



Національний
банк України

Інфляційний звіт (жовтень 2023)

Київ

7 листопада 2023 року



Головне: монетарні рішення

- **Правління НБУ з 27 жовтня 2023 року встановило облікову ставку на рівні 16%, зрівнявши її зі ставкою за депозитними сертифікатами (ДС) овернайт.** У такий спосіб НБУ модернізує свій операційний дизайн монетарної політики за системою "нижньої межі"
- **Ставки за іншими операціями НБУ з банками встановлені таким чином:** ставка за тримісячними ДС дорівнюватиме "обліковій ставці + 4 в. п." (20%), а за кредитами рефінансування – "обліковій ставці + 6 в. п." (22%). Отже, фактично рівні ставок за операціями НБУ з банками залишаться незмінними
- **Модернізація операційного дизайну монетарної політики посилить сигнальну роль облікової ставки в умовах структурного профіциту ліквідності.** Такі зміни, зокрема, дадуть змогу НБУ утримувати короткострокові гривневі міжбанківські ставки близькими до облікової ставки. У результаті зросте спроможність НБУ впливати на очікування економічних агентів та мотиви їхньої економічної поведінки
- **Утримання незмінними процентних ставок за операціями НБУ з банками наразі узгоджується з необхідністю збереження привабливості гривневих інструментів,** що важливо для забезпечення помірної інфляції та курсової стійкості на прогнозному горизонті
- **За умови відсутності ознак погіршення балансу ризиків, а також успішної адаптації учасників ринку до нового валютного режиму НБУ бачить можливість додаткового зниження облікової ставки на найближчому засіданні.** Водночас очікувана траєкторія інфляції та плани щодо подальших кроків з валютної лібералізації обмежують простір для пом'якшення процентної політики у наступному році. Повернення до циклу зниження облікової ставки в 2024 році стане можливим лише в разі суттєвого зниження ризиків для курсової стійкості та інфляційної динаміки

Головне: прогноз

- **Припускається відчутне зниження безпекових ризиків із 2025 року**, що сприятиме повноцінному розблокуванню морських портів, розширенню можливостей для інвестиційної та господарської діяльності, активнішому поверненню в Україну вимушених мігрантів
- **Інфляція залишатиметься помірною, хоч і тимчасово прискориться наступного року.** НБУ поліпшив прогноз інфляції на 2023 рік з 10.6% до 5.8% в основному через вплив високих врожаїв на динаміку продовольчих цін. Водночас НБУ підвищив прогноз інфляції на 2024 рік – з 8.5% до 9.8%. Пришвидшення зростання цін зумовлюватиметься низькою цьогорічною базою порівняння для вартості продовольчих товарів, збереженням тиску на витрати бізнесу через перегляд припущення щодо безпекових ризиків, збільшенням зарплат та прискоренням зростання адміністративно-регульованих цін
- **Економічне зростання відновиться в 2023 році і триватиме надалі.** Поліпшено прогноз реального ВВП із 2.9% до 4.9% у 2023 році через вищу адаптивність бізнесу та населення до воєнних умов, ліпші, ніж припускалося, врожаї, розширення альтернативних шляхів експортних поставок та суттєвіші обсяги бюджетних видатків. У 2024 році економіка зросте на 3.6%, а у 2025 зростання пришвидшиться до 6% насамперед через очікуване зниження безпекових ризиків
- **Завдяки офіційному фінансуванню НБУ зможе підтримувати достатній рівень міжнародних резервів та, відповідно, стійкість валютного ринку.** Ці надходження залишаються основним джерелом покриття високого дефіциту державного бюджету. Завдяки міжнародній допомозі Україна також має змогу фінансувати значний дефіцит поточного рахунку, а НБУ – підтримувати високий рівень міжнародних резервів та балансувати валютний ринок

Макроекономічний прогноз та його припущення

Прогноз	2022*	2023	2024	2025
Реальний ВВП, зміна, %	-29.1	4.9 (2.9)	3.6 (3.5)	6.0 (6.8)
ІСЦ, зміна, % (на кінець року)	26.6	5.8 (10.6)	9.8 (8.5)	6.0 (6.0)
Базовий ІСЦ, зміна, % (на кінець року)	22.6	5.7 (8.7)	8.6 (7.0)	3.0 (3.1)
Сальдо поточного рахунку, млрд. \$	8.0	-7.3 (-11.0)	-11.0 (-17.2)	-17.6 (-16.1)
Міжнародні резерви, млрд. \$	28.5	41.8 (38.3)	44.7 (42.6)	45.0 (44.1)
Дефіцит бюджету, % ВВП (без грантів)	25.5	28.7 (26.2)	20.3 (19.8)	13.3 (11.8)

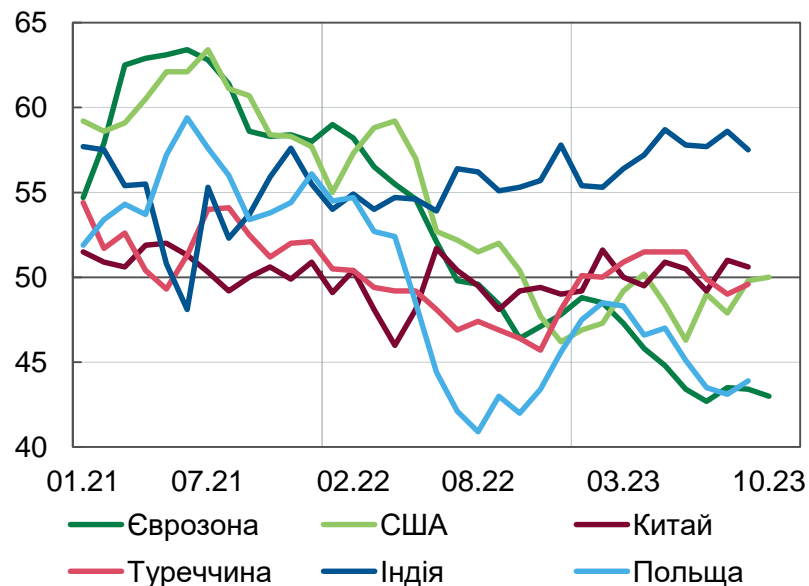
У дужках - попередній прогноз (липень 2023)

Припущення прогнозу		2022*	2023	2024	2025
Повна доступність портів Чорного моря		-	-	-	+
Офіційне фінансування	млрд дол.	32.2	45.4	38.6	25.1
Міграція (сальдо, "+" - чисте повернення)	млн осіб		-0.2	0.1	0.7
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	7.6	4.9	3.5
Світові ціни:**					
Сталь, Steel Billet Exp FOB Ukraine	дол./т	618	555	549	497
Залізна руда, China import Iron Ore Fines 62% FE	дол./т	121	117	88.3	74.7
Пшениця, No.1 Hard Red Winter, ordinary protein, Kansas City	дол./т	360	291	272	252
Кукурудза, Yellow #2 Delivery USA Gulf	дол./т	318	258	229	216
Нафта, Brent	дол./бар.	99.8	84.4	86.1	74.7
Газ, Netherlands TTF	дол./тис. м ³	1356	517	532	432
Обсяги транзиту газу	млрд м ³	20.6	15.0	15.0	0
Урожай зернових та зернобобових	млн т	53.9	56.9	55.3	58.0
Мінімальна зарплата**	грн	6550	6700	7775	8300



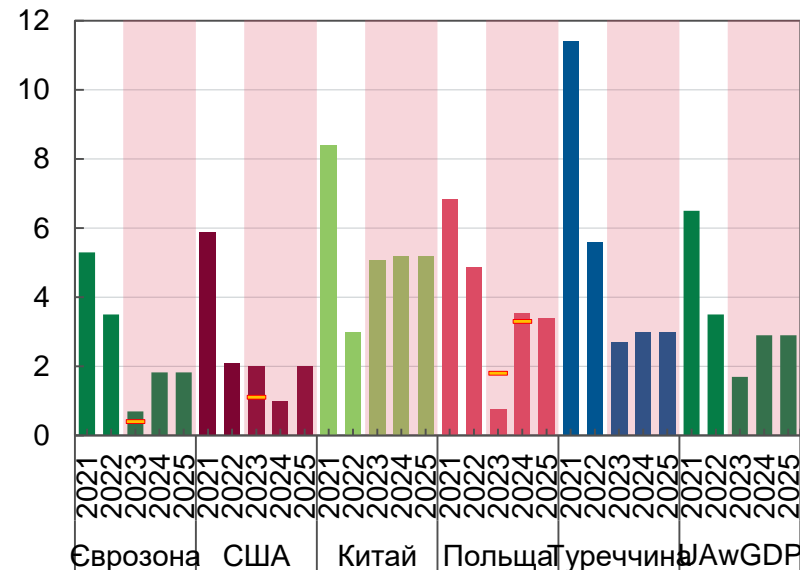
Після слабкого зростання у 2023 році економіки країн – ОТП поживляться попри високі процентні ставки провідних ЦБ

PMI обробної промисловості окремих країн



Джерело: S&P Global.

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

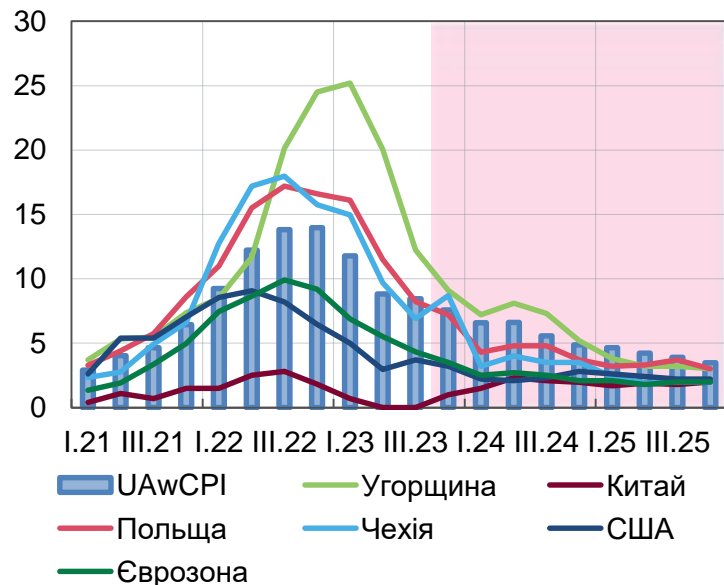


Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

- **Ефекти від високої інфляції, посилення фінансових умов та геополітичної напруженості стримуватимуть зростання зовнішнього попиту щонайменше до середини 2024 року**
- **У наступні роки зростання країн – ОТП України поживатиметься.** Це зумовлюватиметься, передусім, зростанням споживчого попиту з огляду на стійкі ринки праці та послабленням інфляційного тиску. Додатковими чинниками виступатимуть активізація світової торгівлі в умовах підвищення ділової впевненості та поступове пристосування до роботи в середовищі високих процентних ставок

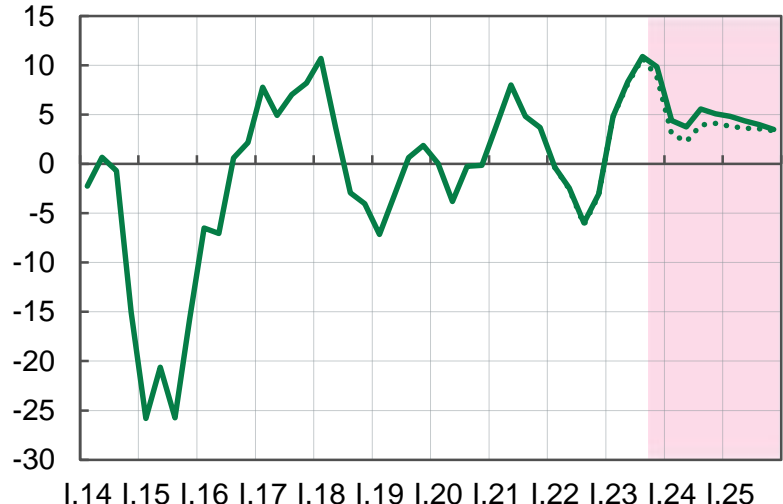
Жорстка монетарна політика сприятиме послабленню зовнішньої інфляції на тлі здешевлення енергоносіїв та продовольства

Споживча інфляція в окремих країнах – ОТП України на кінець періоду, % р/р



Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Зовнішній інфляційний тиск (середньозважений ІСЦ у країнах-ОТП України в дол. виражені), % р/р

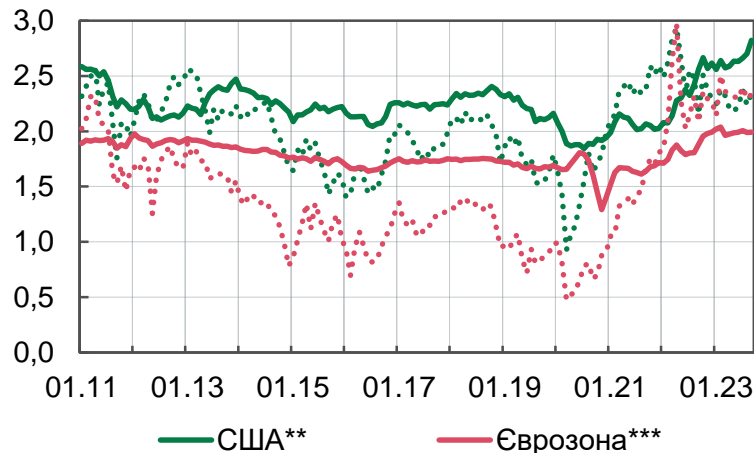


Джерело: розрахунки НБУ.

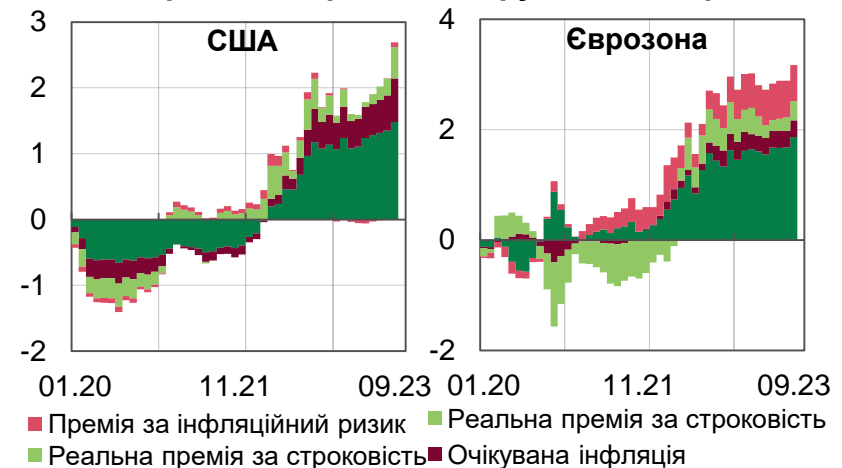
- **Інфляційний тиск знижуватиметься завдяки загасанню наслідків минулих шоків цін на енергоносії та зниженню цін на продовольство**
- **Утримання ставок провідними ЦБ довгий проміжок часу на високому рівні попри певне зниження їх окремими країнами ЄМ дедалі послаблюватиме базову інфляцію**
- **Завдяки світовій ціновій кон'юктурі та жорсткій монетарній політиці очікується наближення інфляції в більшості країнах – ОТП України до цільових показників у 2025 році**

Вставка. Низькі довгострокові дохідності: sic transit gloria mundi

10-річні інфляційні очікування ринку*, %



Внески компонентів у зміну 10-річних дохідностей США і Євросони порівняно з груднем 2019 р., в.п.

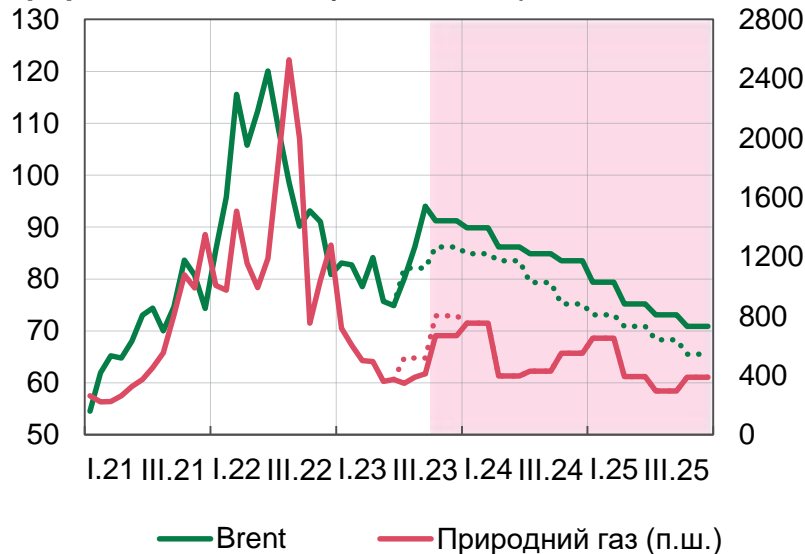


* Пунктиром позначено різницю дохідностей базових та індексованих на інфляцію облігацій (breakeven inflation), що включає премію за інфляційний ризик та меншу ліквідність. ** Ціль ФРС – PCE (ціни на особисті споживчі витрати), а облігації індексовані на ІСЦ, що [перевищує PCE](#) на 0.5 в.п. *** Пунктир позначає різницю між облігаціями Німеччини. Джерело: Bloomberg, [Kim et al. \(2019\)](#), [EUTERPE](#), розрахунки НБУ.

- Рекордна інфляція 2022 року та згортання провідними ЦБ масштабних і тривалих стимулів на тлі геоекономічних змін зміщують точку тяжіння довгострокових дохідностей угору через:
 - **Вищу очікувану інфляцію** – поточний сплеск швидко нівелював попередній тренд на зниження очікуваної ринком інфляції, що сформувався після світової фінансової кризи
 - **Вірогідно вищу реальну ставку** – необхідна для приведення до цілі потенційно вищої і більш волатильної інфляції на тлі фрагментації, кліматичних змін і фіскальних імпульсів
 - **Вищу премію за строковість** – зумовлена збільшенням волатильності інфляції і ставок та скороченням обсягів облігацій у власності ЦБ (ефект, зворотний кількісному пом'якшенню)
- **Фінансові умови для країн ЕМ у наступні роки будуть жорсткими**, що посилить ризики макрофінансової стабільності, передусім для країн зі значним борговим навантаженням

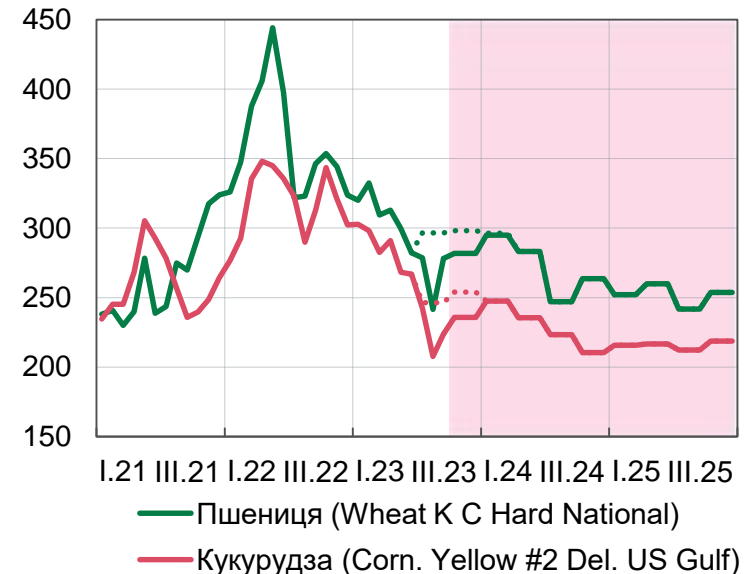
Світові ціни на енергоносії та зернові знижуватимуться через випереджаюче нарощування пропозиції порівняно з попитом

Світові ціни на нафту Brent (дол./бар.) та на природний газ, TTF (дол./тис. м³)



Джерело: Refinitiv, Світовий банк, прогноз НБУ.

Світові ціни на зернові, дол./т

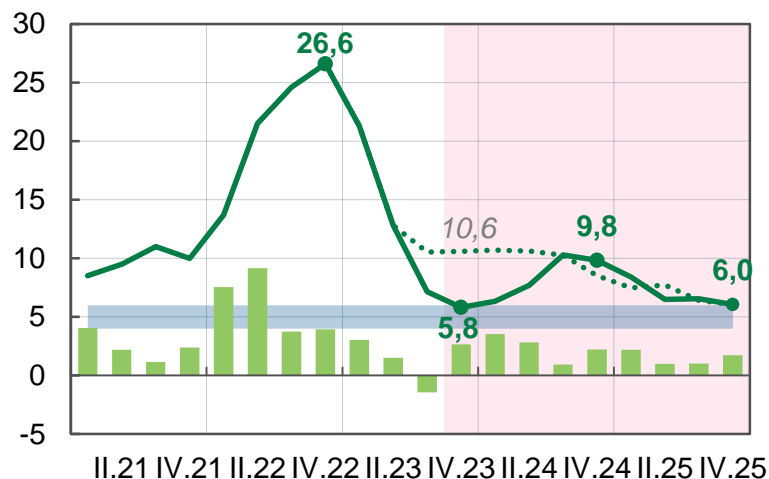


Джерело: Refinitiv, Світовий банк, прогноз НБУ.

- **Нафта:** ціни переглянуті у бік підвищення через обмеження ОПЕК+, що діятиме до кінця 2024 року, понаднормове скорочення Саудівською Аравією, обмеження експорту росією, стійкіший попит США. Однак нарощування виробництва США, окремими країнами Латинської Америки та Африки сформує знижувальний тиск на ціни
- **Природний газ:** після сезонного зростання дешевшатиме завдяки: збільшенню виробництва СПГ у США та країнах Африки, подальшу орієнтацію постачань дешевшого російського газу до Китаю та Індії, збалансованому накопиченню запасів у зв'язку з поставками СПГ
- **Зернові:** після падіння дорожчатиме до кінця 2023 року. Пшениця – зменшення світового виробництва (нижчі врожаї в Австралії та Канаді); кукурудза – очікуване зниження врожаю в Бразилії у 2023/24 МР. У наступні роки ціни на зернові знижуватимуться через стійке нарощування пропозиції та повільніше зростання попиту в умовах значних накопичених запасів

Інфляція сповільниться у 2023 році, але помірно зросте у 2024 через низьку базу порівняння та подальший тиск з боку витрат

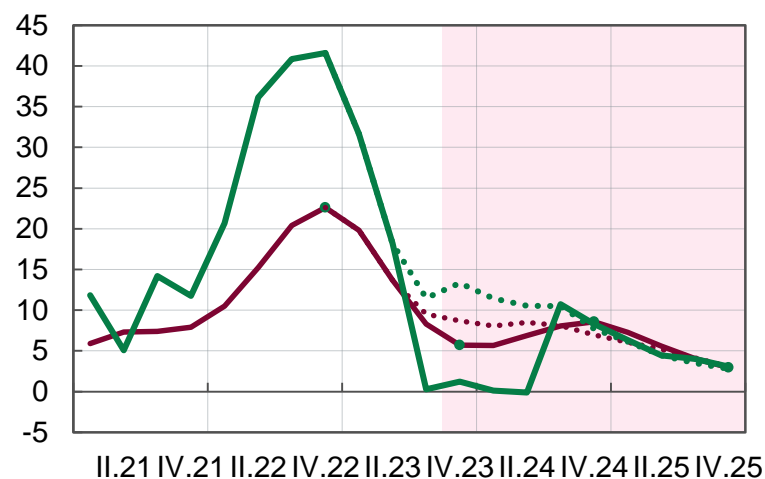
Інфляція, р/р, %



Цільовий діапазон
Зміна за квартал
Річна зміна

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Компоненти ІСЦ, р/р, %



Базова інфляція Сирі продукти

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **Інфляція стрімко знижувалася** (швидше, ніж прогнозувалося в липні) **завдяки більшій пропозиції продуктів харчування внаслідок надсприятливих погодних умов.** Вплив більших врожаїв на ціни зберігатиметься в короткостроковому періоді
- **У поточному році інфляція знизиться до 5,8%** насамперед через ефекти вищих врожаїв. Після поступового вичерпання цих ефектів, а також посилення тиску з боку витрат бізнесу на трудові ресурси та енергоносії пришвидшить інфляцію до 9,8% у 2024 році
- **Інфляція повернеться на низхідну траєкторію у 2025 році.** Цьому сприятимуть зменшення безпекових ризиків, налагодження оптимальної логістики та виробництва, заходи монетарної політики НБУ, послаблення зовнішнього інфляційного тиску

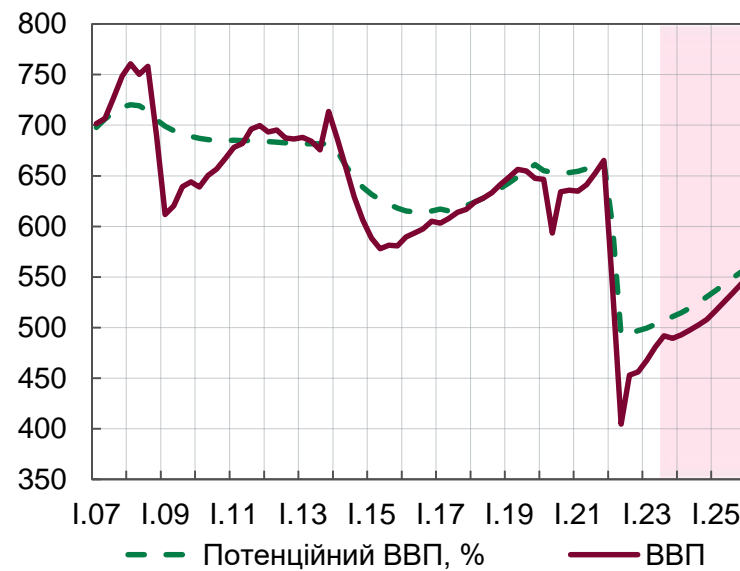
ВВП зростатиме завдяки стійкості економіки до воєнних умов та м'якій фіскальній політиці

Реальний ВВП, внески компонентів, в.п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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

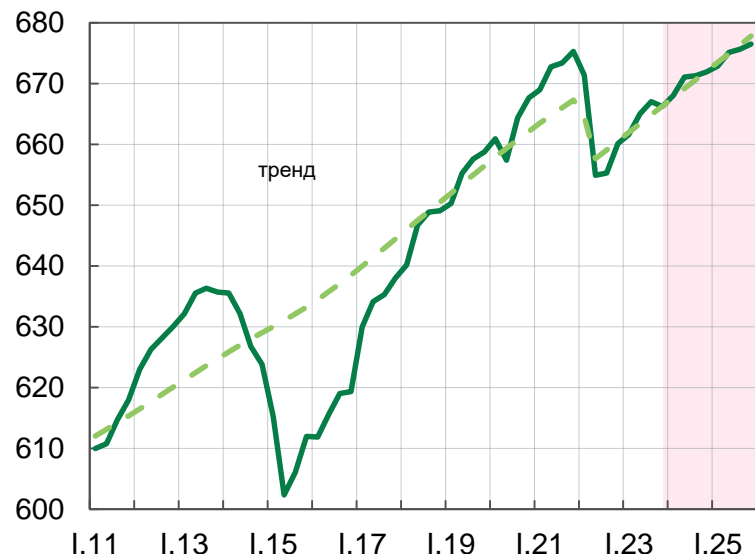


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

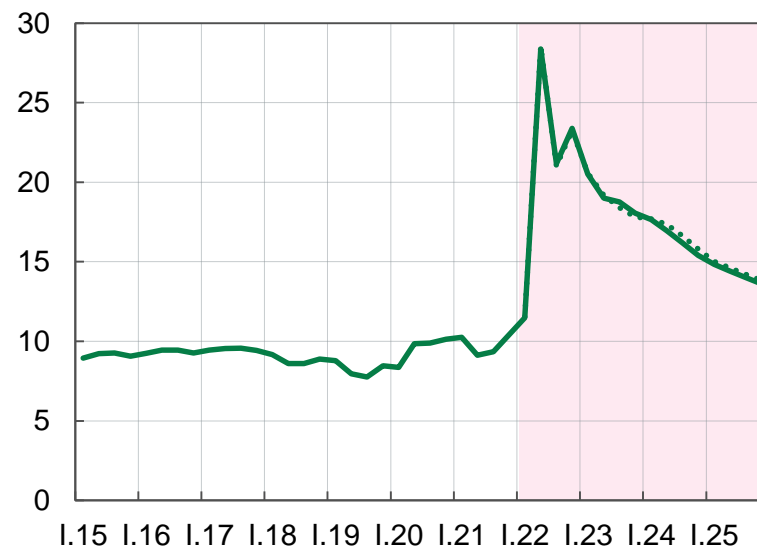
- **Прогноз зростання ВВП на 2023 рік поліпшено до 4.9%** через вищу адаптивність бізнесу та населення до воєнних умов, рекордну врожайність, швидше розширення альтернативних шляхів експортних поставок та суттєвіші обсяги бюджетної підтримки
- **Висока адаптивність до умов війни та збереження м'якої фіскальної політики підтримають економічне зростання наступного року.** Проте довша тривалість високих безпекових ризиків обмежуватиме відновлення економіки. У 2025 році зростання пришвидшиться завдяки зниженню безпекових ризиків, поліпшенню ділових та споживчих настроїв, упровадженню євроінтеграційних реформ. Однак від'ємний розрив ВВП зберігатиметься через послаблення конкурентоздатності та структурні зміни під час війни 10

Ринок праці поступово відновлюватиметься завдяки поживленню економічної діяльності

Реальна зарплата/оплата праці*, рівень (логарифми)



Рівень безробіття (МОП), %, с/с



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

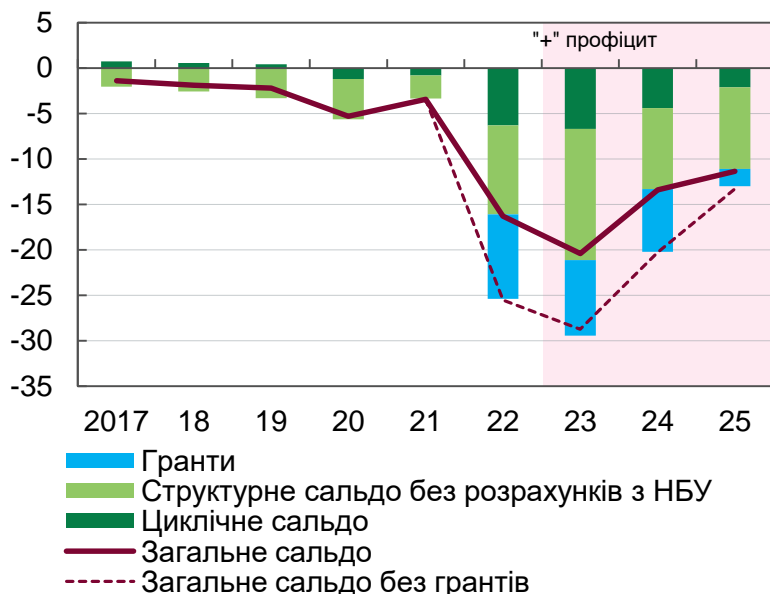
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **Завдяки збільшенню попиту на робочу силу зайнятість поступово зростає.** Проте ситуація на ринку праці лишається складною: безробіття знижується повільно, одночасно зберігаються складнощі з пошуком кваліфікованих працівників
- **Триваліше збереження високих безпекових ризиків стримуватиме повернення вимушених мігрантів, що обмежуватиме відновлення пропозиції на ринку праці.** Диспропорції, які були характерні для ринку праці раніше лише поглиблюватимуться через наслідки війни, що утримуватиме рівень безробіття на високому рівні
- **Реальні доходи населення надалі зростатимуть** завдяки поживленню економічної діяльності та збереженню м'якої фіскальної політики

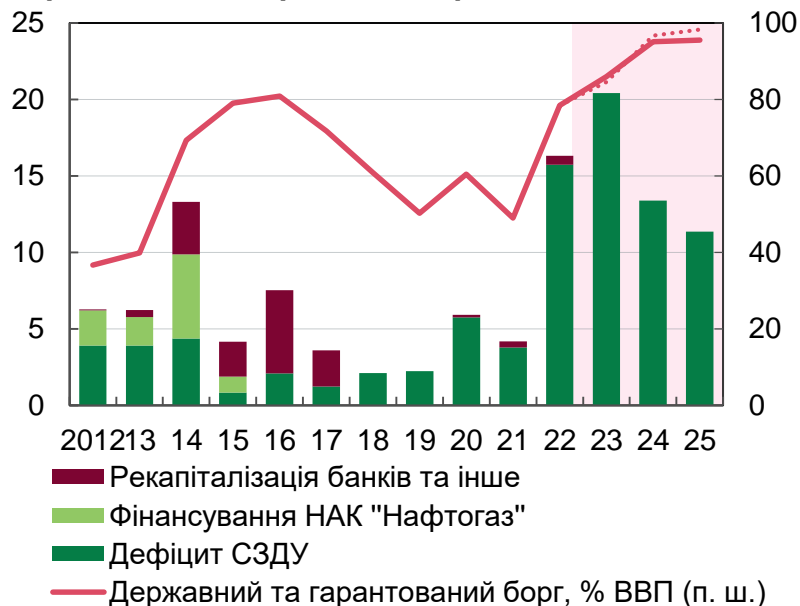
Дефіцит бюджету залишиться суттєвим з огляду на потреби сектору безпеки, соціальної підтримки та відновлення

Сальдо зведеного бюджету, % ВВП



Джерело: ДКСУ, МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

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

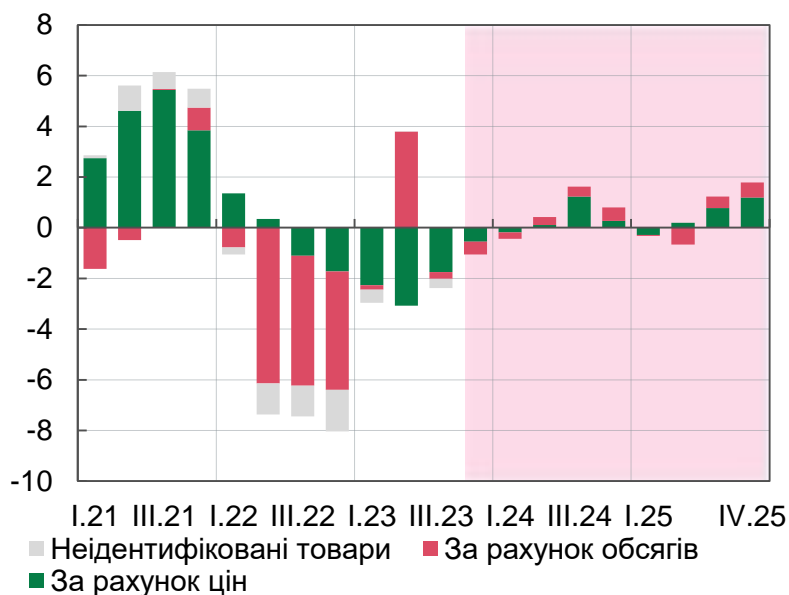


Джерело: МВФ, ДКСУ, МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

- **Фіскальний дефіцит далі розширюється попри поліпшення стану доходів.** Через більші витрати, зокрема на оборону та безпеку, дефіцит цього року сягне 29% ВВП. Він очікувано фінансуватиметься за рахунок міжнародної допомоги та внутрішніх залучень
- **Дефіцит зведеного бюджету надалі залишатиметься значним:** у 2024 році насамперед у зв'язку з високими витратами на безпеку та оборону, а у 2025 році – також через значні потреби на відбудову та відновлення. Це зумовлюватиме потребу в значній міжнародній допомозі та подальшій активізації внутрішніх залучень
- **Відношення боргу до ВВП зростає насамперед унаслідок значних бюджетних потреб**

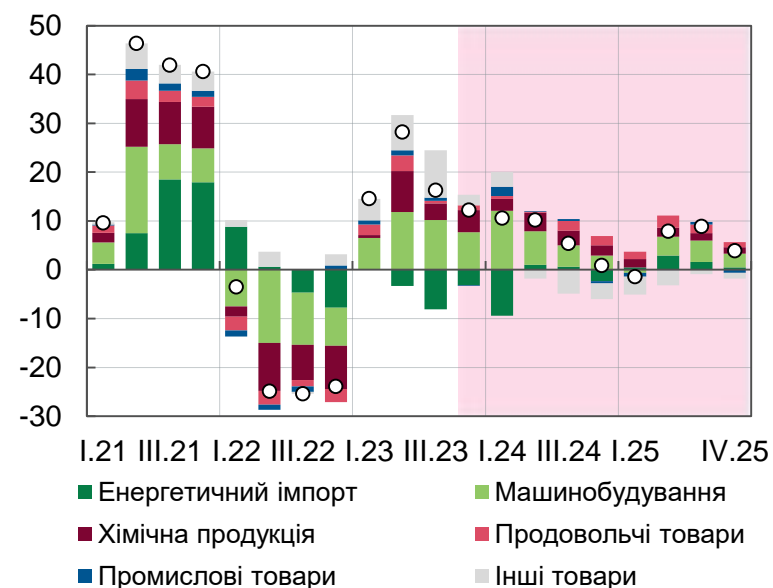
Дефіцит валюти приватного сектору зберігатиметься значним насамперед через обмежений потенціал відновлення експорту

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



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Внески в річну зміну імпорту товарів, в.п.

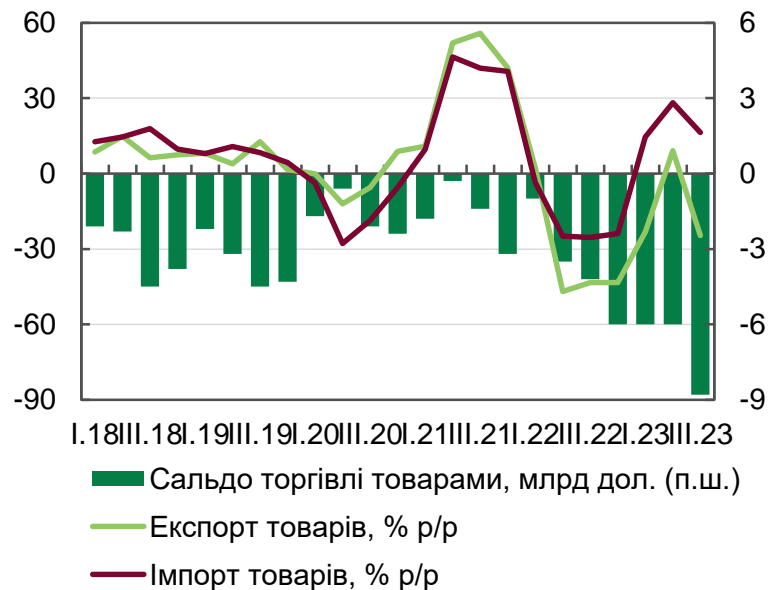


Джерело: розрахунки НБУ.

- **У III кварталі чистий вплив валюти з приватного сектору збільшився.** Експортні надходження скоротилися через припинення роботи "зернового коридору", тоді як обсяги імпорту залишалися значними через потреби внутрішнього ринку та витрати мігрантів
- **Розширення логістичних маршрутів підтримуватиме експорт** на прогностному горизонті попри припинення роботи "зернового коридору". Проте все ще обмежені транспортні шляхи та виробничий потенціал стримуватимуть відновлення експорту
- **Вплив валюти залишатиметься суттєвим через значні потреби в імпорті** для забезпечення обороноздатності та відбудови країни. Також у прогнозі врахований вплив капіталу через пом'якшення валютних обмежень

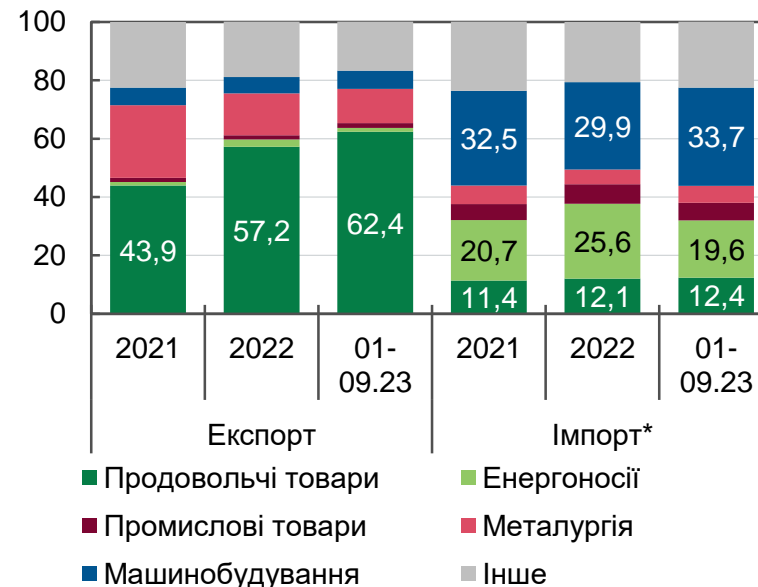
Вставка. Розширення товарного дефіциту унаслідок шоків війни: чи є простір для простих рішень?

Торгівля товарами



Джерело: НБУ.

Товарна структура зовнішньої торгівлі, %

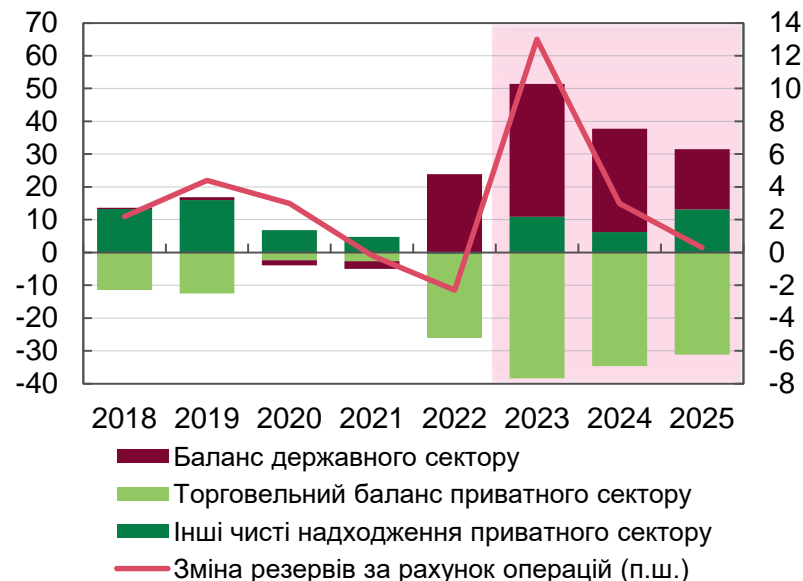


Джерело: НБУ.

- **Повномасштабна війна призвела до значного розширення дефіциту торгівлі товарами**, а зміни в структурі торгівлі набули фундаментального характеру. Ураховуючи досвід інших країн, очікувану тривалість безпекових ризиків та звуження виробничого потенціалу, структурні зміни в зовнішній торгівлі України матимуть довготривалий характер
- **Гнучке курсоутворення матиме обмежений потенціал до поліпшення стану зовнішньої торгівлі.** У результаті НБУ і надалі компенсуватиме структурний дефіцит валюти інтервенціями. Проте перехід до режиму курсової гнучкості зменшить ймовірність накопичення валютних ризиків та економічних дисбалансів. Тож, адаптивність і відповідно стійкість економіки та валютного ринку до внутрішніх і зовнішніх шоків посиляться

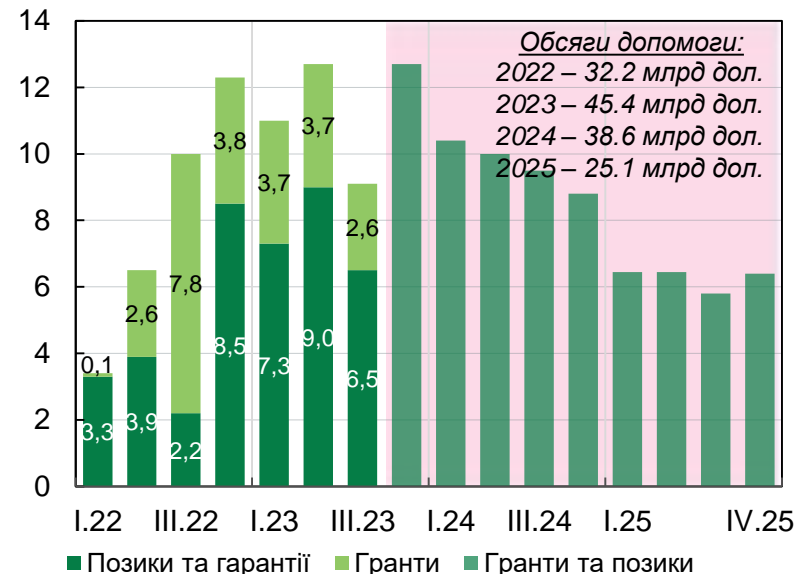
Завдяки міжнародній допомозі та активізації у 2025 році приватних залучень міжнародні резерви зростатимуть

Валові міжнародні резерви, зміна за рахунок операцій, млрд дол



Джерело: розрахунки НБУ.

Міжнародна фінансова допомога, млрд дол.

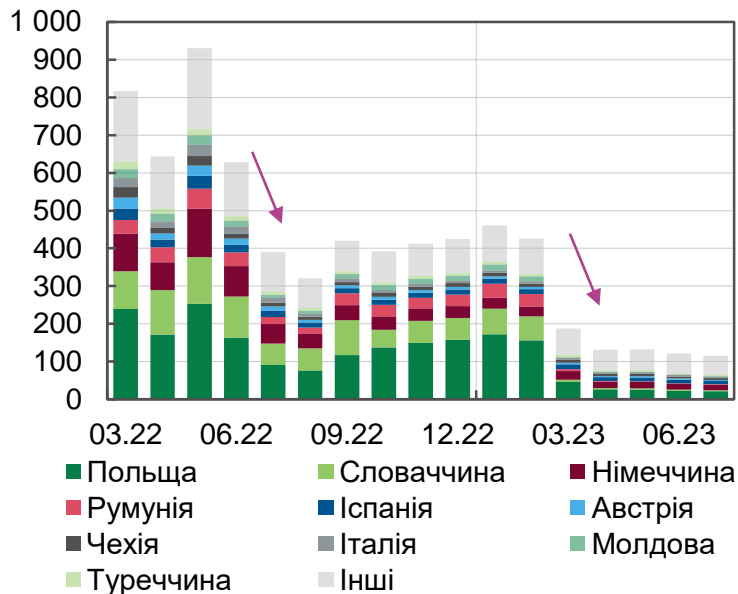


Джерело: НБУ, МФУ, дані з відкритих джерел, припущення НБУ

- У III кв обсяги міжнародної фінансової допомоги дещо знизилися з огляду на зміщення надходжень окремих кредитів та грантів на наступний квартал. Проте обсяги офіційного фінансування залишалися значними (перевищили 9 млрд дол.) Тож, резерви на 30 вересня становили 39.7 млрд дол.
- Суттєві обсяги зовнішнього офіційного фінансування забезпечуватимуть чистий приплив валюти на прогностичному горизонті. Зі зниженням безпекових ризиків зросте роль залучень боргового та інвестиційного капіталу приватним сектором. Це сприятиме подальшому нарощуванню міжнародних резервів до 45.0 млрд дол. на кінець 2025 року

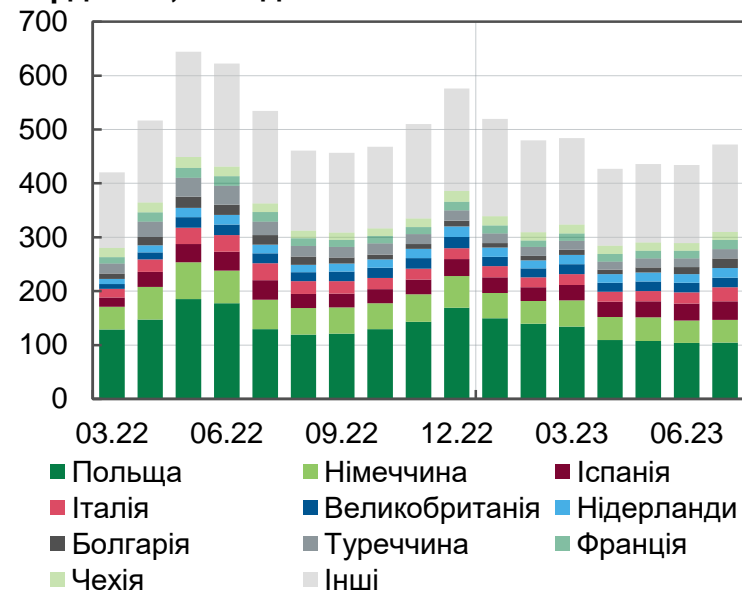
Вставка. Операції з українських карток за кордоном

Обсяги зняття готівки з українських карток за кордоном, млн дол.



Джерело: НБУ.

Обсяги операцій у торговельній мережі за кордоном, млн дол.

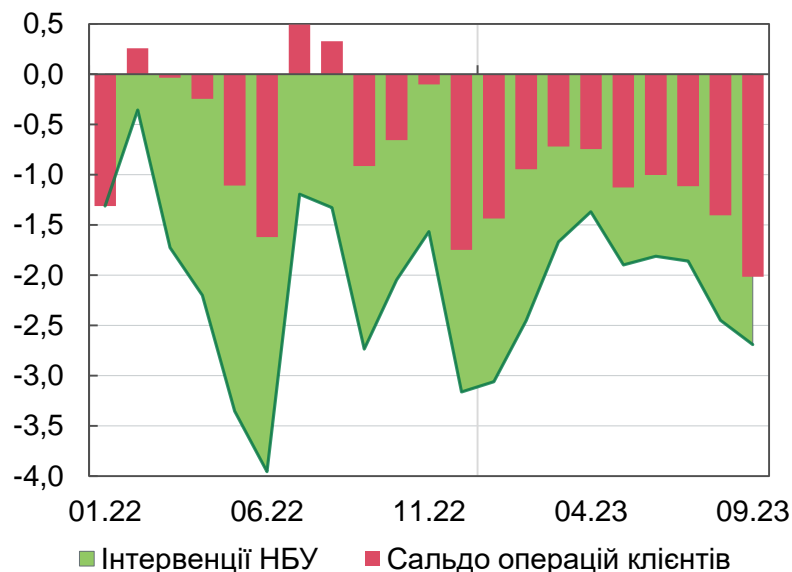


Джерело: НБУ.

- **Результати другої хвилі опитування засвідчили стабільно високі витрати мігрантів та стрімке зниження обсягів зняття готівки за кордоном з березня 2023 року.** Останнє стало наслідком заходів НБУ, спрямованих на підвищення привабливості гривневих активів, калібрування валютних обмежень, поліпшення перетоків валюти між міжбанківським та готівковим ринками в Україні та посилення ефективності заходів фінансового моніторингу та валютного нагляду з березня 2023 року
- **Натомість, загальні суми операцій в торговельних мережах залишалися високими, а їх географічна структура стійкою:** найбільші обсяги витрат традиційно спостерігалися в Польщі та Німеччині

Ситуація на валютному ринку залишалась контрольованою. НБУ і надалі буде компенсувати структурний дефіцит валюти

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



Джерело: НБУ.

- **НБУ перейшов до режиму керованої гнучкості обмінного курсу.** Цьому передувало створення необхідних передумов: стійкий прогрес у зниженні інфляції, накопичення значного рівня міжнародних резервів та збільшення привабливості гривневих активів
- **Приваблива дохідність гривневих інструментів і достатні обсяги інтервенцій НБУ сприяли збереженню курсової керованості та стійкості валютного ринку.** Позитивний вплив мали й подальші заходи з лібералізації валютного ринку, які забезпечили ефективне перетікання валюти між безготівковим та готівковим ринками
- **Зусилля НБУ й надалі спрямовуватимуться на збереження стійкості валютного ринку, а коливання курсу суттєво обмежуватимуться інтервенціями**

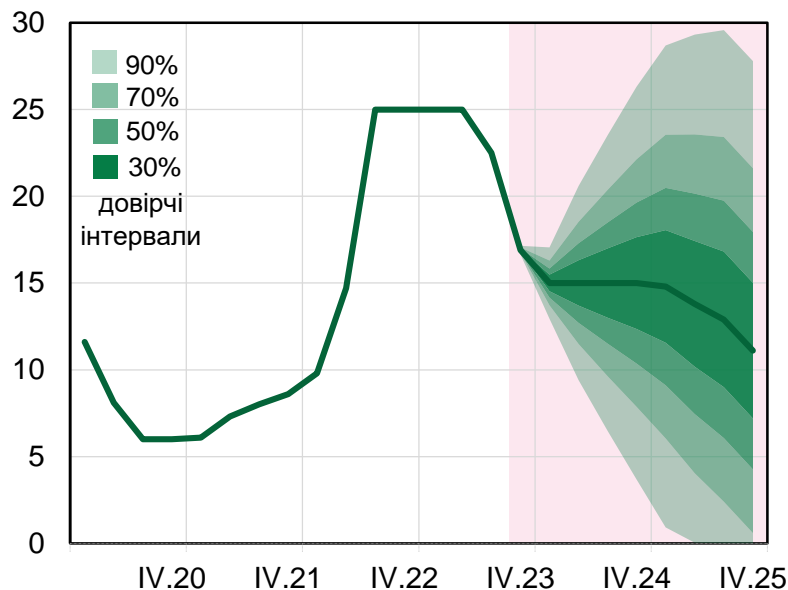
Курси гривні до долара



Джерело: НБУ, відкриті джерела.

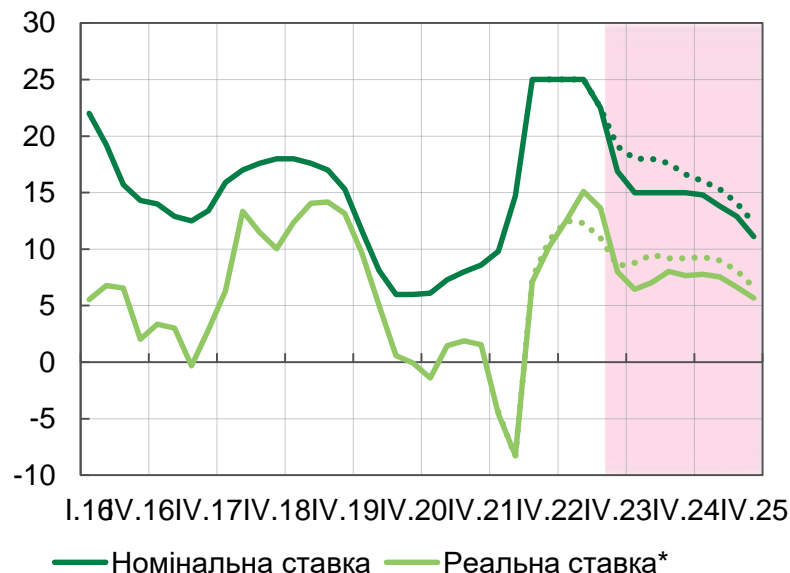
У жовтні НБУ встановив облікову ставку на рівні 16%, зрівнявши її зі ставкою за депозитними сертифікатами (ДС) овернайт

Прогноз облікової ставки, %*



* в середньому за квартал.
Джерело: НБУ.

Облікова ставка, в середньому за період, %



— Номінальна ставка — Реальна ставка*
* Дефльована на модельні очікування (КПМ).
Джерело: НБУ.

- У такий спосіб НБУ модернізував операційний дизайн монетарної політики за системою "нижньої межі". Водночас ставки за іншими операціями НБУ з банками залишилися незмінними. Ухвалені рішення посилять сигнальну роль облікової ставки в умовах структурного профіциту ліквідності. Новий дизайн монетарної політики дає змогу зберегти стимули для підтримання високої привабливості гривневих активів
- За відсутності ознак погіршення балансу ризиків, а також успішної адаптації учасників ринку до нового валютного режиму НБУ зможе знизити облікову ставку в грудні. Водночас очікувана траєкторія інфляції та плани щодо подальших кроків з валютної лібералізації обмежуватимуть простір для подальшого пом'якшення процентної політики

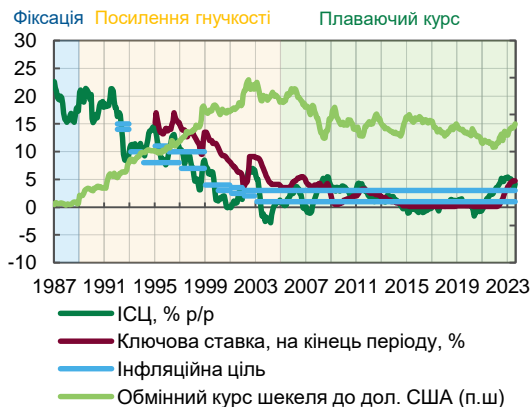
Вставка. На шляху до плавання: світовий досвід застосування різних режимів обмінного курсу під час війни та після

Кожна країна має свій унікальний досвід проведення курсової політики під час війни, однак певні закономірності можна прослідкувати, зокрема:

- 1 Поширеним та дієвим заходом зі стабілізації макрофінансової ситуації та стримування інфляції є **тимчасова фіксація чи жорстка прив'язка обмінного курсу** (Ізраїль, Хорватія, Грузія)
АЛЕ! ЦБ країн, досвід яких досліджувався, розглядали режими фіксації обмінного курсу здебільшого як тимчасовий стабілізаційний захід. Повернення до плавання відбувалося шляхом поступового посилення гнучкості

ІСЦ, офіційний обмінний курс національної валюти та ключова процентна ставка ЦБ

Ізраїлю



Джерело: IFS, Kamit Flug, Bank of Israel.

Хорватії



Джерело: HNB.

Грузії



Джерело: NBG.

- 2 Валютні інтервенції починають відігравати роль **основного монетарного інструменту**. Різноманітні варіації режиму таргетування (стабілізації) обмінного курсу потребують активних дій з боку ЦБ для врівноваження кон'юнктури валютного ринку
- 3 Ключова процентна ставка – **допоміжний інструмент для зниження тиску на міжнародні резерви й підтримки стійкості валютного ринку**

Безпекова ситуація та зниження обсягів чи втрата ритмічності надходження міжнародної допомоги – основні ризики прогнозу

		Ймовірність настання ризику		
		Низька <15%	Середня 15%–25%	Висока 25%–50%
Ступінь впливу на базовий сценарій	Слабкий			
	Помірний		Посилена еміграція Нарощування потужності морських шляхів експорту	Пошкодження енергетичної та портової інфраструктури
	Сильний		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 Зниження обсягів чи втрата ритмічності надходження міжнародної допомоги