



Національний
банк України

Інфляційний звіт (січень 2023)

Київ

7 лютого 2023 року



Рішення Правління НБУ, ухвалені 26 січня 2023 року, та їх мотивація

Зберегти облікову ставку на рівні **25% річних**

З метою повернення інфляції на траєкторію стійкого зниження, а також підтримання курсової та макрофінансової стабільності в умовах високого рівня невизначеності, враховуючи, що:

- інфляція стабілізувалася, утім залишається на високому рівні через наслідки війни;
- інфляційні очікування, попри стабілізацію, все ще підвищені;
- значні залишки коштів на поточних рахунках населення та бізнесу посилюють чутливість валютного ринку до ситуативних чинників → необхідне подальше зростання привабливості строкових гривневих активів;
- зберігається простір для подальшої реалізації ефектів від червневого підвищення ставки до 25%

З 11 лютого підвищити на 5 в. п. нормативи формування банками обов'язкових резервів за:

- коштами на вимогу та на поточних рахунках юридичних і фізичних осіб
- коштами вкладів і коштами на поточних рахунках інших банків-нерезидентів й кредитами, отриманими від міжнародних (крім фінансових) та інших організацій

(як в національній, так і в іноземній валюті)

Є можливість покривати до 50% резервів за рахунок бенчмарк-ОВДП



З 11 березня підвищити на 10 в. п. нормативи формування обов'язкових резервів за коштами на вимогу та коштами на поточних рахунках фізичних осіб
(як в національній, так і в іноземній валюті)
Не поширюватиметься механізм покриття за рахунок бенчмарк-ОВДП

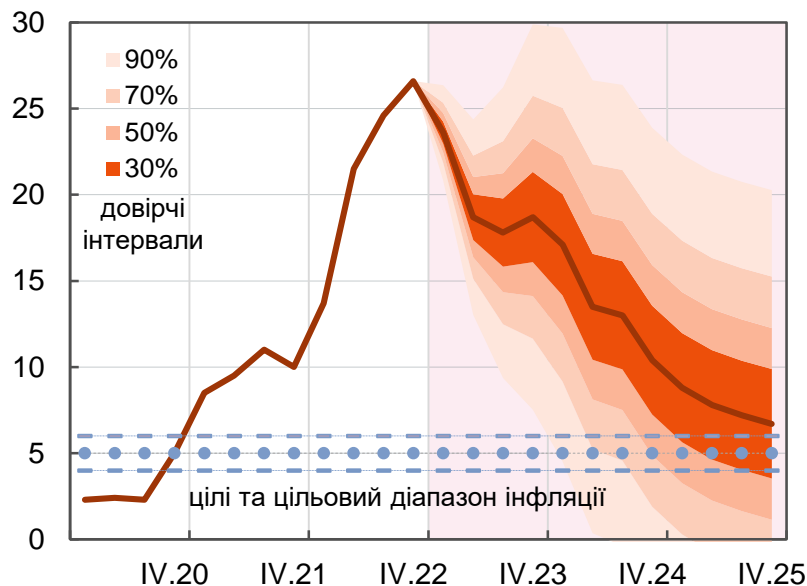
Сприятиме зниженню профіциту ліквідності в банківській системі → спонукатиме банки до активнішої конкуренції за строкові кошти вкладників → сприятиме підвищенню ставок за гривневими активами та зростанню частки строкових депозитів → **посилиться стійкість валютного ринку до ситуативних чинників** → **НБУ зможе в перспективі перейти до пом'якшення адміністративних обмежень для бізнесу та населення**

ВАЖЛИВО:

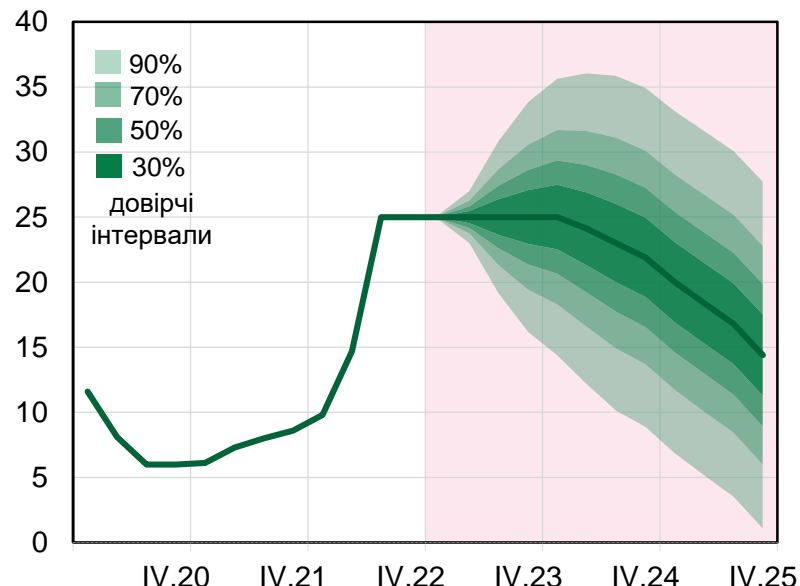
Оновлений прогноз передбачає **збереження облікової ставки на рівні 25% щонайменше до кінця першого кварталу 2024 року**. НБУ готовий за потреби застосовувати подальші заходи для уникнення емісійного фінансування дефіциту бюджету, підвищення привабливості гривневих активів, посилення стійкості валютного ринку та формування належних передумов для пом'якшення адміністративних обмежень

Тривалий період цінового тиску та переважання інфляційних ризиків зумовлюють необхідність жорстких монетарних умов

ІСЦ, %



Прогноз облікової ставки, %*



* в середньому за квартал.

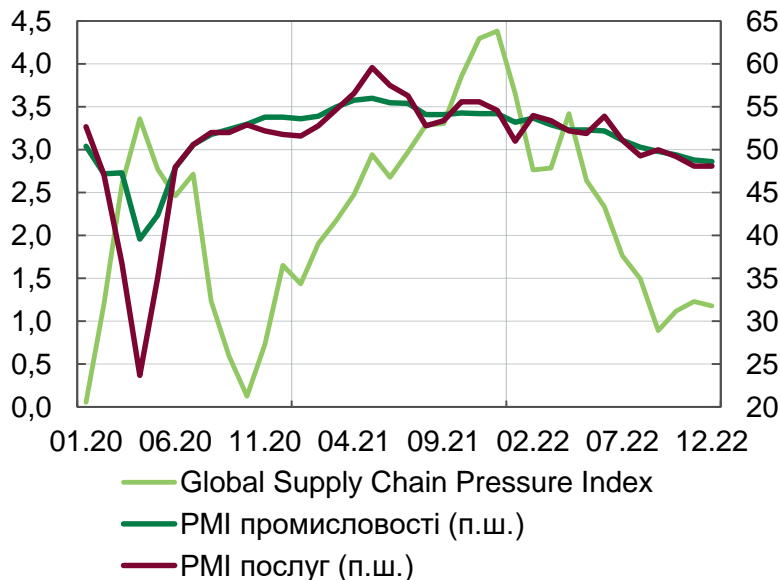
Показники	2022	2023	2024	2025
Реальний ВВП, зміна у %	-30.3 (-31.5)	0.3 (4.0)	4.1 (5.2)	6.4
ІСЦ, зміна у %	26.6 (30.0)	18.7 (20.8)	10.4 (9.4)	6.7
Базовий ІСЦ, зміна у %	22.6 (24.5)	15.8 (13.3)	8.7 (3.0)	3.0
Сальдо поточного рахунку, млрд. \$	8.6 (6.8)	-20.4 (-8.0)	-8.4 (-5.1)	-5.5
Міжнародні резерви, млрд. \$	28.5 (26.0)	27.0 (21.7)	31.0 (27.4)	34.6

Головне

- **Прогноз базується на припущеннях** започаткування нової програми з МВФ, проведення злагодженої монетарної та фіскальної політики, поступового нівелювання квазіфіскальних дисбалансів. Припускається відчутне зменшення безпекових ризиків з початку 2024 року, повноцінне розблокування морських портів, зниження премії за суверенний ризик та повернення в Україну вимушених мігрантів
- **Інфляція впродовж останніх місяців стабілізувалася, хоча й залишається на високому рівні (26.6% в 2022 році). Вона знизиться до 18.7% у 2023 році** чому сприятимуть збереження жорстких монетарних умов, зниження світової інфляції та слабший споживчий попит в умовах дефіциту електроенергії. У наступні роки інфляція сповільнюватиметься швидше завдяки зниженню безпекових ризиків, повноцінному відновленню логістики та збільшенню врожаїв
- **Відновлення економіки перервалося внаслідок російських терактів проти енергетичної інфраструктури**, тож ВВП в 2023 р. зросте лише на 0.3%. У міру зниження безпекових ризиків Україна повернеться до стійкого економічного зростання (з 2024 року)
- **Обмежені можливості експорту, значна кількість вимушених мігрантів за кордоном та значні потреби економіки в імпорті для відбудови визначатимуть високий рівень дефіциту поточного рахунку в наступні роки**
- **Надходження міжнародної підтримки та співпраця з МВФ дадуть змогу профінансувати значний дефіцит бюджету**, а також підтримати міжнародні резерви на достатньому рівні
- **З метою повернення інфляції на траєкторію стійкого зниження, а також підтримання курсової та макрофінансової стабільності в умовах високого рівня невизначеності НБУ утримує облікову ставку на рівні 25%** і вживає додаткові заходи для посилення привабливості гривні в якості засобу заощаджень

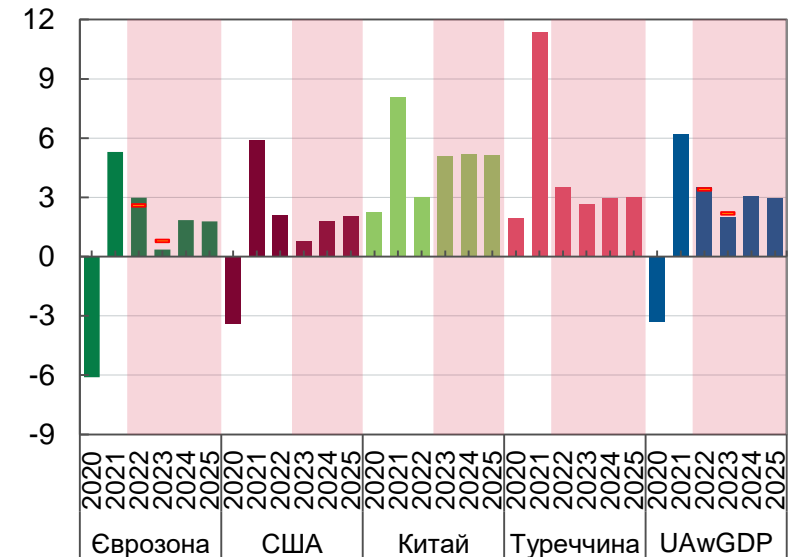
Після помірної рецесії на початку року глобальне відновлення буде млявим з огляду на антиінфляційну політику ЦБ

Глобальний PMI та Індекс глобального тиску ланцюгів постачання



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

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

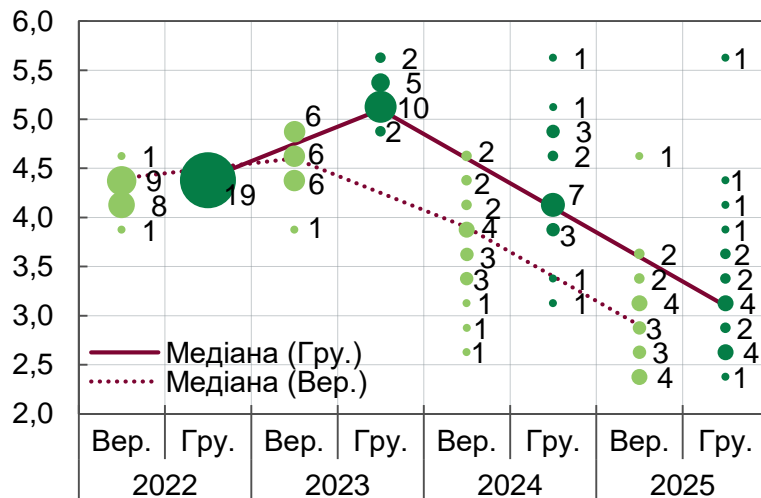


Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

- **Спад світової економічної активності в IV кварталі поглибився** через зниження випуску як у промислових видах діяльності, так і сфері послуг. **Однак** завдяки теплій зимі, скасуванню жорстких заходів у межах політики нульової толерантності до COVID-19 у Китаї та стійкому ринку праці в США **рецесія буде короткостроковою та неглибокою**
- **Все ж глобальний попит залишатиметься млявим**, у тому числі через продовження боротьби провідними банками (ФРС, ЄЦБ) з інфляцією, незважаючи на послаблення факторів зі сторони пропозиції

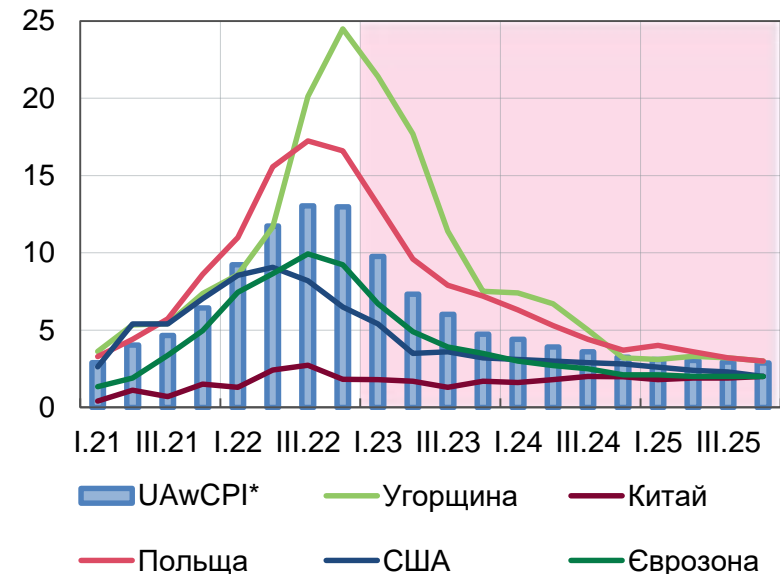
Глобальна інфляція поволі знижуватиметься завдяки посиленню світових фінансових умов та звуженню попиту

Кількість учасників FOMC, що очікують відповідну ставку*



* Світло-зеленим кольором позначено попереднє засідання (червень), темно-зеленим – поточне (вересень).
Джерело: ФРС.

UAWCPI та споживча інфляція окремих країн – ОТП України на кінець періоду, % р/р

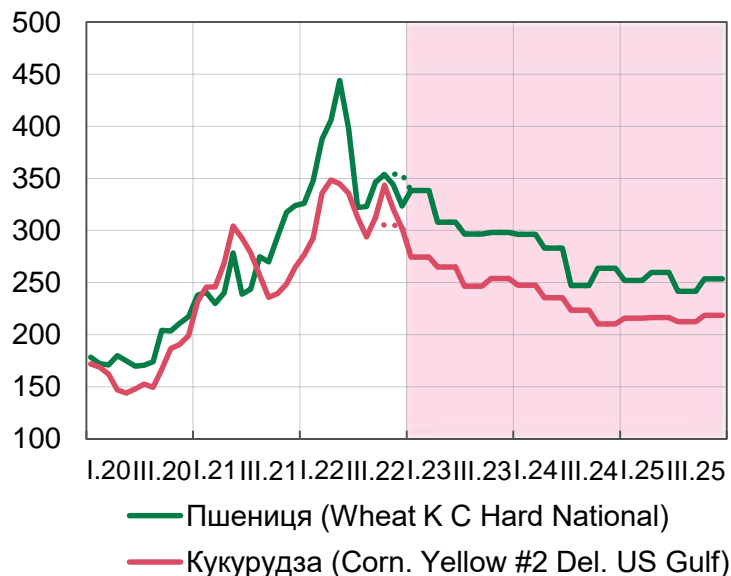


*у середньому за квартал
Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

- **Тиск з боку цін на товари відповідно до Global Price Pressures Index знизився до найнижчого рівня за останні 2.5 роки.** Тиск з боку пропозиції відповідно до Global Supply Shortages Index продовжив зниження завдяки поліпшенню логістики та зменшення дефіциту поставок
- Очікується, що враховуючи поточну кон'юнктуру, **інфляційний тиск далі послаблюватиметься.** Однак через дію вторинних ефектів від підвищення цін на енергоносії та стійке зростання заробітних плат цільові цінові індикатори в більшості країн – ОТП України будуть досягнуті лише в 2024 році

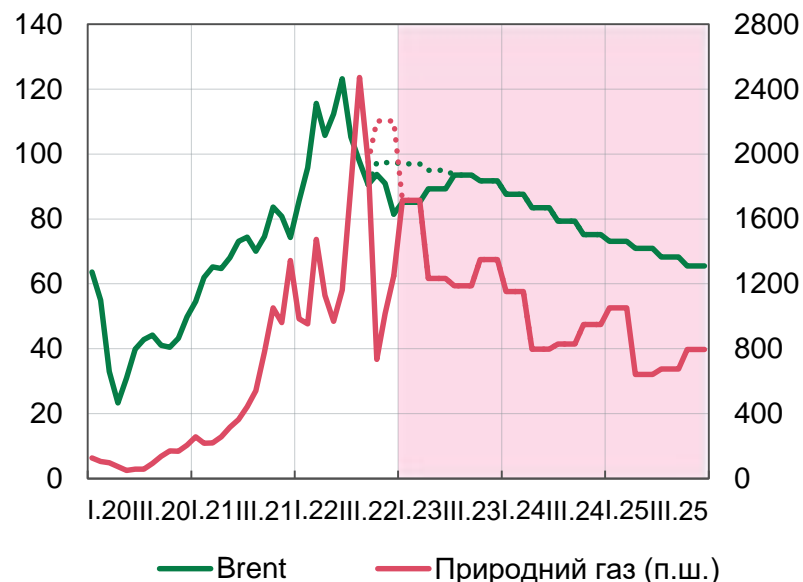
Ціни на світових товарних ринках знижуватимуться під впливом поступового зростання пропозиції та налагодження логістики

Світові ціни зернові, дол./т



Джерело: Refinitiv, прогноз НБУ.

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

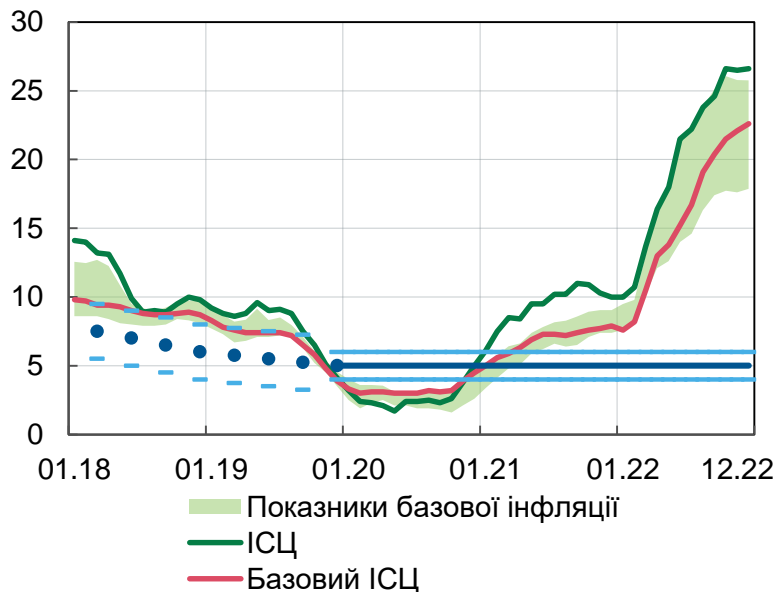


Джерело: Refinitiv, прогноз НБУ.

- **Ринки зернових були під понижувальним тиском на ціни від продовження дії зернового коридору.** Очікується, що робота коридору в умовах розширення площ посівів у світі, на тлі поліпшення погодних умов сприятимуть збільшенню врожаїв. Попри зростання попиту це дозволить отримати надлишковий рівень пропозиції та знизити ціни
- **Ціни на сталь та залізну руду знижуватимуться під тиском збільшення пропозиції**
- **Ціни на нафту та природний газ у Європі після короткострокової корекції вгору через певну активізацію попиту надалі знижуватимуться завдяки збільшенню пропозиції попри обмеження постачання росії**

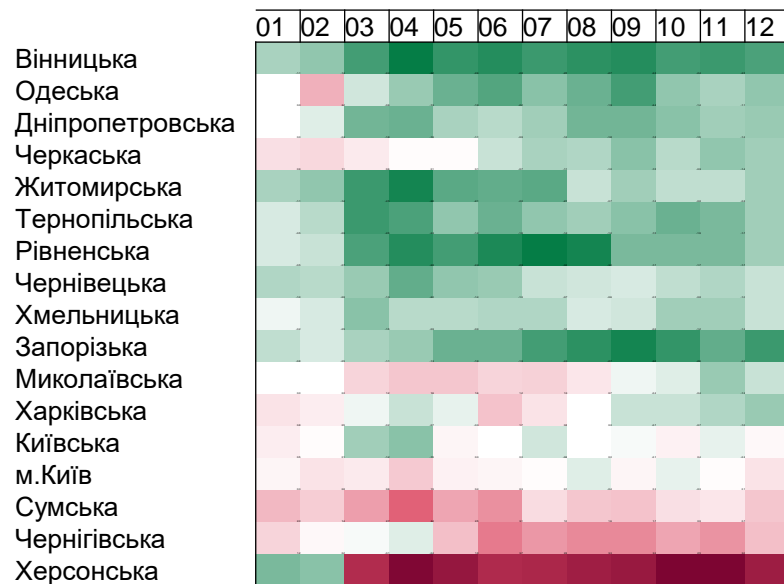
Інфляція очікувано пришвидшилася переважно під впливом чинників пропозиції, проте залишалася керованою

Споживча інфляція та оцінки основного інфляційного тренду, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Відхилення річних змін регіональних індексів споживчих цін від загального ІСЦ у 2022 р, в.п.



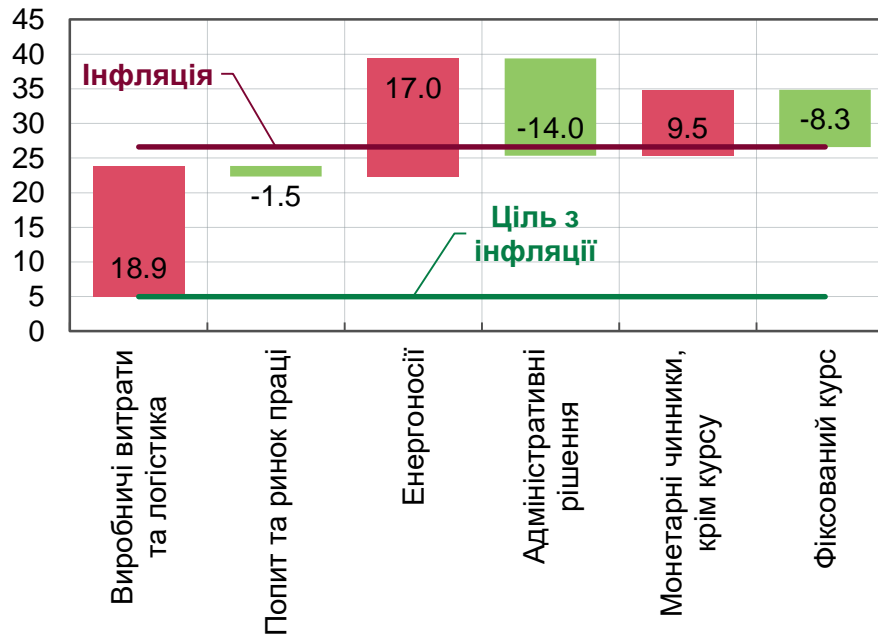
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

-4 0 4 8 12 16 20

- Інфляція очікувано пришвидшилася переважно під впливом чинників пропозиції. Значним був і тиск від загальносвітових процесів** – багато країн оновили свої багаторічні інфляційні максимуми. Попри виклики війни та високоінфляційне зовнішнє середовище інфляція залишилася керованою та стабілізувалася наприкінці року
- Зберігаються значні регіональні розбіжності в зростанні цін.** Порівняно вищими темпами зростають ціни в прифронтових областях через безпекові ризики та ускладнену логістику, а в безпечніших західних регіонах – через відносно вищий попит. Наприклад, ціни на продукти харчування зросли в 2022 році в Херсонській області на 73.5%, а у Вінницькій – лише на 33%

Вставка. Чинники відхилення інфляції від цілі

Декомпозиція відхилення інфляції від цілі в грудні 2022 року, в.п.

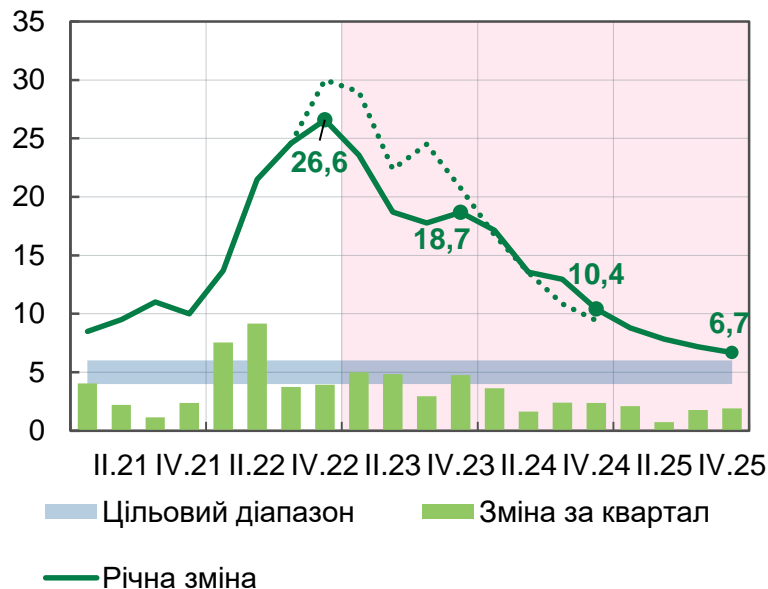


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **Інфляція зростала передусім через чинники пропозиції**, пов'язані з російським вторгненням, які лише незначно компенсувалися зниженням споживчого попиту
- **Вплив високих світових цін на енергоносії значною мірою стримувала дія мораторію на підвищення тарифів** на ЖКП для населення
- **Фіксація обмінного курсу гривні відіграла основну роль у збереженні контрольованості інфляційних процесів**. Трансмсія облікової ставки в інфляцію залишалася ослабленою через запроваджені з початком вторгнення обмеження на рух капіталу та профіцит ліквідності в банківській системі. Утім, якби ставка лишалася незмінною на рівні 10%, інфляція була б вищою

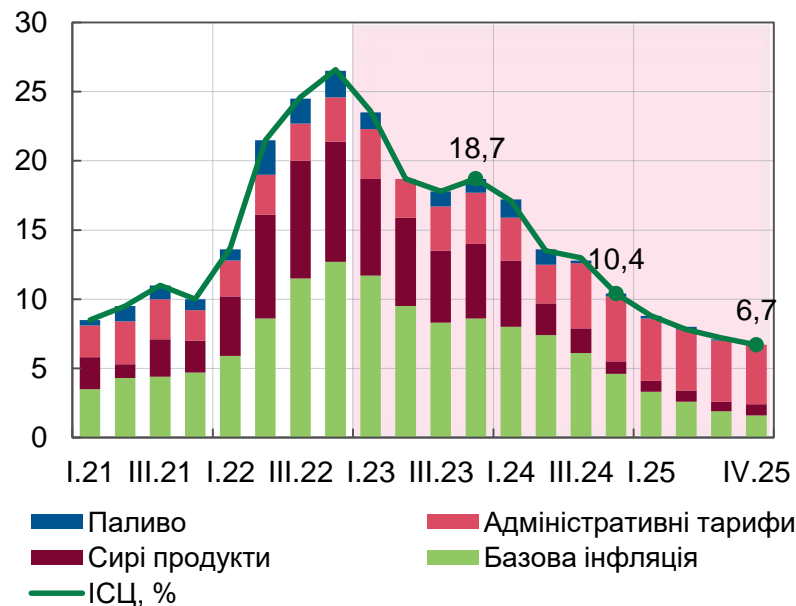
Інфляція знижуватиметься унаслідок жорсткої МП, поступового уповільнення світової інфляції та слабого попиту

Інфляція, р/р, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Внески в річну зміну ІСЦ за компонентами, в. п.

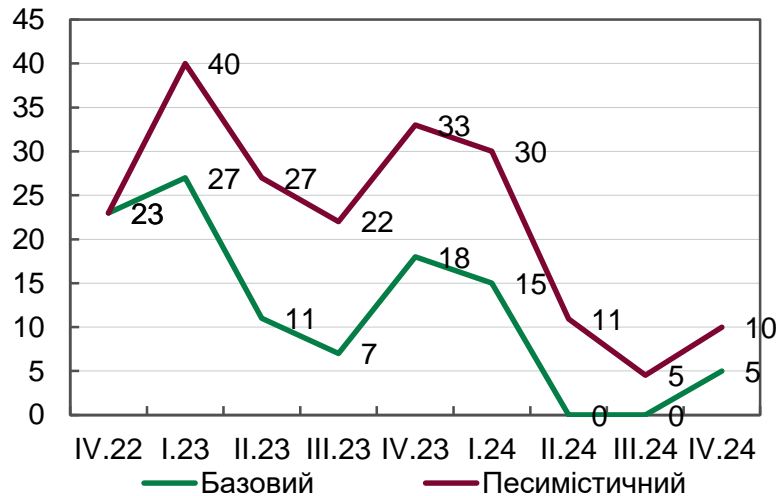


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **Інфляція сповільниться у 2023** р. через жорсткі монетарні умови, зниження світової інфляції та слабший попит. Надалі дія дезінфляційних чинників посилиться. Сприятимуть цьому очікуване зниження безпекових ризиків, відновлення логістики та збільшення врожаїв
- **Сукупний попит ще тривалий час залишатиметься нижче свого рівноважного рівня.** Відповідно інфляційний тиск з боку попиту буде низьким
- **В 2023-2025** р інфляція перевищуватиме цільовий діапазон через значні темпи зростання адміністративних цін і тарифів для приведення їх до економічно обґрунтованого рівня

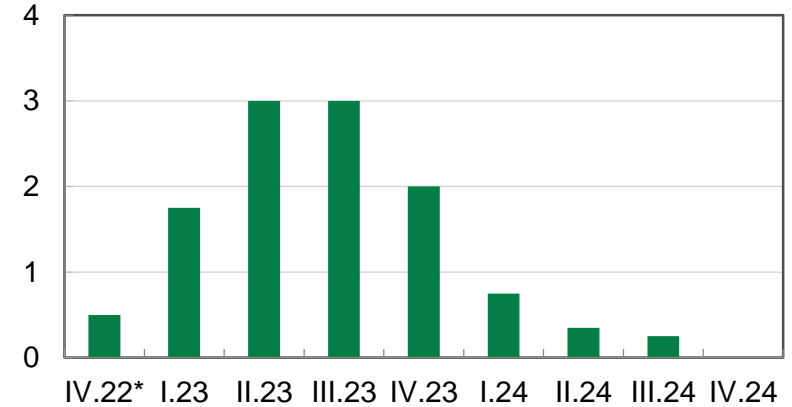
Вставка. Вплив дефіциту е/е на економіку України

Припущення щодо дефіциту е/е, %



- **Базовий сценарій передбачає швидке відновлення завдяки ремонтам та поставкам обладнання.** Песимістичний – суттєвіші руйнування, затримки із поставками, тривалі відключення
- **Втрати ВВП** зумовлені зменшенням обсягів виробництва та скороченням споживчого попиту, що лише частково компенсується генераторами
- **Проінфляційний ефект** зумовлений збільшенням виробничих витрат і скороченням пропозиції
- **Втрати для зовнішньої торгівлі** пов'язані із нарощуванням імпорту нафтопродуктів та енергообладнання
- **Ризики є як позитивні** (швидший ремонт та поставки), **так і негативні** (вищі руйнування, втрата маневреності)

Вплив перебоїв з постачанням е/е на річну інфляцію, в.п., на кінець кварталу



* Компенсувалося іншими чинниками.

Джерело: оцінки НБУ.

Внесок у зміну реального ВВП, в. п.

сценарії	2022	2023	2024
Базовий		-1.9	-0.6
Песимістичний	-1.3	-3.6	-1.5

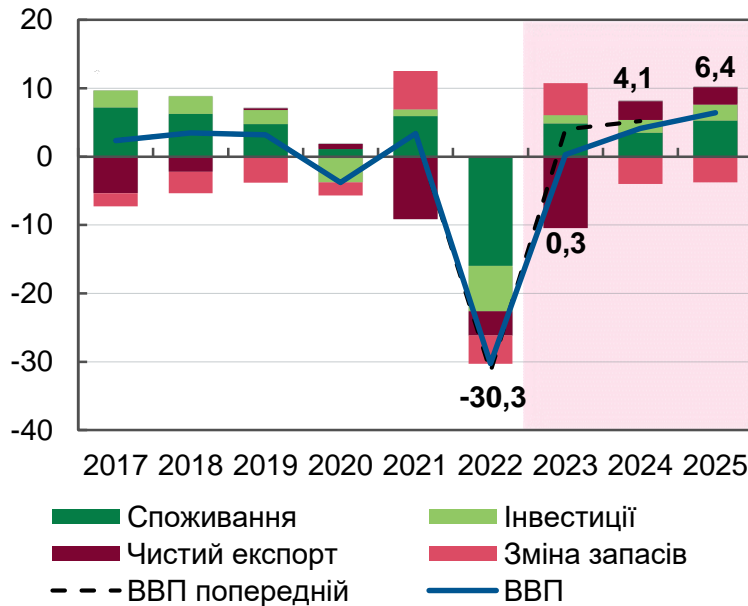
Втрати для зовнішньої торгівлі, млрд дол.

	Базовий		Песимістичний	
	2023	2024	2023	2024
Експорт	-0.6	-0.2	-1.2	-0.6
Імпорт	1.2	0.3	2.6	0.6
Сальдо	-1.8	-0.5	-3.8	-1.2

Джерело: оцінки НБУ.

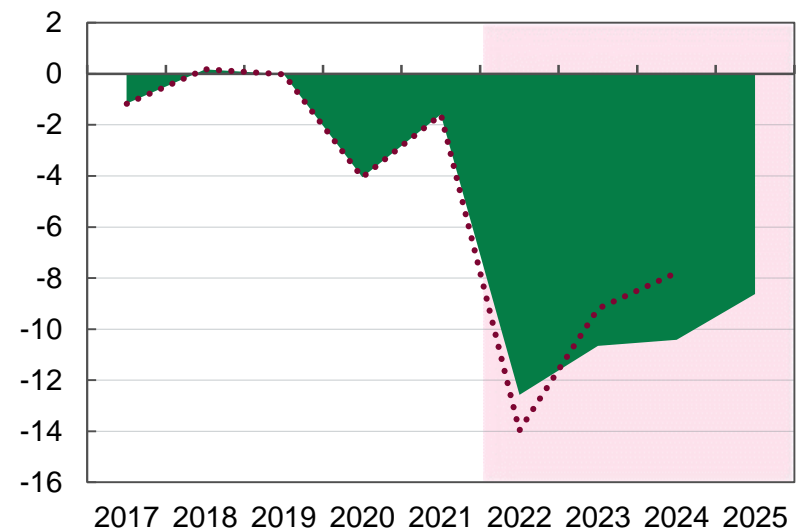
Зниження безпекових ризиків, відновлення роботи портів та м'яка фіскальна політика підтримають відновлення економіки

Реальний ВВП, внески компонент, в.п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Розрив ВВП, %

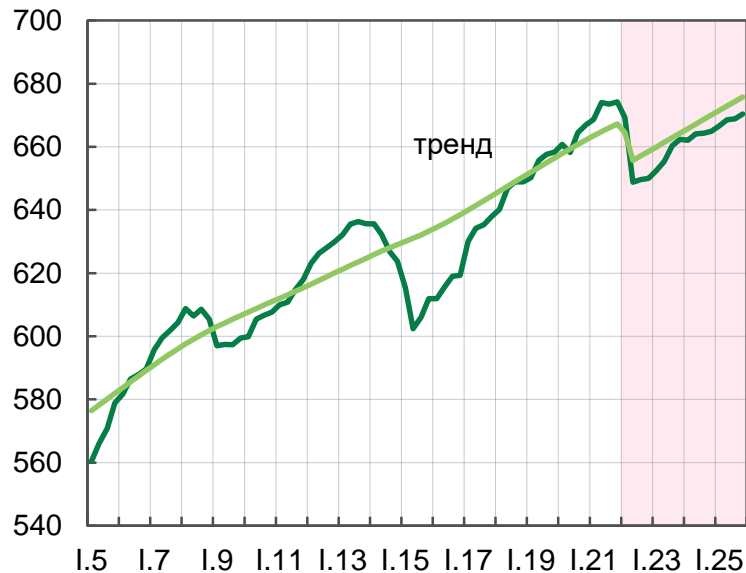


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- Відновлення економіки наприкінці 2022 року перервалося через перебої з енергопостачанням, спричинені атаками росії на енергетичну інфраструктуру.
- В умовах високих безпекових ризиків та нижчих врожаїв це стримуватиме економічну активність у 2023 році, у результаті чого реальний ВВП зросте лише на 0.3%
- У 2024–2025 роках підтримуватимуть відновлення економіки такі фактори: зниження безпекових ризиків та відновлення повноцінної роботи чорноморських портів, м'яка фіскальна політика та поживлення внутрішнього попиту
- Реальний ВВП відновить зростання, проте перебуватиме нижче потенційного рівня¹²

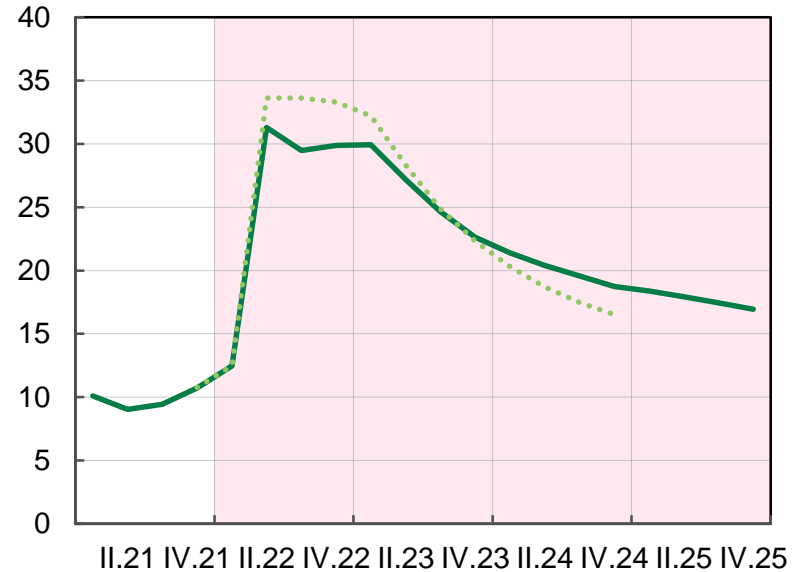
Відновлення ринку праці пригальмувало після серії масштабних атак рф на енергетичну інфраструктуру

Реальна зарплата, рівень (логарифми)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Безробіття (МОП), %, с/с

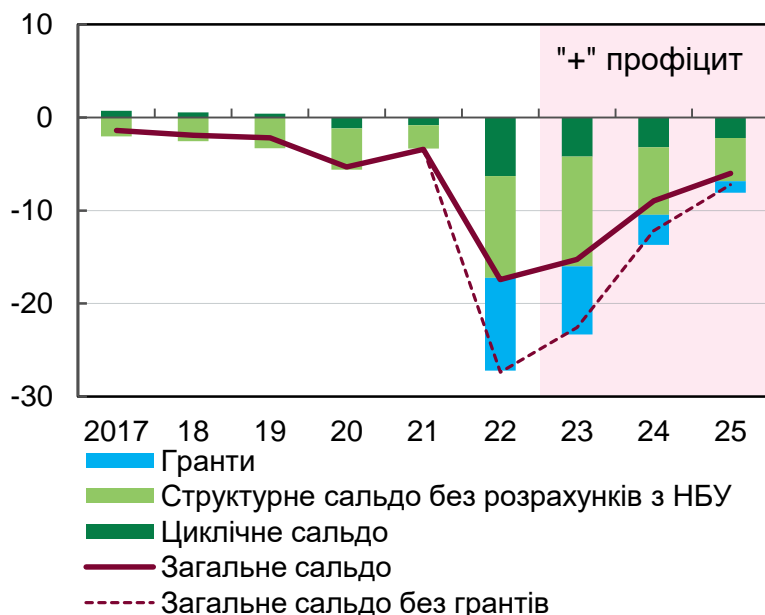


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **Попит та пропозиція робочої сили зменшилися, а рівень безробіття залишається високим.** Натомість зайнятість мігрантів зростає в міру їх адаптації до життя за кордоном. Це частково компенсує втрату трудових доходів в Україні, але закладає довгострокові ризики для українського ринку праці
- **У 2023–2025 роках зайнятість на внутрішньому ринку зростатиме повільно у зв'язку з диспропорціями на ринку праці,** які поглибилися через наслідки війни. Реальні зарплати відновлюватимуться помірними темпами через високу інфляцію та нижчу за довоєнну продуктивність

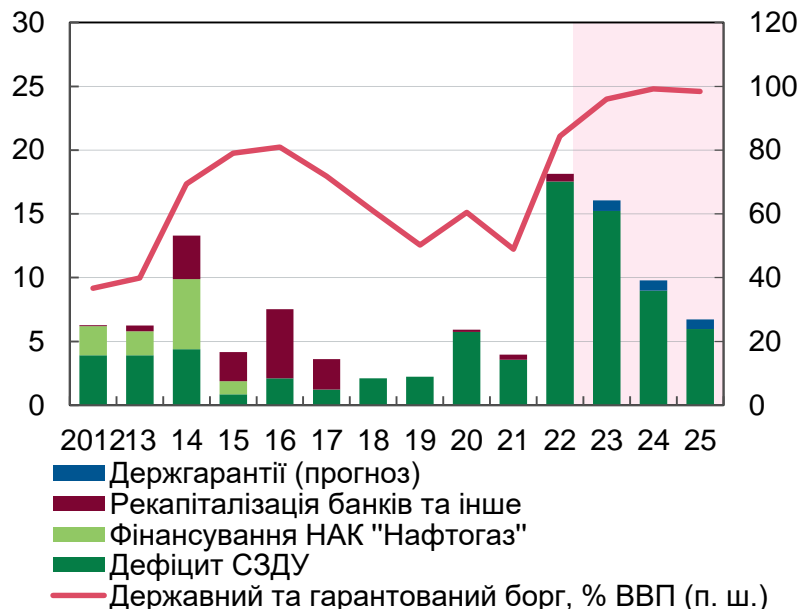
Дефіцит бюджету залишиться суттєвим задля бюджетної підтримки економіки як під час війни, так і в повоєнний час

Сальдо зведеного бюджету, % ВВП



Джерело: МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

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

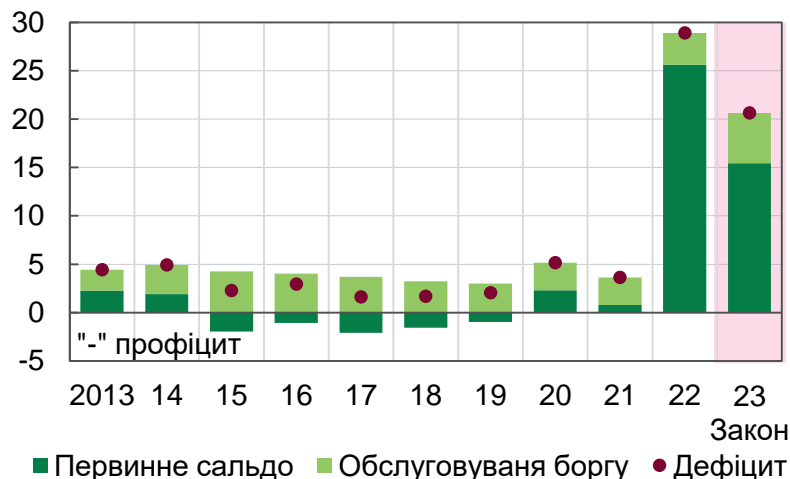


Джерело: МВФ, ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

- У 2022 році фіскальна політика була надм'якою. Дефіцит поступово скорочуватиметься, але залишатиметься значним через необхідність підтримки обороноздатності та економічного відновлення
- Міжнародна допомога залишатиметься ключовим джерелом фінансування бюджетних потреб. Водночас збільшення внутрішніх запозичень дасть змогу не вдаватися до монетарного фінансування дефіциту бюджету
- Відношення боргу до ВВП зросте у 2023 та ще тривалий час залишатиметься високим (близько 100%) через значні потреби у фінансуванні з огляду на поступове скорочення грантової підтримки та помірні темпи відновлення економіки

Вставка: Параметри державного бюджету України у 2023 році

Сальдо* державного бюджету, % ВВП



* Для розрахунку первинного сальдо 2013–2022 років використано функціональну класифікацію та 2023 року – програмну класифікацію. Дефіцит 2022 року – без урахування грантів.

Джерело: ДКСУ, ВРУ, розрахунки НБУ.

Основні макроекономічні параметри

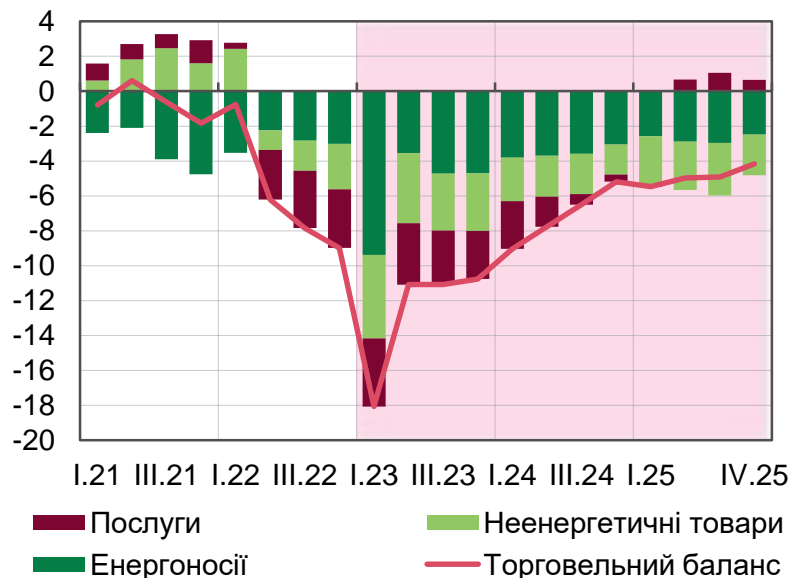
Показник	2023	
	КМУ	НБУ
Номінальний ВВП, млрд грн	6 279	5 985
ВВП реальний, % р/р	3.2	0.3
Індекс споживчих цін, % (грудень до грудня)	28.0	18.7
Експорт товарів та послуг (млрд дол. США)	61.3	49.0
Імпорт товарів і послуг (млрд дол. США)	76.6	99.9
Обмінний курс, грн/дол. (середній)	42.2	-
Номінальна середня заробітна плата, тис. грн	18.3	17.6

Джерело: ВРУ (пояснювальна записка до другого читання), прогноз НБУ (січень 2023 року).

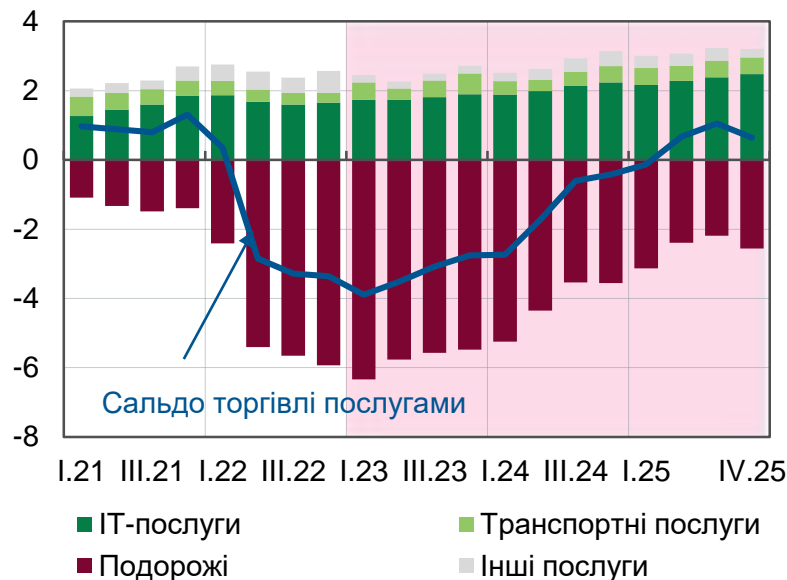
- **Дефіцит держбюджету у 2023 році заплановано нижчим, ніж факт 2022 року** (без урахування грантів у доходах). Втім, усі параметри бюджету перебувають під значним ризиком, основні з них сконцентровані в ресурсній частині:
 - втрати економіки через дефіцит е/е створюють небезпеку для податкових надходжень
 - перспективи отримання зовнішнього фінансування (38.2 млрд дол. США) поліпшилися з моменту ухвалення проєкту бюджету, однак обсяги фінансування залишаються амбітними
- **Натомість фактичні обсяги гривневих внутрішніх залучень, ураховуючи заходи НБУ та Мінфіну з пожвавлення ринку, можуть виявитися більшими**
- **За обмеженого потенціалу оптимізації видатків в умовах війни з наявними ризиками їх збільшення в разі погіршення безпекової ситуації та втрат критичної інфраструктури дефіцит може розширитися порівняно з плановим показником**

У 2023 році дефіцит торгівлі товарами стрімко зростає через зниження експорту та вищий попит на енергоавтономні товари

Торговельний баланс, млрд дол.



Сальдо торгівлі послугами, млрд дол.



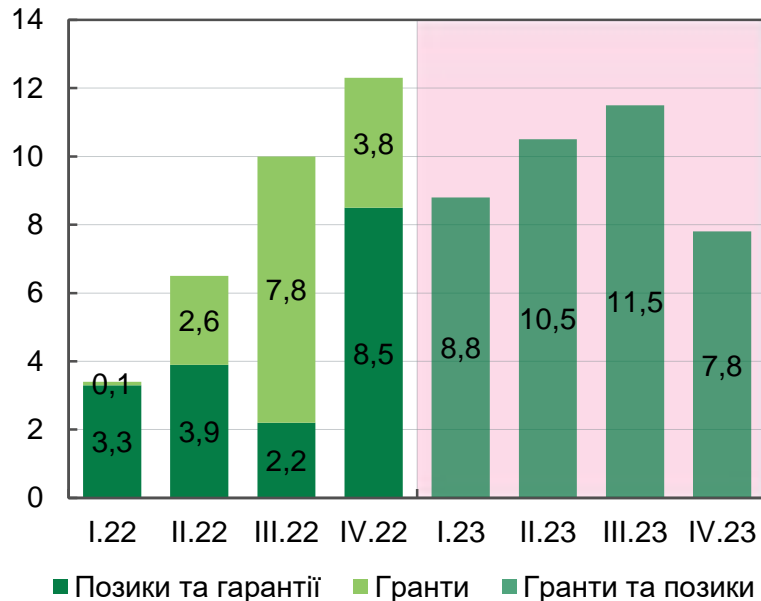
Джерело: розрахунки НБУ.

Джерело: розрахунки НБУ.

- **Експорт у 2023 році скоротиться через низькі врожаї та негативний вплив дефіциту е/е на виробників.** Однак надалі експорт зростатиме завдяки відновленню економіки та повноцінної роботі портів. Поступово нарощуватиметься експорт продовольства, попри зниження світових цін. Водночас експорт металів буде суттєво нижчим, ніж до початку повномасштабного вторгнення, через зруйновані потужності та значний внутрішній попит для відновлення інфраструктури
- **Імпорт неенергетичних товарів залишатиметься високим,** проте здешевлення енергоносіїв та відновлення експорту сприятимуть звуженню дефіциту торгівлі товарами з 2024 р. **Значна кількість українських мігрантів зумовить суттєвий відплив валюти у 2023 році,** який поступово сповільниться в міру їх повернення в Україну

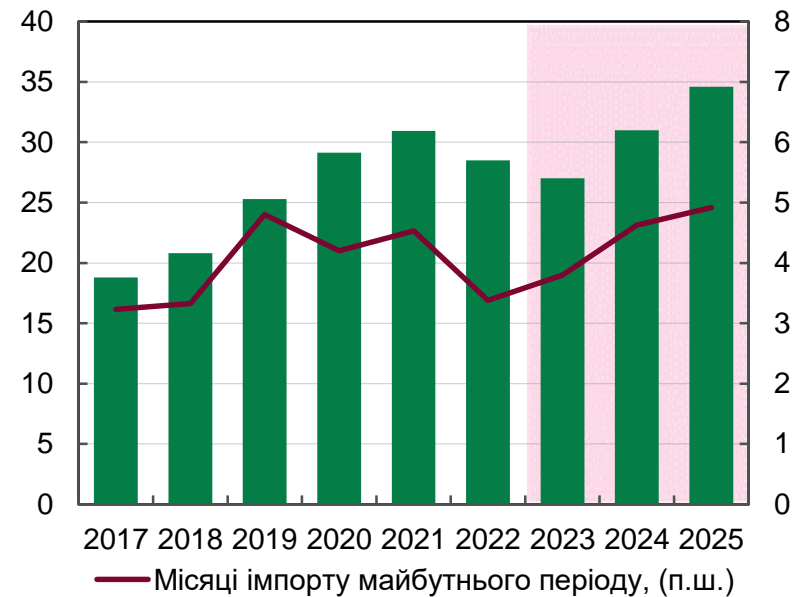
Після зниження у 2023 році резерви зростатимуть. Основним джерелом їх поповнення залишатиметься міжнародна допомога

Міжнародна фінансова допомога, млрд дол.



Джерело: НБУ, МФУ, дані з відкритих джерел.

Міжнародні резерви, млрд дол. США

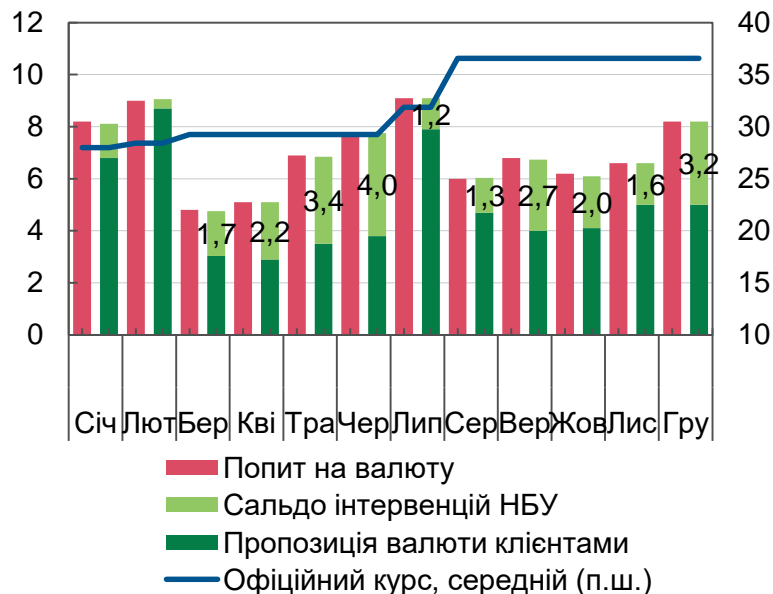


Джерело: розрахунки НБУ.

- **Попри збільшення інтервенцій з продажу валюти в IV кварталі валові міжнародні резерви зросли до 28.5 млрд дол. на кінець 2022 року. Основним джерелом покриття дефіциту платіжного балансу приватного сектору залишалася міжнародна фінансова допомога**
- **Попри очікуване збільшення міжнародної фінансової допомоги у 2023 році (порівняно з попереднім прогнозом), вона разом із зовнішнім фінансуванням енергетичних потреб лише частково компенсує розширення торговельного дефіциту**
- **У результаті резерви знизяться до 27 млрд дол. в 2023 році. Офіційне фінансування підтримуватиме достатній рівень міжнародних резервів в наступні роки**

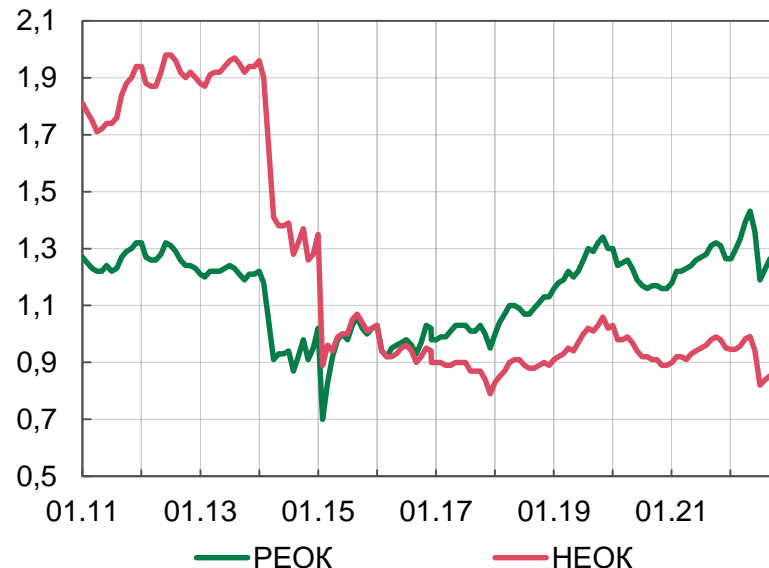
Фіксований обмінний курс залишається номінальним якорем для забезпечення макрофінансової стабільності

Попит і пропозиція на міжбанк. ринку*, інтервенції, млрд дол., та офіційний курс грн./дол у 2022 році



Джерело: НБУ.

Індекси РЕОК і НЕОК, 06.2015 = 1

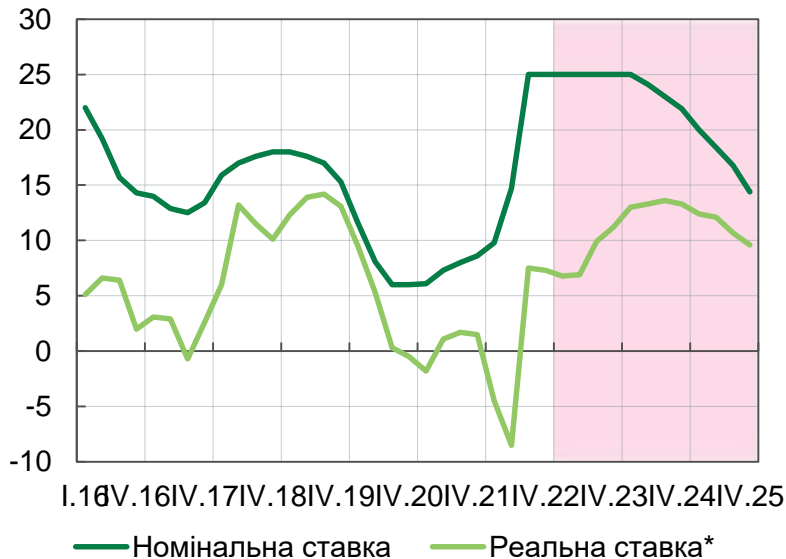


Джерело: IFS, розрахунки НБУ.

- **Стан платіжного балансу відобразатиметься на валютному ринку.** Інтервенції зросли до 3 млрд. \$ у грудні та січні, але з надлишком перекриваються міжнародною допомогою
- **Інтервенції будуть значними, але майже повністю перекриватимуться офіційним фінансуванням.** Тож резерви залишатимуться на рівні 4-5 місяців імпорту
- **Валютний ринок виявився стійким до терористичних атак,** зокрема завдяки виваженій комбінації заходів, застосованих НБУ
- **НЕОК і РЕОК наразі слабше, ніж до вторгнення,** однак РЕОК вище рівноважного рівня внаслідок інтервенцій і обмежень, що важливо для зниження інфляції. Ризики від фіксації для зовнішньої торгівлі та економічної активності – наразі мінімальні

Попри незмінну облікову ставку в 2023, в реальному вимірі вона зростатиме. Разом з міцним РЕОК це знижуватиме інфляцію

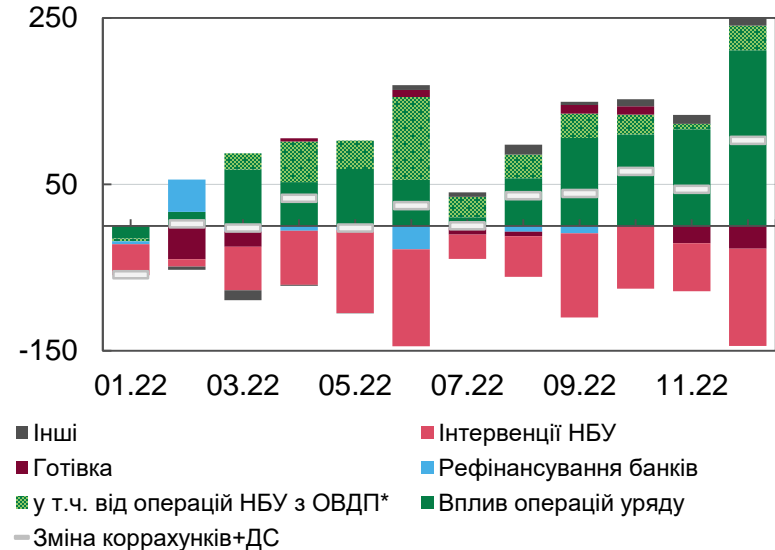
Облікова ставка, в середньому за період, %



* Дефльована на модельні очікування (КПМ).

Джерело: НБУ.

Чинники впливу на ліквідність банківської системи, млрд грн



* Вкуп військових ОВДП (+)/ погашення та дохід (-)
Джерело: розрахунки НБУ.

- **Для утримання курсової стійкості** (в тому числі і після відмови від фіксації обмінного курсу та повернення до засад ІТ) **монетарні умови повинні залишатися жорсткими. Тому ставка утримується на рівні 25%**
- **Спостерігається трансмісія в ринкові ставки** (і на ринку ОВДП, і по депозитам). Подальший прогрес у зростанні ставок депозитів та збільшення їх строковості стимулюватиметься посиленням вимог по обов'язковим резервам
- **Заходи НБУ поступово знижуватимуть ліквідність в банківській системі.** Також на відміну від 2022 року емісійне фінансування бюджету не передбачається

Вставка. Монетарна політика в умовах значного структурного профіциту ліквідності: у пошуках дієвого рецепта

Значний структурний профіцит ліквідності, сформований масштабними програмами монетарного та фіскального стимулювання під час коронакризи, **послабив здатність ЦБ стримувати ціновий тиск**

Провідні ЦБ для посилення дієвості процентної політики *згортають програми кількісного пом'якшення та переходять до кількісного стиснення* (ФРС – згорнула QE, скорочує баланс; **ЄЦБ** – підвищив ставку за операціями цільового довгострокового рефінансування, анонсував скорочення портфелю державних облігацій)

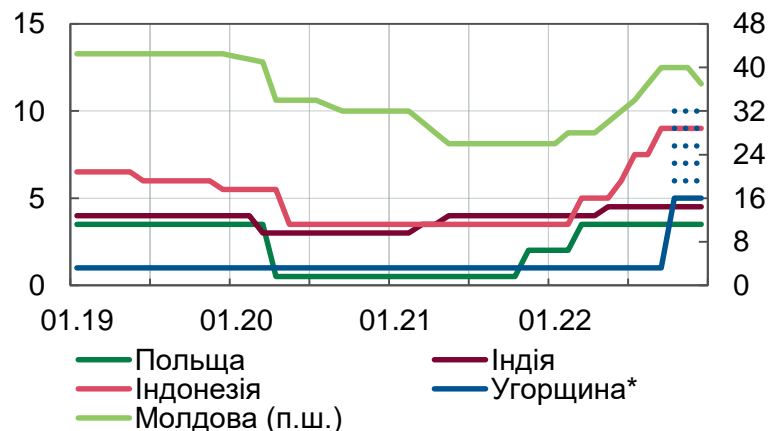
ЦБ ЕМ з огляду на високу загрозу розгортання валютних криз та неконтрольованого прискорення інфляції, **для посилення ефекту від підвищення ключової ставки** впроваджували **заходи з поглинання ліквідності**

↑ *ключової ставки + підвищення нормативів обов'язкових резервів – ЦБ Польщі, Молдови, Єгипту, Індії, Гани, України* (легкість імплементації, отримання швидких результатів, досить точний прогноз обсягу абсорбованої ліквідності)

Нетрадиційні комбінації монетарних інструментів:

- ↑ ключової ставки + поетапне підвищення нормативів обов'язкових резервів + продаж державних облігацій зі свого портфелю + емісія власних боргових інструментів терміном від 1 до 12 місяців – **ЦБ Індонезії**;
- ↑ ключової ставки + підвищення нормативів обов'язкових резервів + 1-місячні дисконтні векселі + депозит у ЦБ до 6 місяців + депозитні тендери овернайт – **ЦБ Угорщини**

Нормативи обов'язкових резервів в окремих країнах ЕМ, %



* Банкам надається можливість щокварталу добровільно обирати норматив від обов'язкових 5% до 10%.
Джерело: офіційні сторінки центральних банків.

Безпекова ситуація – основний ризик прогнозу

		Ймовірність настання ризику		
		Низька <15%	Середня 15%–25%	Висока 25%–50%
Ступінь впливу на базовий сценарій	Слаб-кий			
	Помірний	Затримка програми з МВФ	Посилена еміграція Зростання дефіциту електроенергії через пошкодження інфраструктури	
	Сильний	Швидка реалізація масштабного плану відбудови України "план Маршала"	Розбалансування державних фінансів (замороження тарифів на ЖКП, скорочення міжнародної допомоги, емісійне фінансування бюджету)	Триваліший термін війни, ескалація