



Національний
банк України

Інфляційний звіт (липень 2023)

Київ

8 серпня 2023 року



Головне: монетарні рішення

- Попередні заходи НБУ сприяли поліпшенню ситуації на валютному ринку, стрімкішому за прогноз сповільненню споживчої та базової інфляції, поліпшенню інфляційних та курсових очікувань та відновленню зростання строкових депозитів у гривні. Ритмічне надходження офіційного фінансування сприяло зростанню міжнародних резервів до нового рекордного рівня
- НБУ очікує, що зниження інфляції триватиме й надалі, хоча й помірнішим темпом. Водночас ключовим ризиком для інфляційної динаміки та економічного розвитку залишається триваліший термін/ непередбачувані характер та інтенсивність повномасштабної війни
- Сприятливі тенденції сформували передумови для початку циклу зниження облікової ставки раніше, ніж передбачав квітневий прогноз. Правління НБУ вирішило знизити облікову ставку на 3 в.п. до 22%. Також знижено ставку за депозитними сертифікатами овернайт на 2 в.п. до 18%, а за кредитами рефінансування на 3 в.п. до 24%. Ставка за тримісячними депозитними сертифікатами і надалі дорівнюватиме обліковій ставці
- Ураховуючи поліпшення інфляційних очікувань та прогнозу подальшого уповільнення інфляції, поточне та прогнозоване зниження ставки не створюватиме загроз для привабливості гривневих заощаджень. Це є важливим елементом забезпечення курсової стійкості за пом'якшення валютних обмежень і переходу до більшої гнучкості обмінного курсу. Водночас зниження облікової ставки на тлі збереження макрофінансової стабільності підтримає відновлення економіки
- Облікова ставка знижуватиметься і надалі за умови збереження стійкості валютного ринку та сповільнення інфляції на прогнозному горизонті
- НБУ враховуватиме необхідність підтримання високої привабливості гривневих активів на етапі пом'якшення валютних обмежень і переходу до гнучкішого курсоутворення
- Водночас з огляду на високу невизначеність, подальші рішення та коригування прогнозів НБУ щодо облікової ставки значною мірою залежатимуть від реалізації припущень прогнозу та тенденцій ключових макроекономічних і фінансових індикаторів

Головне: прогноз

- **Прогноз НБУ ґрунтується на припущеннях про послідовне дотримання Україною зобов'язань програми розширеного фінансування з МВФ, проведення злагоджених монетарної та фіскальної політик, поступове нівелювання квазіфіскальних дисбалансів, зокрема в енергетичній сфері. Також базовий сценарій припускає відчутне зменшення безпекових ризиків із середини 2024 року, що сприятиме повноцінному розблокуванню морських портів, зниженню премії за суверенний ризик та поверненню вимушених мігрантів**
- **Інфляція знижувалася швидше, ніж прогнозувалося, через вплив чинників пропозиції та зміцнення готівкового курсу гривні. Ураховуючи сприятливу динаміку першого півріччя, НБУ суттєво поліпшив прогноз інфляції на цей рік (з 14.8% до 10.6%).** Також поліпшено прогноз на 2024 рік (з 9.6% до 8.5%). Зростання цін сповільнюватиметься за рахунок поступового зниження світової інфляції та все ще доволі жорстких монетарних умов в Україні. Водночас надалі інфляція знижуватиметься повільніше. Вона залишатиметься вище цілі через наслідки війни та значне зростання адміністративних цін і тарифів
- **Економіка показує стійкість до нових викликів війни і цього року зросте на 2.9%. Надалі економічне зростання пришвидшиться (до 3.5% в 2024 році та 6.8% в 2025),** ураховуючи припущення прогнозу НБУ про зниження безпекових ризиків у середині 2024 року. Вагому роль у стимулюванні економіки і надалі відіграватиме м'яка фіскальна політика
- **Зовнішня підтримка разом із активізацією внутрішнього боргового ринку дала змогу уряду покривати значний дефіцит бюджету без звернення за емісійним фінансуванням.** Очікується, що за підсумками цього року міжнародна допомога сягне 42 млрд дол. Ці надходження стримають розширення дефіциту поточного рахунку та забезпечать його фінансування. Міжнародна підтримка залишатиметься дуже важливою для збереження макрофінансової стабільності і в наступні роки

Макроекономічний прогноз та його припущення

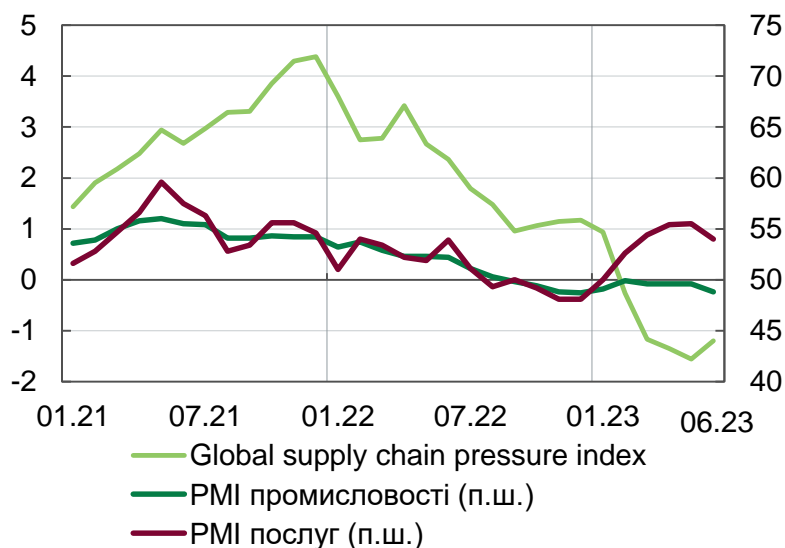
Прогноз	2022	2023	2024	2025
Реальний ВВП, зміна у %	-29.1	2.9 (2.0)	3.5 (4.3)	6.8 (6.4)
ІСЦ, зміна у %	26.6	10.6 (14.8)	8.5 (9.6)	6.0 (6.0)
Базовий ІСЦ, зміна у %	22.6	8.7 (12.5)	7.0 (7.2)	3.1 (2.8)
Сальдо поточного рахунку, млрд. \$	7.9	-11.0 (-13.5)	-17.2 (-10.6)	-16.1 (-7.7)
Міжнародні резерви, млрд. \$	28.5	38.3 (34.5)	42.6 (36.1)	44.1 (37.1)
Дефіцит бюджету, % ВВП (без грантів)	25.5	26.2 (26.3)	19.8 (15.3)	11.8 (9.5)

в дужках попередній прогноз (Квітень 2023)

Припущення прогнозу		2022*	2023	2024	2025
Повна доступність портів Чорного моря		-	-	з II півріччя	+
Офіційне фінансування	млрд дол.	32	42	37	25
Міграція (чиста + повернення)	млн осіб		0.1	0.5	0.8
Реальний ВВП країн - ОТП України (UAwGDP)	% р/р	3.5	1.7	2.9	2.9
Споживча інфляція в країнах - ОТП України (UAwCPI)	% р/р	14.0	5.7	3.8	3.3
Світові ціни:**					
Сталь, Steel Billet Exp FOB Ukraine	дол./т	618	580	549	497
Залізна руда, China import Iron Ore Fines 62% FE	дол./т	121	113	82.8	74.7
Пшениця, No.1 Hard Red Winter, ordinary protein, Kansas City	дол./т	360	308	273	252
Кукурудза, Yellow #2 Delivery USA Gulf	дол./т	318	267	229	216
Нафта, Brent	дол./бар.	99.8	82.0	80.7	69.5
Газ, Netherlands TTF	дол./тис. м ³	1356	584	532	432
Обсяги транзиту газу	млрд м ³	20.6	15.0	15.0	15.0
Урожай зернових та зернобобових	млн т	53.9	46.8	48.9	51.8
Мінімальна зарплата**	грн	6550	6700	7665	8200

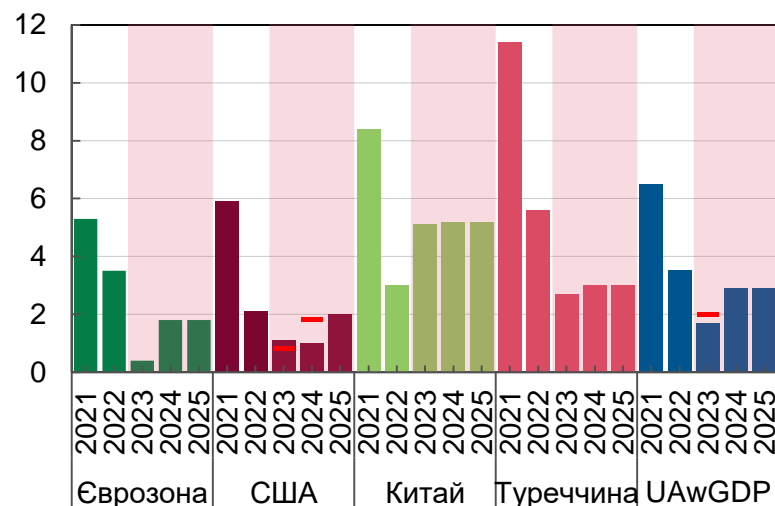
Відновлення країн – ОТП буде млявим у поточному році через жорсткі фінансові умови та прискориться в наступних

Глобальний PMI та глобальний індекс тиску ланцюгів постачання



Джерело: J.P.Morgan, S&P Global, FRB of New York.

Реальний ВВП окремих країн-ОТП України, % р/р

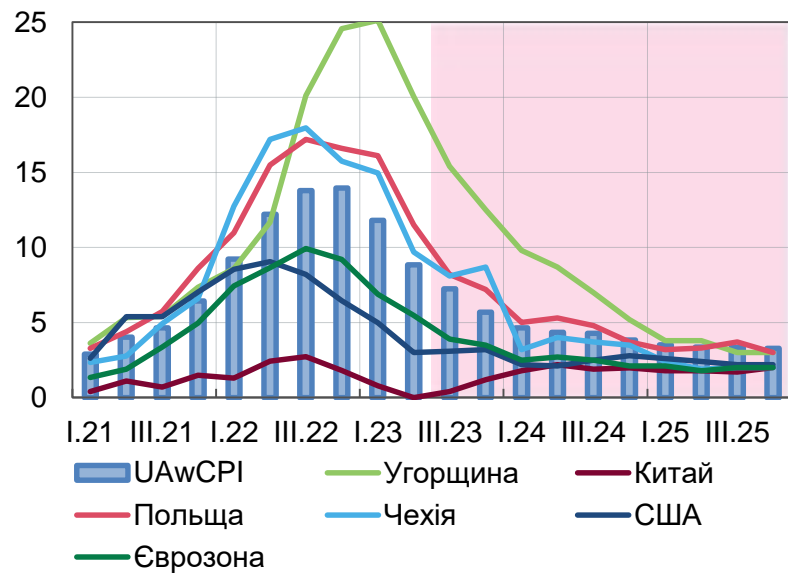


Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

- У 2023 році економічне зростання країн-ОТП України залишатиметься млявим через геополітичну напруженість та посилення фінансових умов. Попри налагодження ланцюгів постачання поглибився спад у промисловості через стрімке падіння попиту
- Очікується, що ефекти від високої інфляції, посилення фінансових умов та геополітичної напруженості стримуватимуть зростання глобальної економіки щонайменше до середини 2024 року
- Надалі поступове зниження інфляції в умовах стійкого ринку праці сприятиме активізації економічного зростання

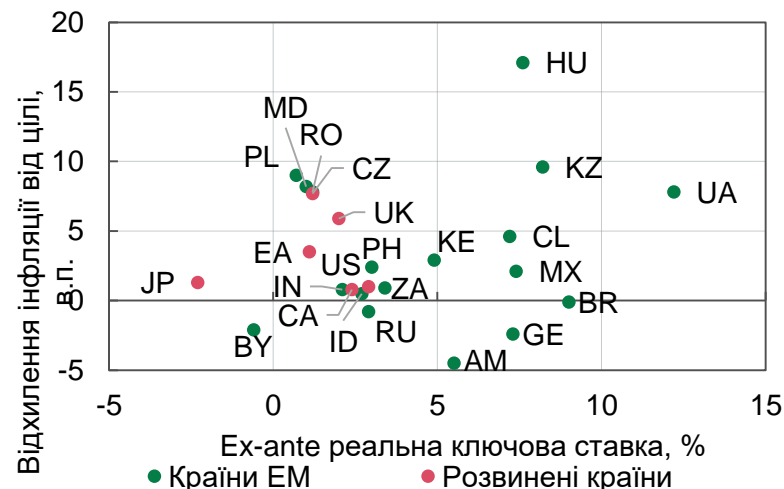
Інфляція у країнах – ОТП України поволі знижуватиметься, зокрема завдяки посиленню монетарної політики

UAWCPI (середній за період) та ІСЦ окремих країн – ОТП України на кінець періоду, % р/р



Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Відхилення інфляції від цілі у червні 2023 року та ex-ante реальна ставка* в окремих країнах



* Номінальна ставка за червень 2023 року, дефльована на прогноз середньої споживчої інфляції на 2024 рік.
Джерело: офіційні сторінки центральних банків, прогноз МВФ (квіт. 2023, ІСЦ середній на 2024р.), розрахунки НБУ.

- **Інфляційний тиск у країнах – ОТП України зменшується за рахунок енергетичної та продовольчої складових**
- **Зниження цін на сировинні товари, насамперед енергоносії, посилення фінансових умов, та відсутність перебоїв у роботі ланцюгів постачання тиснутимуть на сповільнення інфляції у країнах – ОТП України**
- **Натомість стійкий ринок праці залишатиметься суттєвим стримуючим фактором сповільнення інфляції. У результаті чого цільові показники в більшості країн – ОТП України будуть досягнуті не раніше 2024 року**

Ціни на світових товарних ринках знизяться через стрімкіше нарощування пропозиції порівняно зі зростанням попиту

Світові ціни зернові, дол./т



Світові ціни на сталь та залізну руду*, дол./т



* Steel Billet Exp FOB Ukraine та China import Iron Ore Fines 62% FE spot (CFR Tianjin port).

Джерело: Refinitiv, прогноз НБУ.

Джерело: Refinitiv, прогноз НБУ.

- **Світові ціни на пшеницю та кукурудзу коливатимуться у відносно вузькому діапазоні до кінця 2023 року.** Слабкий врожай 2022/2023 МР на тлі посушливої весни та відсутності роботи "зернового коридору" утримуватиме ціни близькими до поточних рівнів попри насичення ринку новим високим урожаєм
- **Світові ціни на сталь та руду у 2023 році переглянуто в бік зниження** передусім через невідповідність фактичної відбудови міст у Туреччині заявленим цілям уряду цієї країни
- **Світові ціни на енергоносії після короткострокової корекції вгору в опалювальний період матимуть тенденцію до зниження**

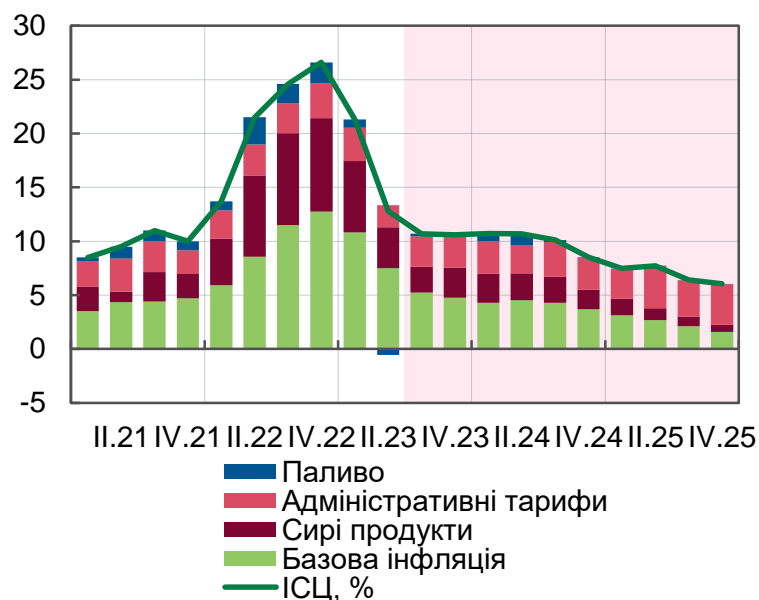
Інфляція в Україні знижуватиметься внаслідок жорсткої МП, зниження глобального цінового тиску та слабого попиту

Інфляція, р/р, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Внески в річну зміну ІСЦ, в.п



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **Інфляція знижувалася швидше, ніж прогнозувалося, через вплив чинників пропозиції** (передусім унаслідок достатньої пропозиції харчових продуктів та пального, стабільної ситуації в енергетиці). Інфляцію також стримували ефекти від зміцнення готівкового курсу гривні та мораторій на підвищення тарифів на окремі послуги ЖКГ
- **Ураховуючи сприятливу динаміку першого півріччя, НБУ суттєво поліпшив прогноз інфляції на цей рік – з 14,8% до 10,6%**. Зростання цін сповільнюватиметься за рахунок поступового зниження світової інфляції та все ще доволі жорстких монетарних умов в Україні. Водночас надалі інфляція знижуватиметься повільніше. Вона залишатиметься вище цілі через наслідки війни та потребу в підвищенні адміністративних цін і тарифів

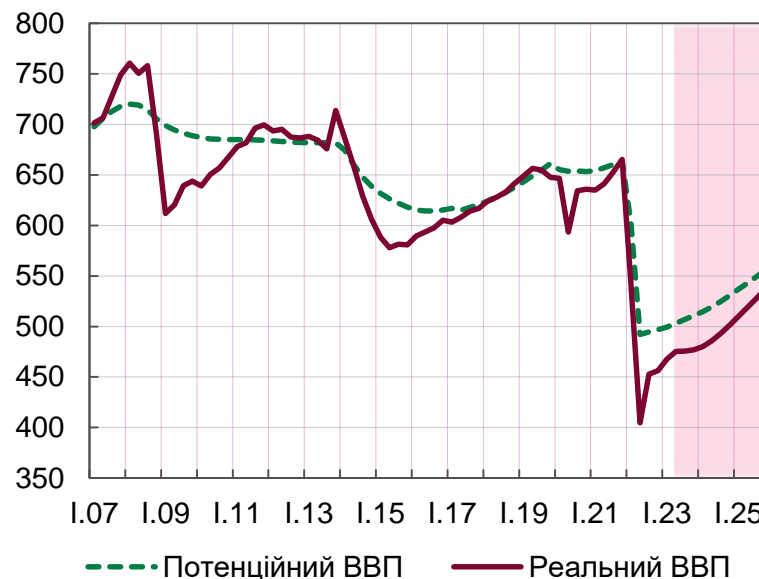
Зростання ВВП прискориться на тлі зниження безпекових ризиків, відкриття портів та м'якої фіскальної політики

Реальний ВВП, внески компонентів, в.п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Реальний та потенційний ВВП, с/с, у постійних цінах 2016 року

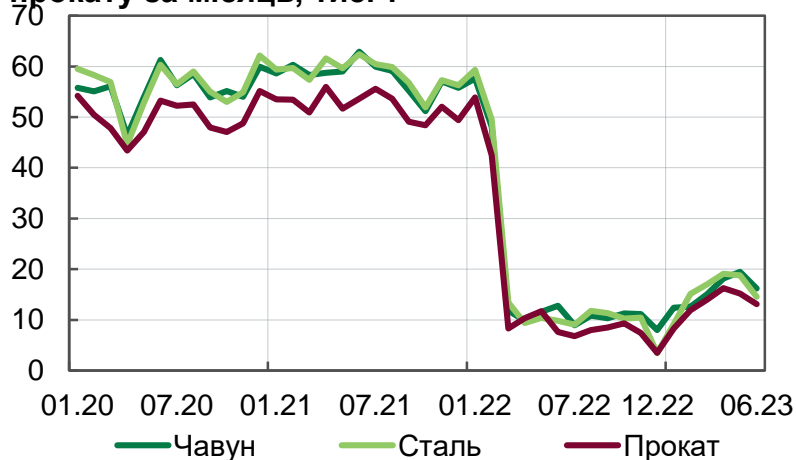


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

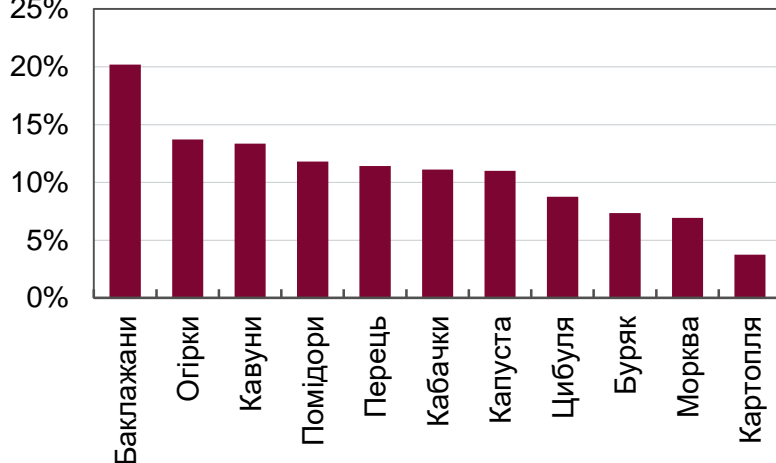
- **Економіка показує стійкість до нових викликів війни і цього року зросте на 2.9%. Пожвавлення внутрішнього попиту в умовах стабільного функціонування енергосистеми сприяло швидшому, ніж очікувалося, відновленню економіки**
- **Надалі економічне зростання пришвидшиться, ураховуючи припущення прогнозу НБУ про зниження безпекових ризиків у середині 2024 року. Експорт відновлюватиметься активніше після налагодження морської логістики та припинення обстрілів інфраструктури. Вагому роль у стимулюванні економіки і надалі відіграватиме м'яка фіскальна політика**
- **Однак економіка ще тривалий час перебуватиме нижче свого потенційного рівня**

Вставка. Наслідки руйнування Каховської ГЕС

Середньоденні обсяги виробництва сталі, чавуну, прокату за місяць, тис. т



Урожай овочів, що знаходяться під ризиком через осушення, % врожаю на контрольованій території



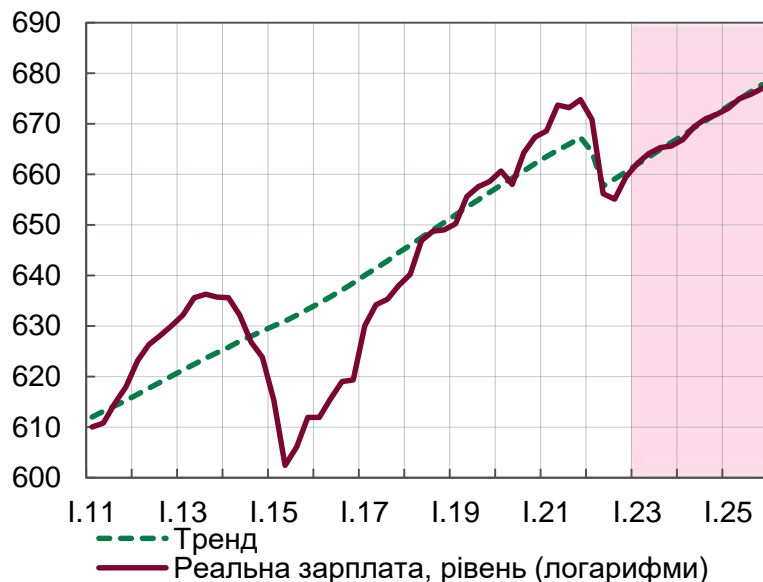
Джерело: розрахунки НБУ за даними Укрметалургпрому.

Джерело: ДССУ, оцінки НБУ.

- **Основні наслідки – гуманітарно-екологічні.** Затоплено території, втрачене майно, забруднені території, проблеми з водопостачанням
- Хоча Каховська ГЕС мала незначний внесок в енергосистему України (проектна потужність 335 МВт, до 3% загального обсягу виробництва е/е) та не працювала в ОЕС з жовтня 2022 року, вона була важливою для маневреності системи та ГЕС Дніпровського каскаду
- **Промисловість**, насамперед металургія та харчова, уже була змушена обмежити роботу
- Цьогорічні **втрати врожаю незначні**, переважно овочів, фруктів, кукурудзи та насіння олійних
- **У 2023 році** нестача води для промислових підприємств регіону, скорочення врожаю, ускладнення логістики зумовлять до 0.2 в.п. від'ємного внеску у зміну реального ВВП, 0.3 додатного внеску в інфляцію та збільшення дефіциту торгівлі товарами – до 0.4 млрд дол.
- **У середньостроковій перспективі** втрати будуть меншими, але матимуть сталий характер переважно через зниження врожайності с/г культур, позначатимуться на потенційному ВВП та стримуватимуть дезінфляцію
- **Доцільність відновлення** комплексу гідроспоруд має враховувати як думку екологів, так і окупність інвестицій

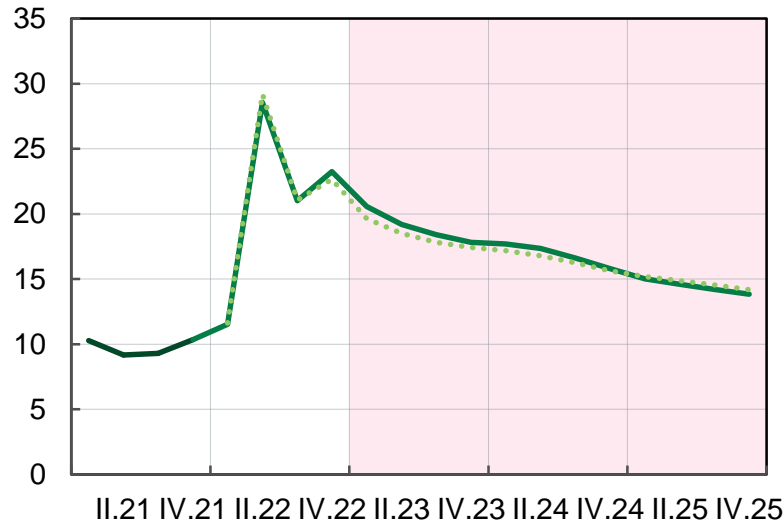
Пожвавлення економічної діяльності сприятиме зростанню зайнятості та трудових доходів у приватному секторі

Реальна зарплата/оплата праці*, рівень (логарифми)



* - До 2022 р. – середня заробітна плата штатних працівників, з 2023 р. - оплата праці в доходах населення відповідно до СНР
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Безробіття (МОП), %, с/с

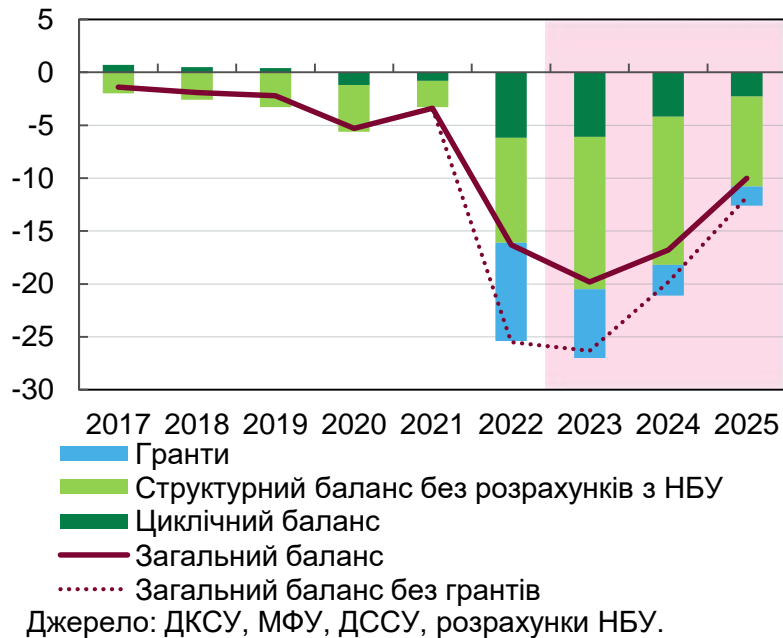


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

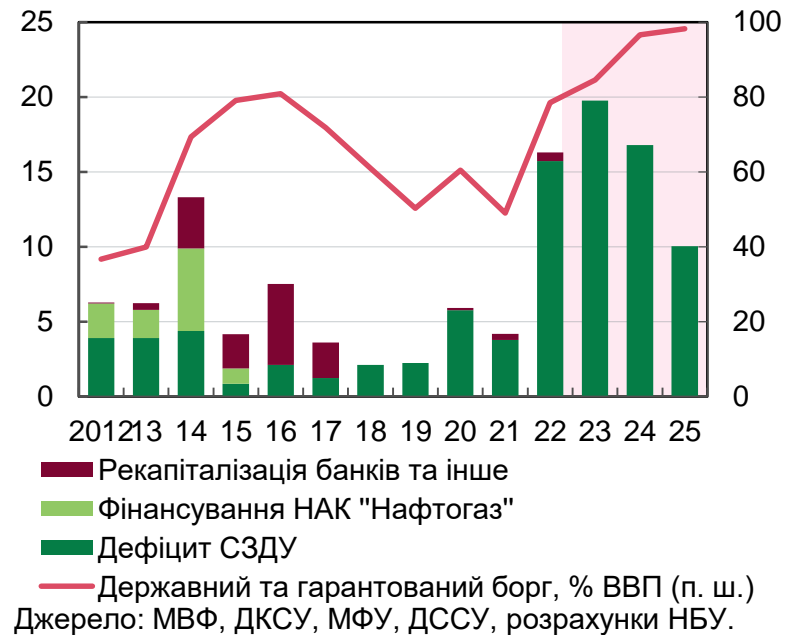
- **Відновлення економіки зумовить подальше пожвавлення попиту на робочу силу**, що на тлі все ще високої інфляції підтримає значні темпи росту номінальних трудових доходів, особливо в секторах, де виникатиме дефіцит кваліфікованої робочої сили. Підвищення доходів у реальному вимірі відновиться в поточному році, проте темпи залишатимуться доволі низькими через усе ще високу інфляцію та повільне зростання продуктивності
- **Попри відновлення попиту на робочу силу, ситуація на ринку праці залишається складною**: рівень безробіття, за оцінками НБУ, впродовж першого півріччя незначно знизився, але залишався високим. Повільним буде і його поліпшення на прогнозованому горизонті через значні диспропорції на ринку праці

Дефіцит бюджету залишиться суттєвим з огляду на потреби сектору безпеки, соціальної підтримки та відновлення

Сальдо зведеного бюджету, % ВВП



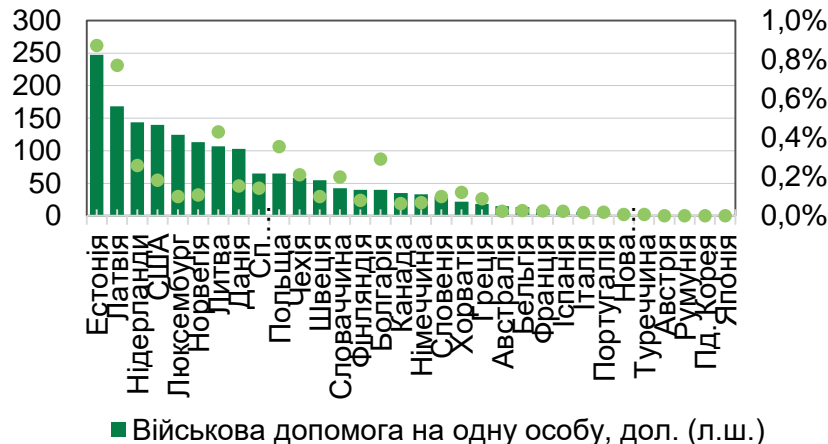
Широкий дефіцит СЗДУ і державний та гарантований державою борг, % ВВП



- **Бюджетний дефіцит залишається значним та фінансується насамперед за рахунок міжнародної допомоги**
- **Дефіцит зведеного бюджету поступово зростатиме в наступні роки, але буде значним через потреби в підтримці обороноздатності та економічного відновлення.** Міжнародна допомога залишатиметься вагомим джерелом покриття бюджетних потреб, але вага власних надходжень зростатиме
- **Істотні бюджетні дефіцити зумовляють високий рівень відношення боргу до ВВП на прогностичному горизонті, проте це не створюватиме значного тиску на державні фінанси в найближчі роки завдяки пільговим умовам залучення міжнародної підтримки**

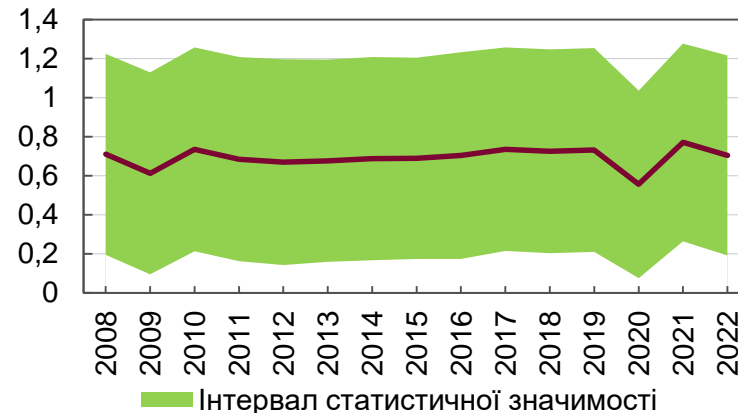
Вставка. Вплив військової допомоги Україні на економіки країн-партнерів

Військова підтримка України за окремими країнами, 2022 рік



Джерело: "Ukraine Support Tracker" Кільського інституту, Світовий Банк, розрахунки авторів.

Первинний ефект військових витратів на зростання ВВП за різні роки, дол. США



Джерело: оцінки НБУ.

- Після початку повномасштабного вторгнення 32 країни надали військову допомогу Україні загальною вартістю більше **66 млрд дол. лише за 2022 рік**
- **У межах інформаційної війни ворог поширює нарратив, що партнери витрачають забагато коштів на військову підтримку України, тоді як їхні економіки страждають від пришвидшення інфляції та сповільнення економічного зростання**
- Результати дослідження за участі експертів НБУ вказують, що **1 долар, витрачений урядами партнерів на військові потреби, генерує протягом одного-двох років 0.79–0.87 доларів додаткового ВВП** в цих країнах
 - Додатний ефект спостерігається вже з того ж року, в якому здійснені військові витатки
 - Ефект продовжується навіть через п'ять років і залишається статистично значимим
 - Вказані оцінки є консервативними: вплив військових витратів на економіку є потужнішим, якщо ці витатки йдуть на інвестиції, а поповнення арсеналу зброї партнерами здебільшого являє собою саме інвестиції

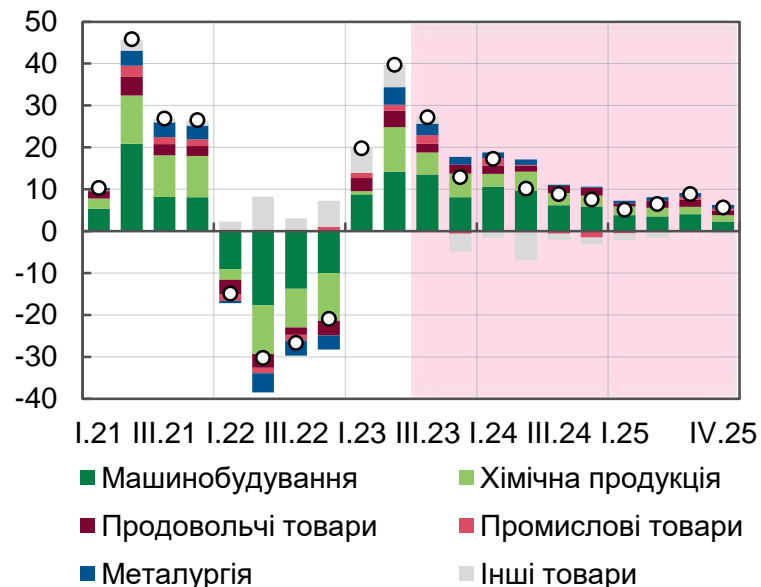
Дефіцит валюти приватного сектору зберігатиметься значним насамперед через обмежений потенціал відновлення експорту

Абсолютна річна зміна експорту товарів за рахунок цін та обсягів, млрд дол.



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Внески в річну зміну неенергетичного імпорту, в.п.

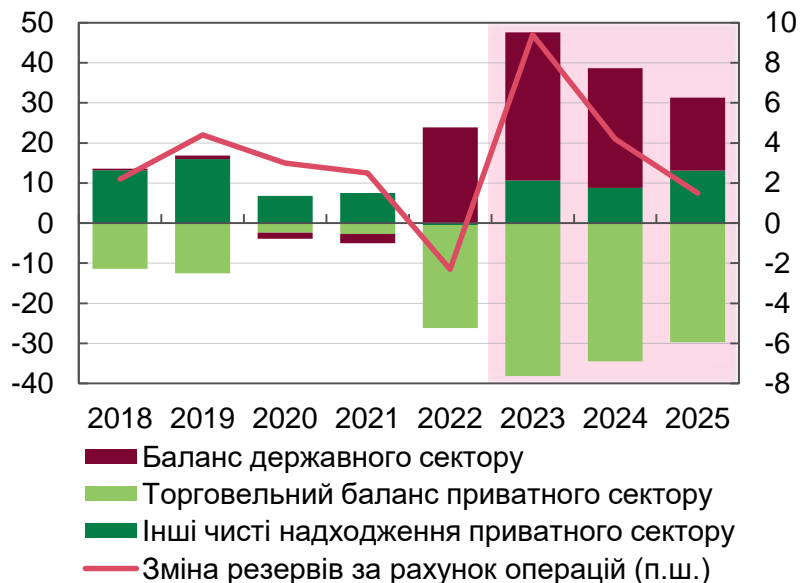


Джерело: розрахунки НБУ.

- **У II кварталі дефіцит валюти на ринку суттєво скоротився** через нижчий імпорт енергоносіїв та менші обсяги зняття готівки за кордоном. Ці чинники компенсували скорочення експорту, зумовлене гальмуванням роботи "зернового коридору" росією та торговельними обмеженнями з боку окремих країн ЄС
- **Надалі дефіцит валюти зберігатиметься значним.** Потенціал відновлення експорту у 2023–2025 роках залишатиметься обмеженим через складнощі з поставками продтоварів, руйнування інфраструктури та порівняно низькі врожаї. Водночас поживлення споживчого та інвестиційного попиту визначатиме високий рівень імпорту товарів та відповідно впливу валюти

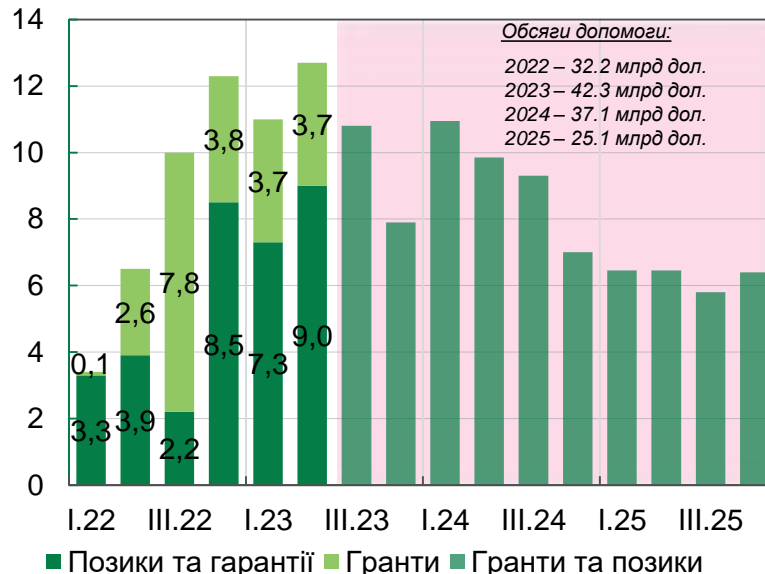
Міжнародна фінансова допомога залишатиметься основним джерелом сталого зростання резервів на прогностичному горизонті

Зміна резервів за рахунок операцій, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

Міжнародна фінансова допомога, млрд дол.

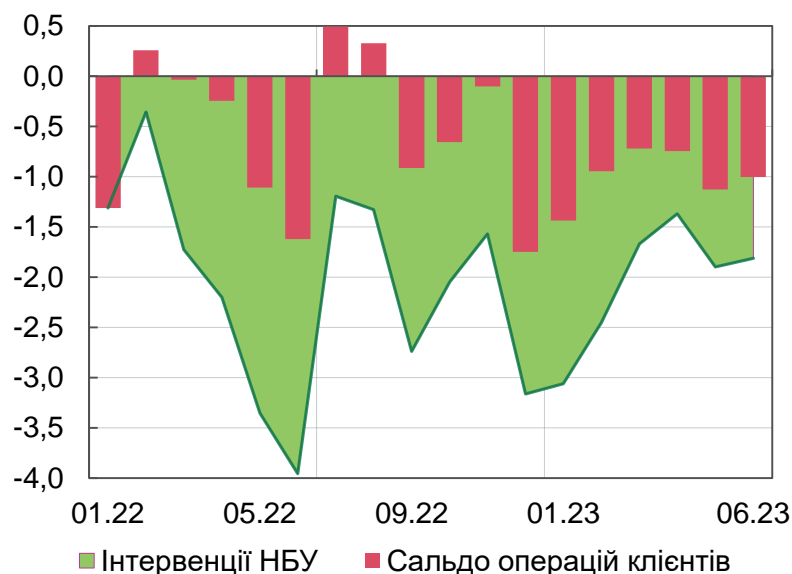


Джерело: НБУ, МФУ, дані з відкритих джерел, припущення НБУ.

- У першому півріччі 2023 року Україна отримала 23.6 млрд дол. від міжнародних партнерів, а загалом із початку повномасштабного вторгнення – 55.9 млрд дол. У результаті валові міжнародні резерви станом на кінець червня сягнули історично рекордного значення – 39 млрд дол. Такий обсяг забезпечував майже 100% від мінімально необхідного рівня резервів за композитним критерієм МВФ
- Кошти від міжнародних партнерів залишаться основним джерелом валютних надходжень на прогностичному горизонті. Це компенсуватиме суттєвий чистий відплив валюти за приватним сектором та дасть змогу наростити валютні резерви до 44.1 млрд дол. на кінець 2025 року

Заходи НБУ на тлі сталої міжнародної підтримки сприяли посиленню стійкості валютного ринку

Сальдо операцій із іноземною валютою клієнтів банків* та інтервенції НБУ, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Курси гривні до долара

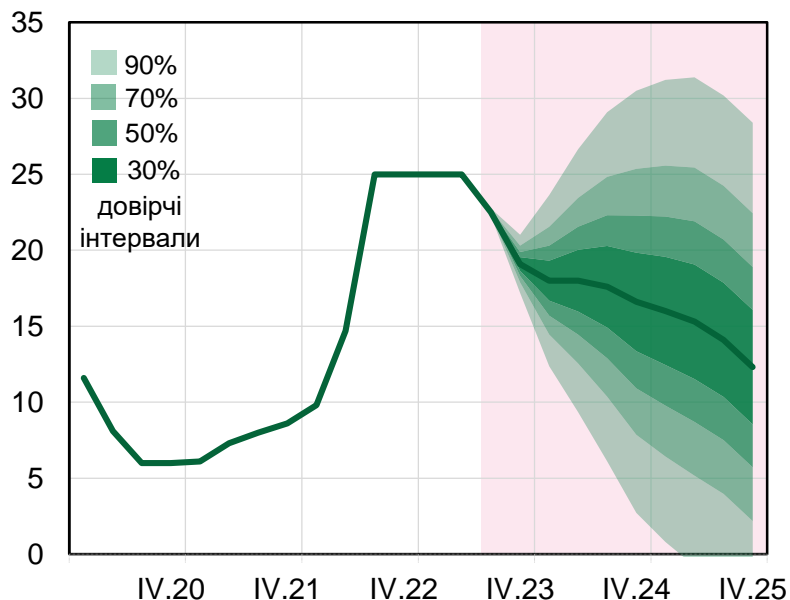


Джерело: НБУ, відкриті джерела.

- **Послідовна політика НБУ зі збільшення привабливості гривневих активів сприяла посиленню стійкості валютного ринку протягом II кварталу.** Попит на валюту знижувався, зміцнився готівковий курс гривні, суттєво скоротилися інтервенції НБУ (до 5.1 млрд дол. порівняно з 7.2 млрд дол. у I кварталі). Також помітно поліпшилися курсові очікування. Цьому, зокрема, сприяло подальше зростання міжнародних резервів завдяки регулярній міжнародній допомозі
- **Спред між готівковим та офіційним курсом низився до 2% на кінець червня, тоді як ще в середині минулого року перевищував 25%**

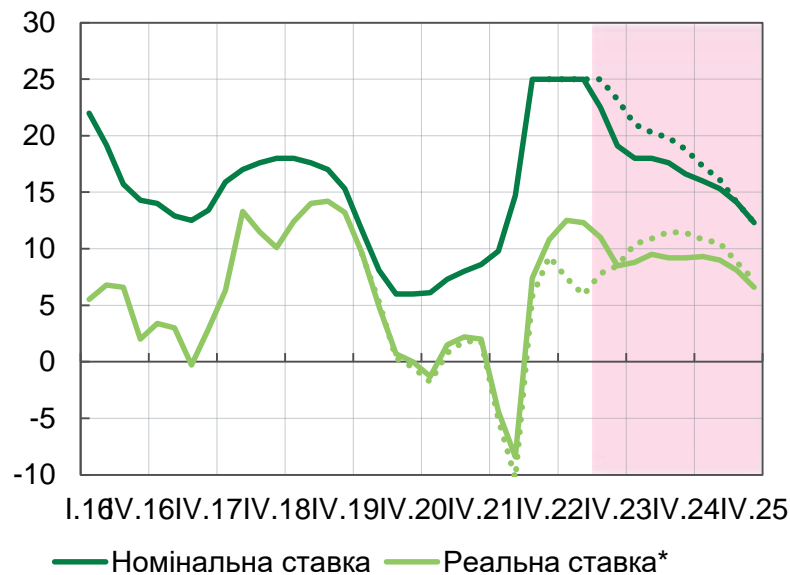
Сприятливі тенденції сформували передумови для швидшого початку циклу зниження облікової ставки

Прогноз облікової ставки, %*



* в середньому за квартал.

Облікова ставка, в середньому за період, %

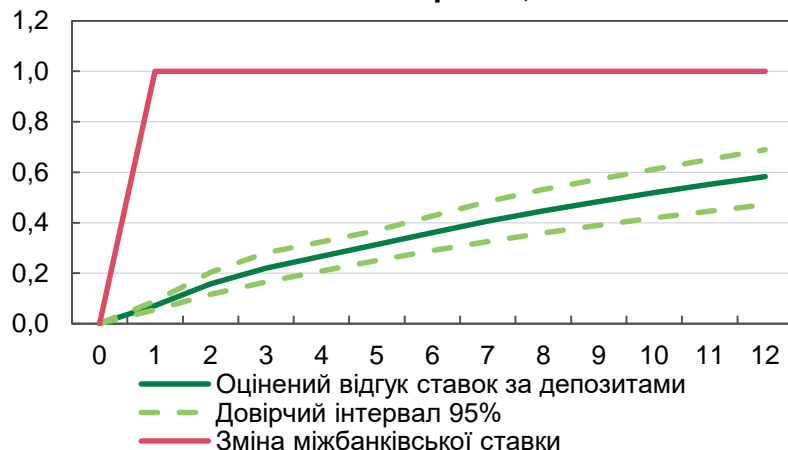


* Дефльована на модельні очікування (КПМ).

- Ураховуючи поліпшення інфляційних очікувань та очікуване подальше сповільнення інфляції, **привабливість гривневих заощаджень зберігатиметься навіть в умовах зниження ставок**. Це є запорукою забезпечення курсової стійкості на тлі пом'якшення валютних обмежень і переходу до більшої гнучкості обмінного курсу
- **Облікова ставка знижуватиметься і надалі** за умови збереження стійкості валютного ринку та сповільнення інфляції
- **НБУ враховуватиме необхідність підтримання високої привабливості гривневих активів** на етапі пом'якшення валютних обмежень і переходу до гнучкішого курсоутворення

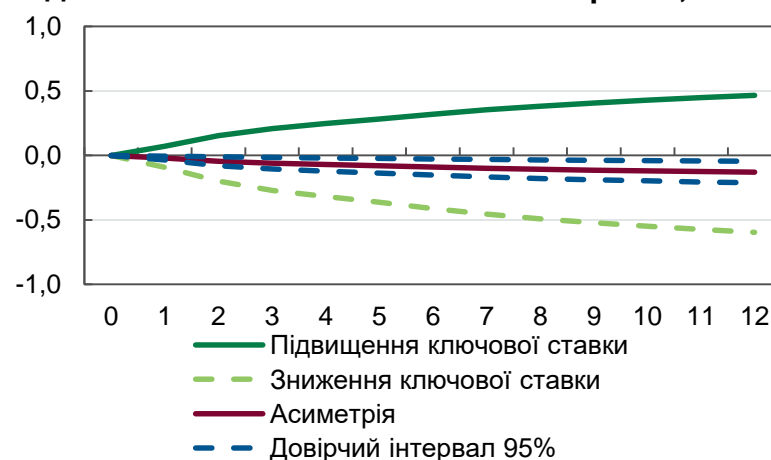
Вставка. Трансмісія облікової ставки НБУ в ставки за строковими гривневими депозитами домогосподарств

Відгук ставки за депозитами на зміну міжбанківської ставки овернайт, %



Джерело: розрахунки НБУ.

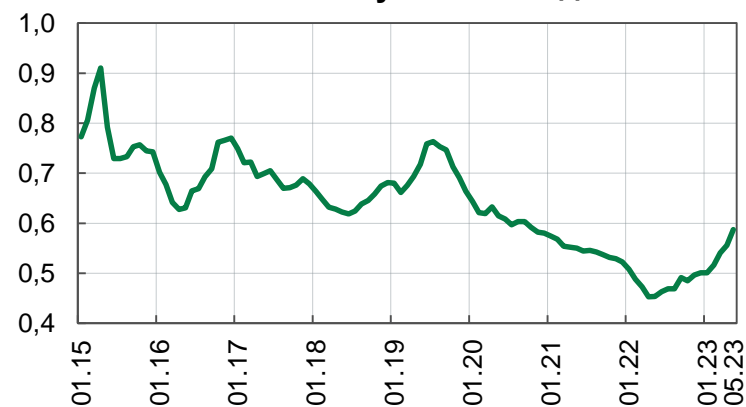
Трансмісія відсоткової ставки за депозитами від зміни міжбанківської ставки овернайт, %



Джерело: розрахунки НБУ.

- **За оцінками НБУ сила довгострокової трансмісії в Україні становить близько 0.6.** В разі зміни міжбанківської ставки на 10 в.п. на горизонті 12 місяців очікується зміна депозитних ставок на 6 в.п.
- **Реакція депозитних ставок на зміни міжбанківської ставки є асиметричною.** За підвищення міжбанківської ставки на 10 в.п. депозитні ставки в Україні в середньому зростають на 4.7 в.п., за скорочення на 10 в.п. — знижуються на 6.3 в.п.
- **З початку року завдяки додатковим заходам НБУ вдалося забезпечити зростання сили трансмісії, яка наразі є близькою до очікуваного значення**

Оцінка параметру довгострокової трансмісії міжбанківської ставки у ставки за депозитами



Джерело: розрахунки НБУ₁₈

Безпекова ситуація – основний ризик прогнозу

		Ймовірність настання ризику		
		Низька <15%	Середня 15%–25%	Висока 25%–50%
Ступінь впливу на базовий сценарій	Слабкий		Подовження заборони імпорту продовольства окремими європейськими країнами Відновлення функціонування "зернового коридору"	
	Помірний	Пошкодження енергетичної та портової інфраструктури	Посилена еміграція	
	Сильний		Зниження обсягів чи втрата ритмічності надходження міжнародної допомоги Виникнення додаткових бюджетних потреб і значних квазіфіскальних дефіцитів, зокрема в енергетичній сфері Швидка реалізація масштабного плану відбудови України "план Маршалла"	Триваліший термін війни, ескалація, еко-тероризм окупантів