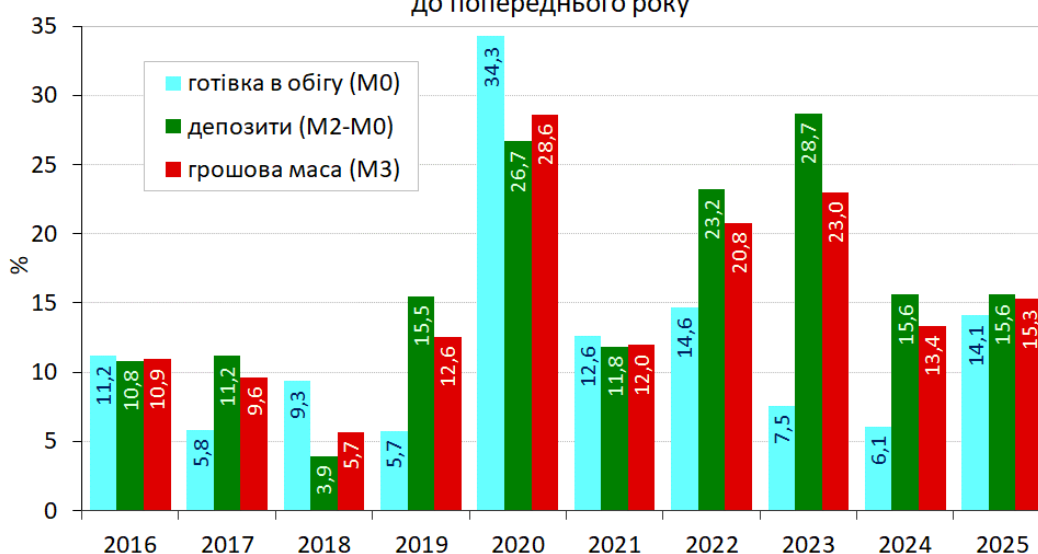
За підсумками 2025 р. грошова маса (М3) збільшилась на 532,9 млрд грн до 4 021,3 млрд грн, що було зумовлено зростанням:

↑ депозитів на 425,8 млрд грн до 3 153,9 млрд грн;

↑ готівки поза банками (М0) на 107,2 млрд грн до 866,9 млрд грн¹⁷.

Темпи приросту грошової маси у 2025 р. прискорились до 15,3% порівняно з 13,4% у 2024 р., що було обумовлено динамікою готівки, темпи приросту якої зросли з 6,1% до 14,1% (граф. 14).

Граф. 14. Приріст грошових агрегатів у 2016-2025 рр., до попереднього року



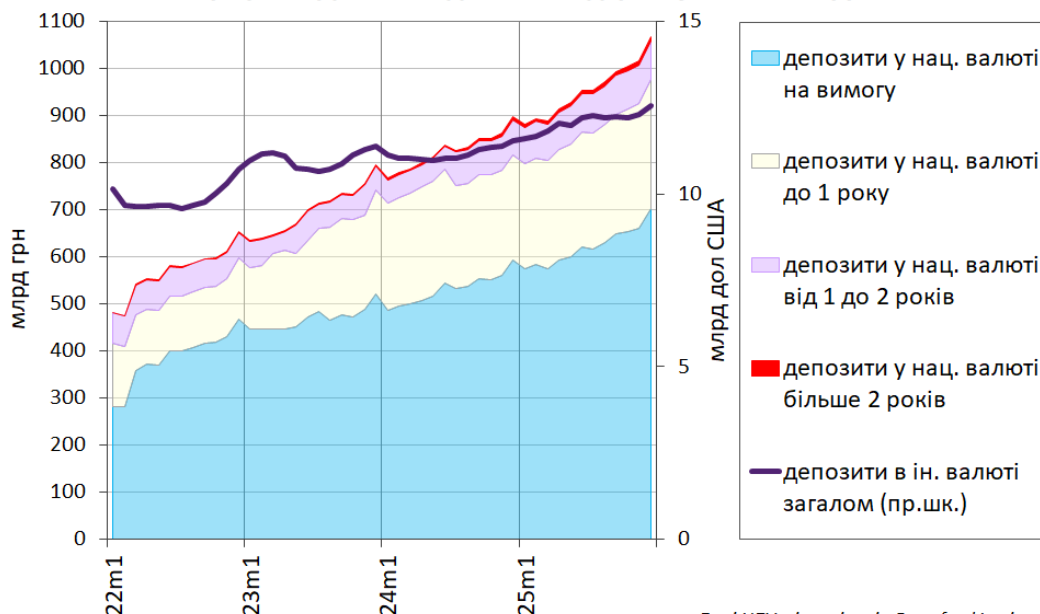
Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

Натомість темпи проросту депозитів у 2025 р. (15,6%). залишились на рівні попереднього року. Крім того, як і 2024 р., лівова частка приросту депозитів у 2025 р. припала на вкладення до запитання (кошти на вимогу), що свідчить про неуспішність політики забезпечення привабливості гривневих активів.

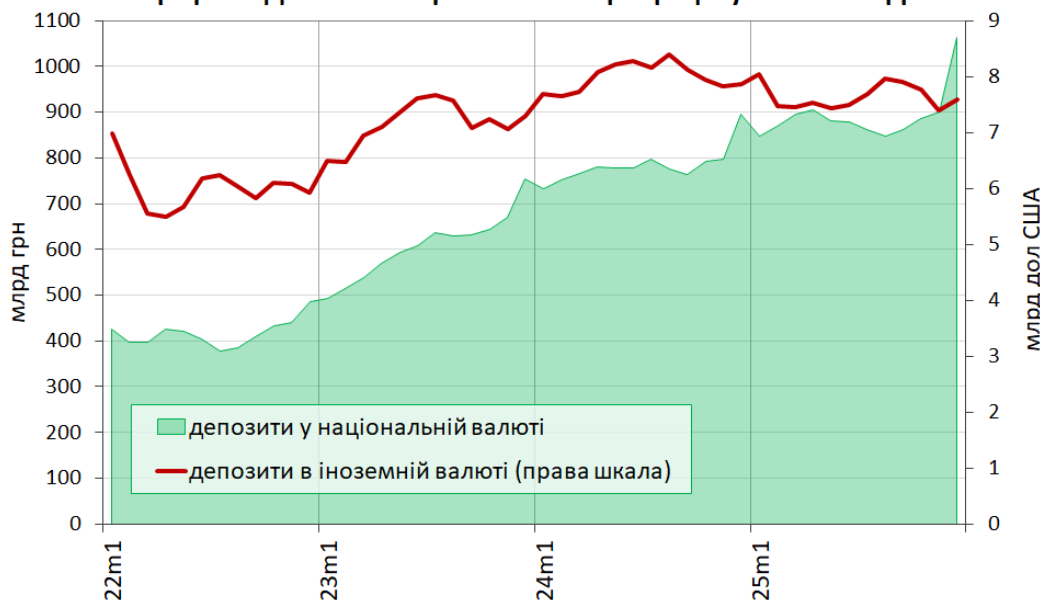
Загальний обсяг депозитів домогосподарств (разом з ФОП) протягом 2025 р. збільшився на 218,4 млрд грн (до 1 600,3 млрд грн) або 15,8%, що дещо перевищує темп приросту 2024 р. (12,5%), проте поступається відповідним показникам 2022-2023 рр. (31,7% та 17,5% відповідно).

Депозити домогосподарств у національній валюті збільшились на 171,1 млрд грн (19,1%) до 1 067,9 млрд грн, у т. ч. депозити на вимогу – на 109,5 млрд грн (18,5%) до 702,1 млрд грн, строкові депозити – на 61,5 млрд грн (20,2%) до 365,8 млрд грн (граф. 15). Частка строкових вкладень в загальному обсязі гривневих депозитів домогосподарств на кінець 2025 р. становила 34,3%, що лише на 0,4 відс. пункту перевищує значення на початок року (33,9%).

¹⁷ Грошовий агрегат М3 включає також ощадні сертифікати комерційних банків, обсяг яких за 2025 р. зменшився на 41 млн грн до 478 млн грн.

Граф. 15. Депозити домогосподарств у 2022-2025 рр.


Залишки коштів на рахунках нефінансових корпорацій за підсумками 2025 р. збільшилися на 156,8 млрд грн (12,8%) до 1 384,4 млрд грн. Однак, весь приріст було забезпечено за рахунок витрачання коштів з бюджету в грудні (граф. 16). Депозити корпорацій в національній валюті за рік збільшилися на 166,3 млрд грн (18,5%) до 1 062,8 млрд грн (що майже збігається з обсягом гривневих депозитів домогосподарств), водночас депозити в іноземній валюті зазнали скорочення на 0,3 млрд дол. (3,7%) до 7,6 млрд дол.

Граф. 16. Депозити нефінансових корпорацій у 2022-2025 рр.


Внаслідок зростання грошової маси на 15,3% та номінального ВВП на 16,2% рівень монетизації економіки (відношення М3 до ВВП) знизився з 42,8% у 2024 р. до 42,2% у 2025 р.

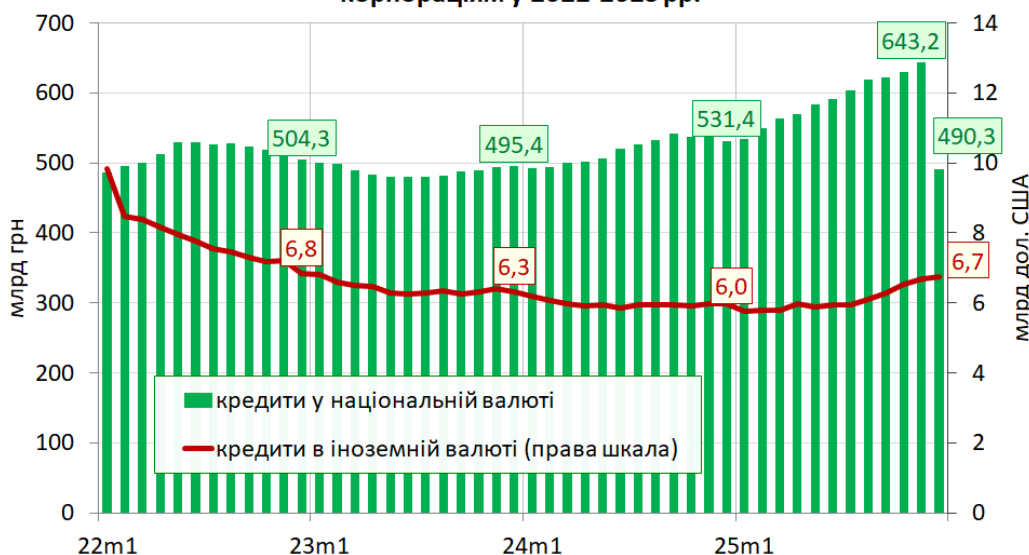
КРЕДИТУВАННЯ ЕКОНОМІКИ

З початком повномасштабної війни умови кредитування значно погіршилися, відтак більшість нових позик надавалися в межах державних програм. У 2023 р., попри стрімке зростання обсягу депозитів, кредитна активність залишалася пригніченою, однак наприкінці року НБУ констатував, що «пік кредитних втрат від війни пройдено». Протягом 2024 р. НБУ неодноразово заявляв про поживлення кредитної активності, а в 2025 р. тема стрімкого розширення кредитування стала однією з ключових у комунікаціях НБУ з суспільством.

Аналіз динаміки кредитів у звичний спосіб (порівняння залишків на початок і кінець року) для 2025 р. є неактуальним з огляду на списання наприкінці року значного обсягу непрацюючих кредитів (NPL). Так, обсяг NPL у портфелі банків за грудень скоротився на 182,5 млрд грн, з них в Приватбанку – на 150,0 млрд грн, інших державних банків – на 29,8 млрд грн, приватних – на 1,9 млрд грн, іноземних – на 0,7 млрд грн. Усе це в статистиці відобразилося як скорочення загального обсягу кредитів.

Зазначена особливість добре помітна на динаміці гривневих кредитів корпораціям протягом 2025 р. (граф. 17): доволі динамічне зростання протягом одинадцяти місяців і різке скорочення в грудні. Така динаміка є логічною, оскільки левова частка списання непрацюючих кредитів (176,1 млрд грн, у т. ч. 153,8 млрд грн в національній валюті) стосувалася саме корпоративних кредитів.

Граф. 17. Залишки за кредитами банків нефінансовим корпораціям у 2022-2025 рр.

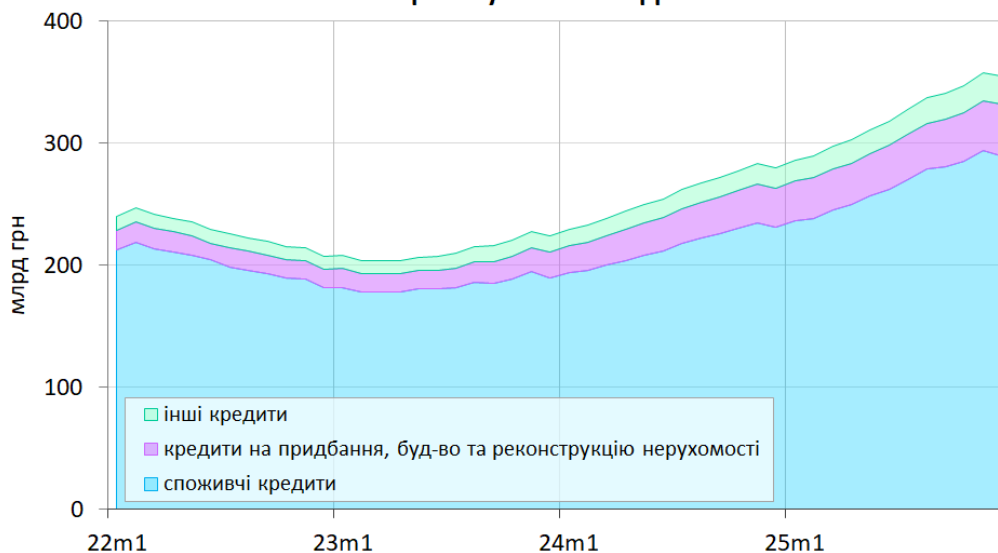


Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

Значно меншою мірою вищезазначена особливість торкнулась кредитів домогосподарствам: у грудні 2025 р. обсяг списання непрацюючих кредитів фізичним особам, включно з ФОП, становив 6,5 млрд грн.

За підсумками 2025 р. обсяг гривневих кредитів домогосподарствам збільшився на 75 млрд грн (26,8%) до 355,1 млрд грн (граф. 18). Зокрема споживчі (карткові) кредити за рік зросли на 58,8 млрд грн (25,4%) до 289,8 млрд грн, кредити на нерухомість – на 10,2 млрд грн (31,8%) до 42,3 млрд грн, що було обумовлено реалізацією державної програми «ЄОселя».

Граф. 18. Залишки за кредитами домогосподарствам в гривні у 2022-2025 рр.



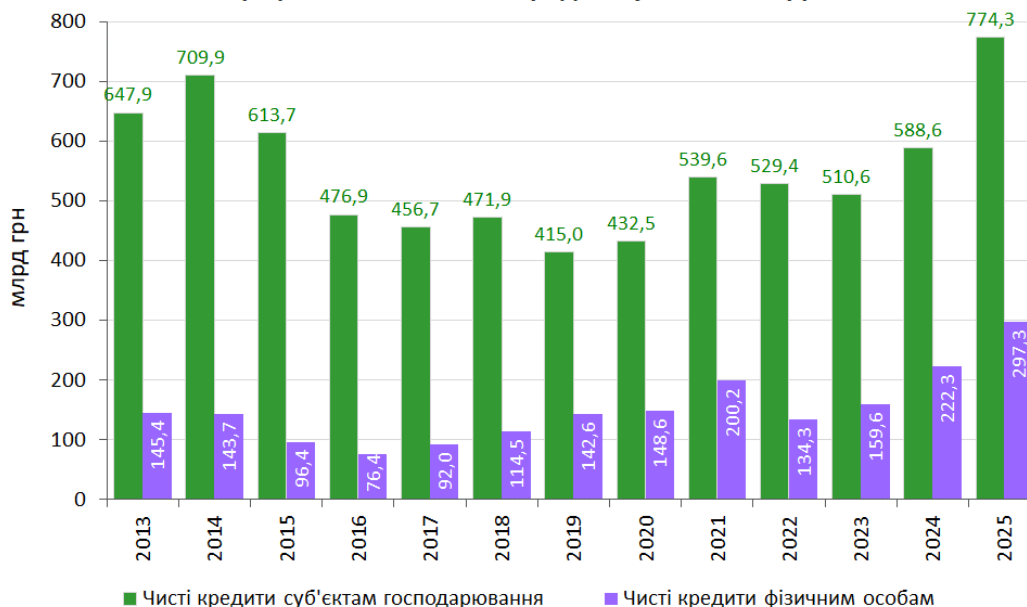
Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

За даними ПрАТ «Укрфінжитло»¹⁸, у 2025 р. за програмою «ЄОселя» було надано 7 772 кредити на 14,8 млрд грн, тоді як у 2024 р. – 8 515 кредитів на 14,6 млрд грн. З моменту старту програми у жовтні 2022 р. до кінця 2025 р. було надано 22 612 кредитів на 38,9 млрд грн.

НБУ наполягає, що для коректної оцінки стану кредитування необхідно аналізувати динаміку чистих кредитів, а не валових, які включають непрацюючі кредити. Визнаючи раціональність такої точки зору слід зазначити, що НБУ окремо не публікує статистики щодо чистих кредитів. Вказані дані присутні лише в додатку до Огляду банківського сектору, чого безумовно недостатньо для показника, на який НБУ посилається в усіх своїх повідомленнях щодо кредитування.

Отже, згідно з даними НБУ чисті кредити суб'єктам господарювання у 2025 р. зросли на 31,6% до 774,3 млрд грн, що безумовно є відчутним прогресом порівняно з попередніми роками. Проте, як видно на графіку 19, номінальний обсяг чистих кредитів бізнесу лише у 2025 р. досягнув рівня 2013 р., коли обмінний курс гривні становив 7,99 грн/дол. Нескладно підрахувати, що в доларовому еквіваленті обсяг чистих кредитів корпораціям на кінець 2025 р. залишається більш ніж учетверо меншим порівняно з кінцем 2013 р. (18,3 млрд дол. проти 81,1 млрд дол.).

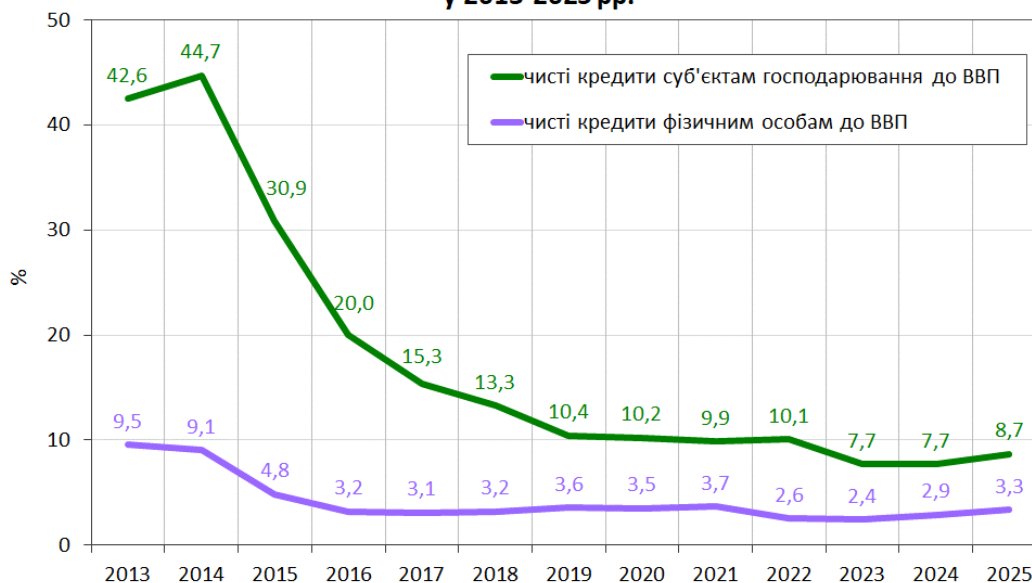
¹⁸ <https://ukrfinzhytlo.in.ua/analytyka/>

Граф. 19. Обсяг чистих кредитів у 2013-2025 рр.


Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

Голова НБУ акцентує увагу на тому, що «після десятирічної стагнації в кредитуванні показник проникнення чистих бізнес-кредитів в економіку в 2024 році відновив зростання, а в 2025 – помітно зріс до 8,7% ВВП за чистими кредитами бізнесу» і додає, що «показник проникнення досі є нижчим, ніж у далекому 2014 році»¹⁹.

Для об'єктивності слід уточнити, що показник проникнення чистих корпоративних кредитів в економіку на кінець 2025 р. (8,7%) був меншим відповідного показника 2014 р. (44,7%) більш ніж у п'ять разів (граф. 20).

Граф. 20. Рівень проникнення кредитів в економіку у 2013-2025 рр.


Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

¹⁹ <https://interfax.com.ua/news/blog/1146621.html>

Те саме стосується показників державної підтримки кредитування. Акцентуючи увагу на активізації ринкового кредитування Голова НБУ констатує: «Приріст кредитів в межах програми «5-7-9%» за рік становив лише 17 млрд грн, і забезпечив близько 12% внеску в загальний приріст гривневих чистих кредитів бізнесу». Зазначена інформація, вочевидь, покликана переконати суспільство у зменшенні ролі державної підтримки у зростанні кредитування.

Проте, якщо взяти до уваги інформацію Фонду розвитку підприємництва²⁰, з'ясуємо, що у 2025 р. за програмою «5-7-9» було надано 29,6 тис. кредитів на 93,7 млрд грн, що навіть перевищує відповідні показники 2024 р. (24,7 тис. кредитів на 93,1 млрд грн). Загалом за час дії воєнного стану за програмою було надано 98,5 тис. кредитів на 364,1 млрд грн. Водночас зі Звіту про фінансову стабільність можна дізнатись, що частка кредитів, наданих за програмою «5-7-9», у загальному обсязі чистих кредитів бізнесу на кінець жовтня 2025 р. становила 30%. Тобто, якщо подивитись на проблему трохи ширше, стає зрозуміло, що державні програми підтримки кредитування залишаються надважливою складовою кредитного процесу.

Отже, констатуючи динамічне зростання чистих кредитів банків у 2025 р. слід визнати, що воно значною мірою обумовлене низькою базою порівняння. Рівень проникнення кредитів в економіку, попри деяке зростання у 2025 р., залишається найнижчим у світі серед країн, що розвиваються.

Той факт, що «за рік портфель чистих гривневих кредитів машинобудуванню зріс утричі»¹⁹, свідчить як про позитивні зрушення у 2025 р., так і про те, що до цього банки практично не кредитували машинобудування. Ба більше, Голова НБУ зазначає, що значну частину цього приросту забезпечили позики державним підприємствам на потреби оборони, а отже фактично йдеться про фінансування окремих проєктів в «ручному режимі». Такі підходи є цілком виправданими і навіть бажаними в умовах війни, однак мають небагато спільного з кредитуванням на ринкових засадах.

Необхідність пом'якшення вимог до оцінки банками кредитного ризику була очевидною з моменту ухвалення постанови Правління НБУ № 351 у 2016 р. Тому зміни, які НБУ афішував на початку лютого 2026 р.²¹, черговий раз доводять, що впродовж попередніх десяти років цей фактор відіграв суттєву деструктивну роль з точки зору впливу на кредитування.

«Кредитна експансія», яку анонсує НБУ, разом з прагненням забезпечити «привабливість гривневих активів» є оксюмороном з точки зору класичної макроекономіки і можлива лише за активної участі держави.

²⁰ <https://bdf.gov.ua/publicna-informatsiia/informatsiia-pro-rezultaty-derzhavnoi-prohramy-dostupni-kredyty-5-7-9/>

²¹ <https://bank.gov.ua/ua/news/all/zdiysнено-cherгови-kroki-dlya-naroshennya-kredituvannya-ta-vprovadjennya-v-ukrayini-norm-yes>

ВИСНОВКИ

Річні темпи споживчої інфляції, досягнувши локального максимуму в травні, на кінець 2025 р. уповільнились до 8%. Визначальний вплив на загальний рівень інфляції мали товари першої необхідності, попит на які не є еластичним до зміни цін (передусім продукти харчування), що практично унеможлиблює боротьбу з інфляцією за допомогою обмеження попиту через високі процентні ставки.

Суттєвий тиск на споживчі ціни чинили виробничі витрати (передусім, витрати на енергозабезпечення), дефіцит бюджету як елемент підтримки споживчого попиту, а також доволі високі інфляційні очікування, що є природним явищем в умовах війни.

У 2025 р. продовжував діяти режим керованої гнучкості обмінного курсу, запроваджений НБУ в жовтні 2023 р. Основним інструментом забезпечення відносної курсової стабільності залишалися валютні інтервенції НБУ: за підсумками 2025 р. чистий продаж валюти становив 36,2 млрд дол., перевищивши обсяги 2024 р. на 4%. Ресурс для проведення такої політики НБУ отримує за рахунок зовнішньої допомоги, обсяг якої у 2025 р. сягнув 52,4 млрд дол. (з початку повномасштабної війни – 167,6 млрд дол.).

Проте, доцільність переходу НБУ до режиму керованої гнучкості обмінного курсу в умовах гігантського структурного дефіциту іноземної валюти на ринку не є незаперечною і породжує велику кількість питань до адекватності такого режиму умовам воєнної економіки.

Монетарна політика НБУ протягом 2025 р. залишалася наджорсткою: у першому кварталі облікову ставку було підвищено з 13,5% до 15,5% і на такому високому рівні вона зберігалась до кінця року. Промовистим доказом надмірної жорсткості процентної політики НБУ є те, що в окремі місяці ставки за кредитами бізнесу були нижчими, ніж облікова ставка, яка відповідає ставці за депозитними сертифікатами овернайт і мала б бути найнижчою серед усіх ставок грошового ринку.

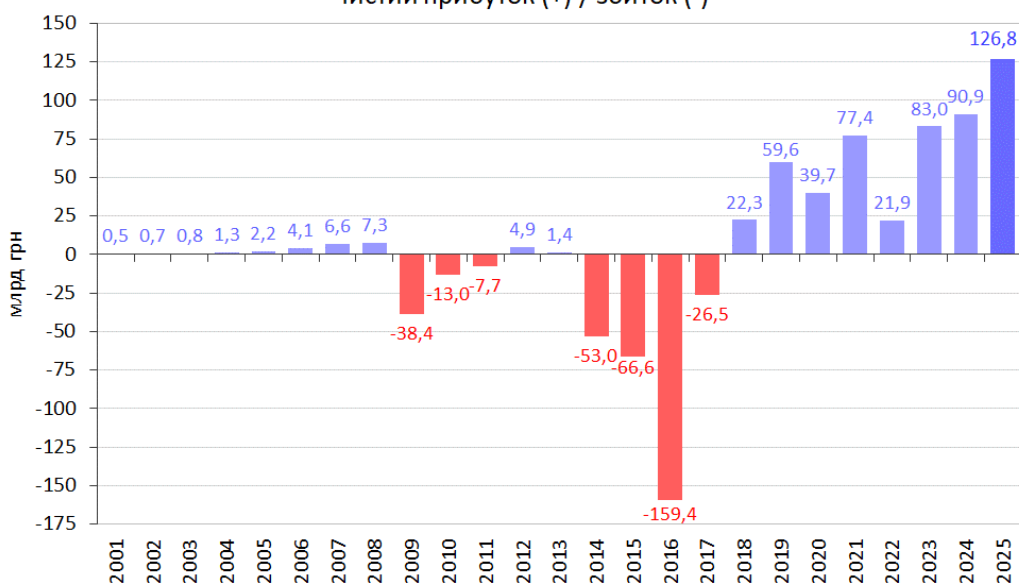
Водночас той факт, що дохідність ОВДП (активу з найменшим ризиком) є вищою, ніж ставки за кредитами бізнесу, свідчить про абсолютну розладнаність процентної політики, яка призводить до невиправданих витрат бюджету на обслуговування державного боргу. Яскравою ілюстрацією цієї розладнаності у 2025 р. була чергова зміна операційного дизайну процентної політики за рахунок збільшення спреда між обліковою ставкою та ставкою за тримісячними депозитними сертифікатами.

Політика забезпечення «привабливості гривневих активів» в умовах різкого збільшення обсягу ліквідності банків призвела до значних витрат НБУ за депозитними сертифікатами, які у 2025 р. становили близько 82 млрд грн (загалом за 2022-2025 рр. – перевищили 290 млрд грн). Зазначені витрати зменшують прибуток НБУ, а отже й доходи державного бюджету.

Враховуючи витрати НБУ за депозитними сертифікатами, проценти за державними облігаціями²² та компенсацію ставок в межах державних програм підтримки кредитування банківський сектор у 2025 р. отримав від держави понад 300 млрд грн, що фактично означає його дотування з бюджету. Така практика є неприйнятною, особливо в умовах війни.

Зазначені наслідки політики забезпечення «привабливості гривневих активів» знайшли відображення в отриманні банками надприбутків: за підсумками 2025 р. чистий прибуток сягнув рекордних 126,8 млрд грн.

Граф. 21. Фінансові результати діяльності банків у 2001-2025 рр.,
чистий прибуток (+) / збиток (-)



Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

Високий темп зростання чистих кредитів банків у 2025 р. значною мірою пояснюється низькою базою порівняння: рівень проникнення кредитів в економіку, попри деяке зростання у 2025 р., залишається найнижчим у світі серед країн, що розвиваються, і більш ніж у чотири рази відстає від показника 2014 р. Крім того, зазначене зростання, принаймні частково, було забезпечене в «ручному режимі» за рахунок кредитування державними банками підприємств оборонно-промислового комплексу. Також слід враховувати, що в портфелі чистих кредитів бізнесу близько 30% припадає на кредити, надані в межах програми «5-7-9».

Оцінюючи динаміку кредитування необхідно взяти до уваги і той факт, що списання непрацюючих кредитів у грудні призвело до абсолютного скорочення загального обсягу кредитів за підсумками всього 2025 р. Цей факт вже сам по собі не дозволяє оптимістично оцінювати ситуацію з кредитуванням.

Усе це не завадило НБУ побудувати навколо теми зростання чистих кредитів масовану піар-кампанію. Констатація Національним банком фактів

²² Доходи банків від операцій з цінними паперами у 2025 р. становили 211,8 млрд грн.

«десятирічної стагнації в кредитуванні» та «кредитної експансії» 2025 р., на жаль, не була доповнена поясненням мотивів жорсткої монетарної політики, яка пригнічувала кредитну активність банків упродовж 10 років, і особливо відчутно в перші роки повномасштабної війни.

По суті, намагання НБУ поєднати амбітну мету «кредитної експансії» з політикою забезпечення «привабливості гривневих активів» (яка передбачає підтримання високих процентних ставок) суперечить законам макроекономіки, а його реалізація можлива лише за активної участі держави, яка за рахунок бюджетних коштів здешевлюватиме для позичальників вартість кредитів.

Попри небажання НБУ визнавати деструктивний вплив жорсткої монетарної політики на кредитну активність, економічна наука твердить, що високі процентні ставки пригнічують кредитування та розвиток економіки.

Враховуючи все вищевикладене вважаємо, що для усунення диспропорцій у сфері монетарної політики Національному банку доцільно:

- нормалізувати операційний дизайн монетарної політики, відв'язавши ставку за депозитними сертифікатами овернайт від облікової ставки;
- знизити облікову ставку до рівня, що відповідає прогнозу інфляції на наступний рік;
- припинити розміщення тримісячних депозитних сертифікатів;
- запровадити цільові інструменти стимулювання кредитної активності банків для підтримки реального сектору економіки;
- провадити виважену інформаційну політику, спрямовану на зниження інфляційних та девальваційних очікувань²³.

Реалізація запропонованих заходів дозволить створити умови для розширення ринкового кредитування і прискорення темпів відновлення економіки (не створюючи при цьому помітних інфляційних ризиків), посилення обороноспроможності та енергетичної незалежності країни через кредитування відповідних видів діяльності, зменшення витрат бюджету на обслуговування державного боргу та утримання боргової стійкості в довгостроковій перспективі.

Віталій Ломакович

*засновник та голова правління
Growford Institute*

Михайло Джус

*завідувач відділу грошових ринків
Growford Institute*

²³ <https://censor.net/biz/columns/3576892/yak-stymulyuvaty-zrostannya-vvp-ukrayiny-pid-chas-viyiny>