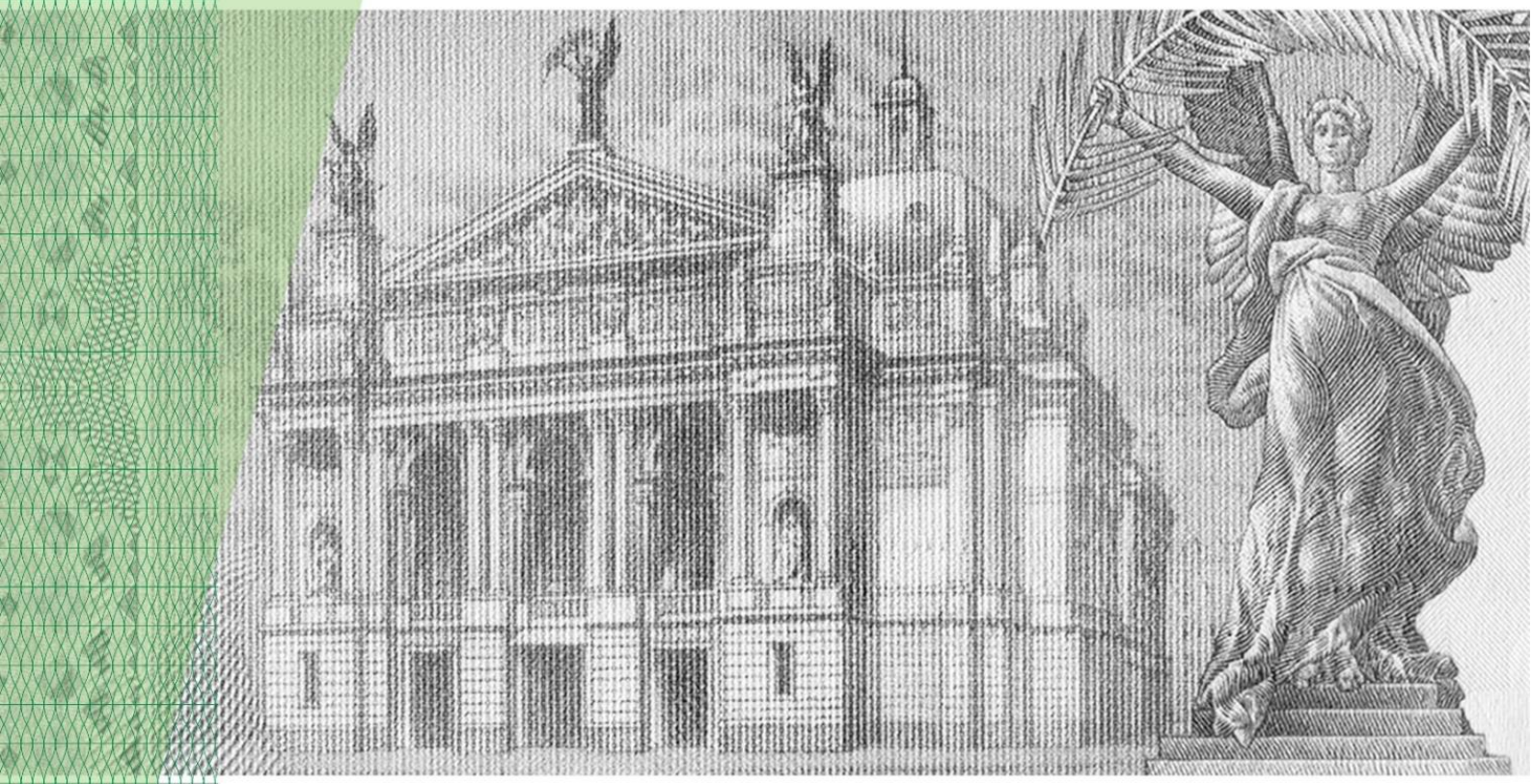
Національний банк України

Інфляційний звіт

Січень 2023 року



Зниження дієвості ринкових інструментів та висока невизначеність в умовах повномасштабних бойових дій унеможливили здійснення монетарної політики в традиційному форматі інфляційного таргетування. З метою збереження макроекономічної стабільності в Україні, стримування панічних настроїв та недопущення розкручування інфляційної спіралі НБУ на початку повномасштабної війни вимушено зафіксував обмінний курс гривні до долара США та запровадив низку адміністративних обмежень, зокрема на валютні операції та рух капіталу.

Зазначені зміни щодо принципів проведення монетарної політики затверджені Основними засадами грошово-кредитної політики на період воєнного стану. Водночас цим документом закріплено відданість НБУ традиційному формату інфляційного таргетування та зобов'язання поступово повернутися до властивих цьому монетарному режиму принципів та інструментів у міру нормалізації функціонування економіки.

Перші кроки на шляху до відновлення ринкових засад управління фінансовою системою вже зроблено. У червні 2022 року НБУ повернувся до активної процентної політики, значно підвищивши облікову ставку. НБУ також поступово скоротив обсяги монетизації бюджету та з початку 2023 року припинив емісійне фінансування. Водночас жорстка прив'язка обмінного курсу до долара США залишається ключовим стабілізаційним інструментом монетарної політики в поточних умовах. НБУ вживає заходів для врівноваження стану валютного ринку та посилення дієвості трансмісійного механізму монетарної політики, що є передумовами для повернення НБУ до традиційного формату інфляційного таргетування.

Аналіз у поточному Інфляційному звіті (січень 2023 року) ґрунтується на наявних даних на дату його підготовки, тому період аналізу для окремих індикаторів може бути різним. Остання дата оновлення даних за більшістю показників у цьому звіті – 25 січня 2023 року. Інфляційний звіт містить прогноз економічного розвитку країни у 2023–2025 роках, підготовлений Департаментом монетарної політики та економічного аналізу і 26 січня 2023 року схвалений на засіданні Правління НБУ з питань монетарної політики[1].

Рішення щодо облікової ставки та застосування інших монетарних інструментів Правління НБУ і надалі прийматиме відповідно до опублікованого заздалегідь графіка. На засіданнях у січні, квітні, липні та жовтні рішення приймаються на підставі нового макроекономічного прогнозу. На інших чотирьох засіданнях (у березні, червні, вересні та грудні) – за результатами оцінки ризиків та невизначеності з урахуванням нової інформації про внутрішні та зовнішньоекономічні події, яка з'явилася після останнього прогнозу.

Рішення щодо облікової ставки та застосування інших монетарних інструментів оголошуються на пресбрифінгу, який проводиться того самого дня о 14.00 після засідання Правління НБУ з питань монетарної політики. Одночасно публікується пресреліз, у якому йдеться про консенсусну позицію Правління НБУ щодо рішень із монетарної політики. Підсумки дискусії членів Комітету з монетарної політики щодо рівня облікової ставки публікуються на 11-й день після ухвалення рішення. На відміну від пресрелізів щодо рішень із монетарної політики, "Підсумки дискусії" містять знеособлені позиції всіх членів КМП щодо оптимальних монетарних рішень, у тому числі – альтернативні до прийнятого рішення думки та відповідну аргументацію.

Із попередніми випусками Інфляційного звіту, презентаціями до них, прогнозом основних макроекономічних показників, часовими рядами та даними таблиць і графіків можна ознайомитися за посиланням.

[1] Рішення Правління Національного банку України від 26 січня 2023 року №-35рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

Зміст

Головне 4

Частина 1. Зовнішнє середовище 8

Частина 2. Економіка України 12

2.1. Інфляційний розвиток 12

Вставка 1. Чинники відхилення інфляції від цілі 16

2.2. Попит і випуск 17

Вставка 2. Вплив дефіциту е/е на економіку України 21

2.3. Ринок праці та доходи домогосподарств 24

2.4. Фіскальний сектор 28

Вставка 3. Параметри державного бюджету України у 2023 році 32

2.5. Платіжний баланс 34

2.6. Монетарні умови та фінансові ринки 37

Вставка 4. Монетарна політика в умовах значного структурного профіциту ліквідності: у пошуках дієвого рецепта 41

Частина 3. Ризики прогнозу 43

Абревіатури та скорочення 48

Головне

Базовий сценарій макроекономічного прогнозу НБУ є програмним, оскільки враховує ефекти від виконання необхідних заходів у сфері реалізації економічної політики. Зокрема він ґрунтується на припущеннях про започаткування нової програми співпраці з МВФ, проведення злагодженої монетарної та фіскальної політики, поступового нівелювання квазіфіскальних дисбалансів, зокрема в енергетичній сфері. Також базовий сценарій припускає відчутне зменшення безпекових ризиків із початку 2024 року, що сприятиме повноцінному розблокуванню морських портів, зниженню премії за суверенний ризик та поверненню в Україну вимушених мігрантів.

Інфляція впродовж останніх місяців стабілізувалася, хоча й залишається на високому рівні

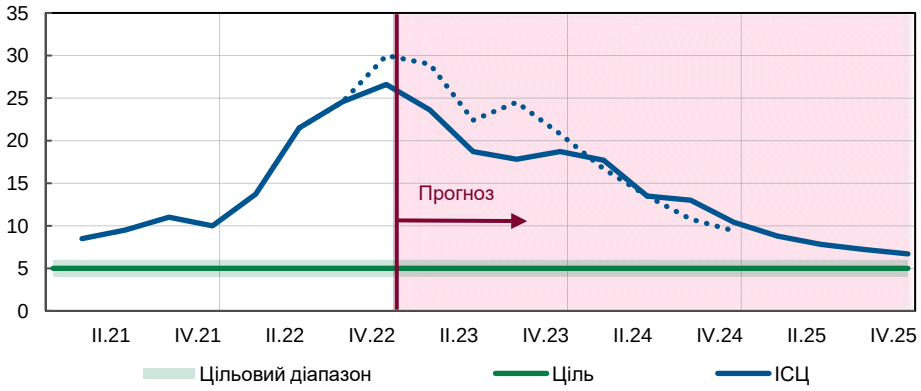
За підсумками 2022 року споживчі ціни зросли на 26.6%. Водночас упродовж останніх трьох місяців показник інфляції в річному вимірі майже не змінювався. Стабілізації інфляційного тиску сприяли деокупація територій, розширення пропозиції продуктів харчування та слабший споживчий попит в умовах енергетичного терору росії. Стримували інфляцію й незмінні тарифи на житлово-комунальні послуги, фіксований курс гривні та налагодження логістики. Заходи НБУ, зокрема запровадження депозитних інструментів для хеджування валютного ризику, а також обмежений розмір монетизації бюджету сприяли стабілізації ситуації на готівковому валютному ринку наприкінці 2022 року.

Водночас ціновий тиск залишається значним через наслідки війни, у тому числі руйнування підприємств та інфраструктури, порушення ланцюгів виробництва та постачання. Крім того, витрати бізнесу й надалі зростали внаслідок енергетичного терору росії. Інфляційні очікування, попри стабілізацію, залишалися підвищеними.

Інфляція поступово знижуватиметься та залишатиметься керованою завдяки заходам НБУ та уряду, а також підтримці міжнародних партнерів

НБУ прогнозує сповільнення інфляції до 18.7% у 2023 році. Цьому сприятимуть збереження жорстких монетарних умов, зниження світової інфляції та слабший споживчий попит в умовах дефіциту е/е. Отримання анонсованих обсягів міжнародної допомоги та спільні дії НБУ й уряду з активізації ринку внутрішніх боргових залучень дадуть змогу уникнути емісійного фінансування дефіциту бюджету та балансувати валютний ринок.

Графік 1. ІСЦ (станом на кінець періоду, % р/р) та інфляційні цілі



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

У наступні роки інфляція сповільнюватиметься швидше завдяки зниженню безпекових ризиків, повноцінному відновленню логістики та збільшенню врожаїв. НБУ очікує, що вона зменшиться до 10.4% у 2024 році та 6.7% у 2025 році. Основний внесок в інфляцію в ці роки матиме адміністративна компонента через потребу приведення тарифів на житлово-комунальні послуги до ринкових рівнів.

Відновлення економіки перервалося внаслідок російських терактів проти енергетичної інфраструктури. У міру зниження безпекових ризиків Україна повернеться до стійкого економічного зростання в 2024–2025 роках

Унаслідок енергетичного терору з боку росії спад ВВП України в IV кварталі 2022 року поглибився (до 35% у річному вимірі). Підприємства торгівлі та сектору послуг доволі швидко адаптувалися до відключень е/е. Обмеженим був вплив і на аграрний сектор. Натомість значних втрат випуску зазнала промисловість, зокрема металургія. Водночас завдяки кращим результатам III кварталу та швидкій адаптації частини бізнесу й населення до нових умов оцінку падіння реального ВВП у 2022 році поліпшено до 30.3%.

НБУ очікує незначного зростання реального ВВП у 2023 році – на 0.3%. Погіршення прогнозу порівняно із жовтневими оцінками зумовлене насамперед наслідками енергетичного терору, а також переглядом основного припущення щодо тривалості збереження безпекових ризиків. Останнє матиме наслідком відтермінування повноцінного розблокування портів, що стримуватиме потенціал відновлення експорту. Крім того, унаслідок накопичення проблем, пов'язаних із проведенням посівної та збиральної кампаній в умовах війни, меншими, за оцінками НБУ, будуть і врожаї цього року. Водночас у прогнозі припускається, що протягом 2023 року вдасться уникнути значних додаткових руйнувань енергетичної інфраструктури, а бізнес і влада вживатимуть ефективних заходів для нівелювання наслідків уже зруйнованих потужностей.

Зниження безпекових ризиків разом із поновленням повноцінної роботи портів, збільшенням врожаїв, поступовим відновленням виробничих потужностей, налагодженням логістики та пожвавленням внутрішнього попиту, у тому числі завдяки поверненню вимушених мігрантів, сприятимуть зростанню економіки у 2024–2025 роках. Вагому роль надалі відіграватиме також м'яка фіскальна політика. Завдяки всім цим чинникам у 2024 році реальний ВВП України зросте на 4.1%, а в 2025 році економічне зростання пришвидшиться до 6.4%.

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

Упродовж останніх місяців експорт українських товарів залишався стійким, попри масовані ракетні атаки та перешкоджання роботі "зернового коридору" з боку росії. Натомість імпорт порівняно з попередніми періодами значно зріс через потребу закуповувати альтернативні джерела енергії та паливо внаслідок енергетичного терору. Це призвело до збільшення від'ємного сальдо торговельного балансу. Дефіцит торгівлі компенсувався за рахунок надходження офіційного фінансування, у тому числі грантів, та стабільних грошових переказів від трудових мігрантів. У результаті сальдо поточного рахунку за підсумками 2022 року зведено з профіцитом.

У 2023 році очікується значний дефіцит поточного рахунку. По-перше, стрімко розшириться дефіцит торгівлі товарами. Експорт зменшиться через гірші врожаї та дефіцит е/е, а імпорт зросте внаслідок підвищеного попиту на енергоносії і товари, що забезпечують енергоавтономність. По-друге, вищими, ніж очікувалося, будуть витрати вимушених мігрантів за кордоном через довше збереження безпекових ризиків. Із 2024 року експорт збільшуватиметься, а українці активніше повертатимуться з-за кордону. Проте значні потреби в імпорті для відбудови країни зумовлюватимуть збереження дефіциту поточного рахунку.

Надходження міжнародної підтримки та співпраця з МВФ дадуть змогу профінансувати значний дефіцит бюджету, а також підтримати міжнародні резерви на достатньому рівні

У 2022 році Україна отримала понад 32 млрд дол. США міжнародної допомоги, з яких більше 14 млрд дол. США становили гранти. Завдяки цьому вдалося профінансувати більшу частину дефіциту зведеного бюджету (понад 27% ВВП без урахування грантів), а також наростити міжнародні резерви до 28.5 млрд дол. США на кінець року. Поточний рівень резервів є достатнім для забезпечення стійкості валютного ринку.

З огляду на вже анонсовані обсяги міжнародної допомоги та прогрес у перемовинах з МВФ загальний обсяг офіційного фінансування у 2023 році може перевищити 38 млрд дол. США. Це дасть змогу уникнути емісійного фінансування бюджетного дефіциту у 2023 році та підтримати міжнародні резерви на достатньому рівні, навіть в умовах довшого збереження високих безпекових ризиків. Очікується, що на кінець 2023 року міжнародні резерви становитимуть близько 27 млрд дол. США й надалі зростатимуть.

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 додаткових заходів для посилення монетарної трансмісії

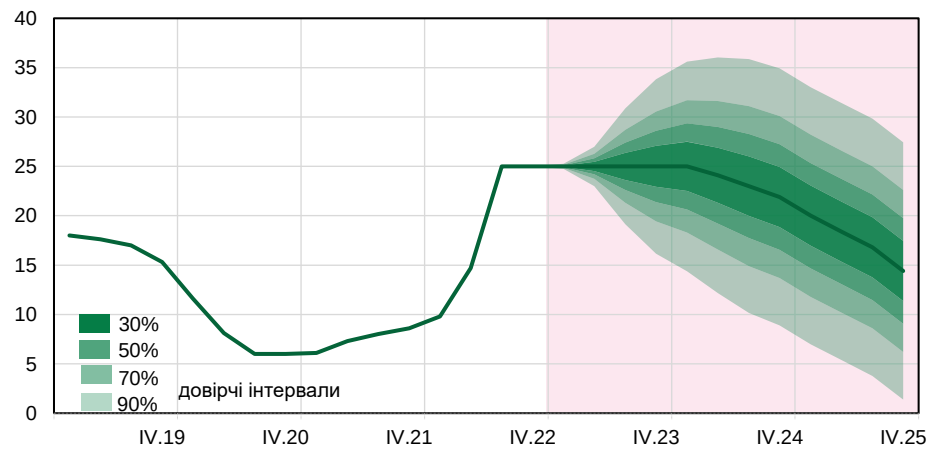
Облікова ставка утримується на незмінному рівні 25% з червня 2022 року. Водночас НБУ додатково підвищив вимоги до обов'язкових резервів банків, як і анонсувалося в грудні. Так, з 11 лютого на 5 в. п. збільшуються нормативи формування банками обов'язкових резервів за коштами на вимогу та коштами на поточних рахунках юридичних і фізичних осіб, а також за коштами вкладів і коштами на поточних рахунках інших банків-нерезидентів й кредитами, отриманими від міжнародних (крім фінансових) та інших організацій. Зокрема, з 5% до 10% – у національній валюті та з 15% до 20% – в іноземній валюті.

Додатково з 11 березня підвищуються на 10 в. п. нормативи формування банками обов'язкових резервів за коштами на вимогу та коштами на поточних рахунках фізичних осіб як в національній, так і в іноземній валютах. Проте на цю частину резервів не поширюватиметься механізм покриття бенчмарк-ОВДП.

НБУ очікує, що ці заходи сприятимуть зниженню профіциту ліквідності в банківській системі. Це, зі свого боку, спонукатиме банки до активнішої конкуренції за строкові кошти вкладників і відповідно сприятиме підвищенню ставок за гривневими активами та зростанню частки строкових депозитів. У результаті посилиться стійкість валютного ринку до ситуативних чинників, а НБУ зможе в перспективі перейти до пом'якшення адміністративних обмежень для бізнесу та населення.

Оновлений прогноз передбачає збереження облікової ставки на рівні 25% щонайменше до кінця I 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.

Графік 2. Облікова ставка НБУ, середня, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Основними ризиками залишаються триваліший термін повномасштабної воєнної агресії росії, а також подальше руйнування об'єктів критичної інфраструктури

НБУ переглянув ключове припущення прогнозу щодо безпекової ситуації з огляду на інтенсифікацію бойових дій та посилення терактів проти критичної інфраструктури.

Базовий сценарій нового макропрогнозу передбачає відчутне зменшення безпекових ризиків лише з початку наступного року. Відповідно відтерміновано у часі й повноцінне розблокування морських портів та зниження премії за ризик України. Інтенсифікація та затягування війни, вищий, ніж передбачається, дефіцит е/е внаслідок терактів росії, можуть суттєвіше обмежити економічну активність і посилити інфляційний тиск.

Актуальними для прогнозу є й інші ризики, реалізація яких також може призвести до перегляду ключових макроекономічних показників. Зокрема:

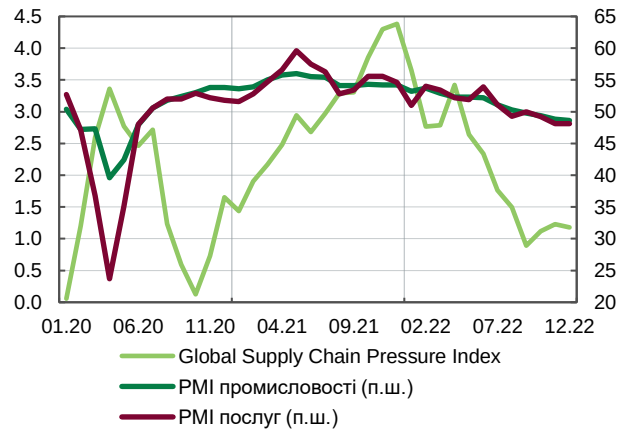
- виникнення додаткових бюджетних потреб і формування значних квазіфіскальних дефіцитів в енергетичній сфері з огляду на непередбачуваний характер війни;
- відтермінування повернення значної частини громадян в Україну та потенційна додаткова міграція за кордон, що обмежуватиме споживчий попит, а в тривалій перспективі загрожуватиме загостренням структурних проблем на ринку праці та зниженням економічного потенціалу;
- неритмічність надходження зовнішнього фінансування;
- ускладнення роботи "зернового коридору".

Натомість швидка реалізація плану відновлення України з відповідним надходженням офіційного та приватного фінансування може суттєво пришвидшити економічне зростання.

Частина 1. Зовнішнє середовище

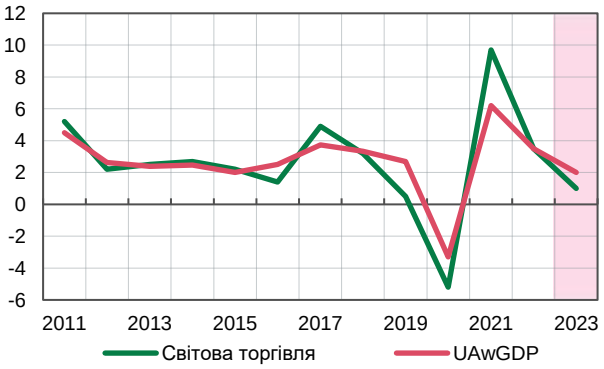
- Після помірної рецесії в першому півріччі 2023 року відновлення світової економіки буде доволі млявим, зважаючи на загалом високий рівень ставок і збереження низької ділової впевненості.
- Глобальна інфляція поволі знижуватиметься через посилення світових фінансових умов та звуження попиту. Вплине на це й зниження світових цін на сировинні товари після короткострокової корекції вгору в першому півріччі 2023 року. Цьому сприятиме збільшення їх пропозиції передусім завдяки поступовому налагодженню логістики.

Графік 1.1. Глобальний PMI та Індекс глобального тиску ланцюгів постачання



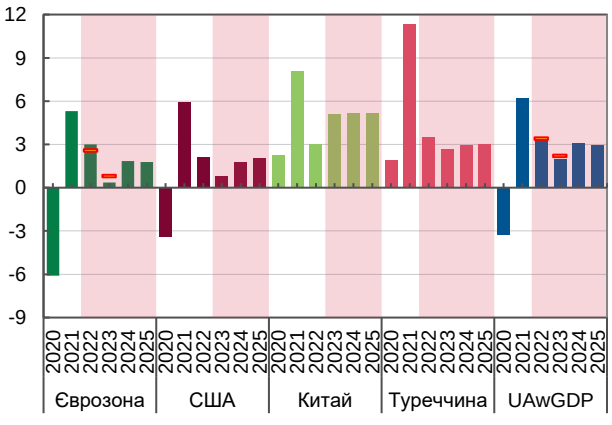
Джерело: J.P.Morgan, S&P Global, FRB of New York.

Графік 1.2. Світова торгівля товарами (обсяги) та UAwGDP, % р/р



Джерело: СОТ, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Графік 1.3. Реальний ВВП окремих країн – ОТП України та UAwGDP, %, р/р



– попередній прогноз
Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Економічне відновлення буде млявим через вищий рівень ставок і низьку ділову впевненість

Спад світової економічної активності в IV кварталі поглибився через зниження випуску як у промислових видах діяльності, так і сфері послуг. Причому падіння активності спостерігалося майже в усіх секторах, що засвідчило найгірший квартал з часів світової фінансової кризи, за винятком початкового періоду пандемії. Вагомими причинами цього були геополітична невизначеність, особливо внаслідок вторгнення росії в Україну, та посилення світових фінансових умов. Рівень ділової впевненості залишається низьким, а нові замовлення дедалі скорочуються, що надалі сповільнює світову торгівлю. Охолодження ділових настроїв і зниження світового попиту в IV кварталі 2022 року – на початку 2023 року демонструвало просідання барометру торгівлі товарами, який розраховується СОТ, нижче тренду. Схожу динаміку зафіксував і барометр торгівлі послугами.

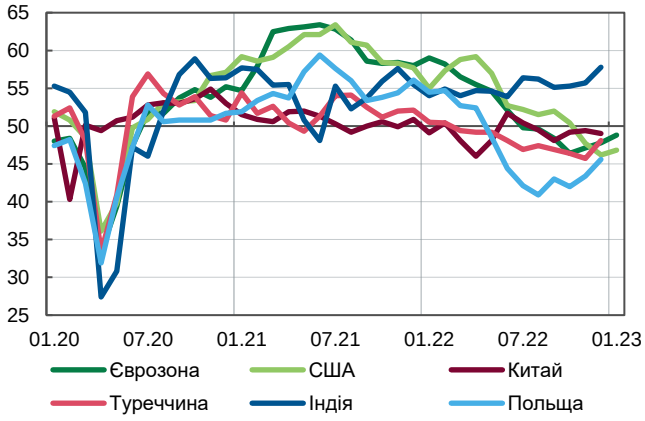
Негативно на світовій торгівлі позначаються й обмеження експорту, насамперед продуктів харчування, кормів та добрив. Кількість таких обмежень зросла з середини жовтня. Очікується, що після зростання на 3.5% у 2022 році завдяки високій активності на початку року та певній активізації торгівлі внаслідок відкриття "зернового коридору" та зміни політики нульової толерантності до COVID-19 у Китаї, обсяги світової торгівлі товарами у 2023 році зростуть лише на 1%. Це зумовлюватиметься глобальною рецесією в першому півріччі, наслідками війни в Україні, все ще доволі високими цінами на енергоносії та споживчою інфляцією, посиленням монетарної політики провідними центральними банками.

Послаблення попиту дало змогу дещо налагодити ланцюги постачання, попри незначне погіршення логістики Китаю через підвищення захворюваності наприкінці року. Відповідно, скоротилися й терміни доставки. З іншого боку, це призвело до помітного сповільнення зростання робочих місць через зниження потреби в опрацюванні безпрецедентного накопичення незавершених робіт після закінчення пандемії.

Через синхронну дію усіх вищезазначених негативних чинників очікується глобальна рецесія в першому півріччі 2023 року. Далі зростання відновиться, проте через слабку світову торгівлю та відносно жорсткі фінансові умови воно залишатиметься млявим.

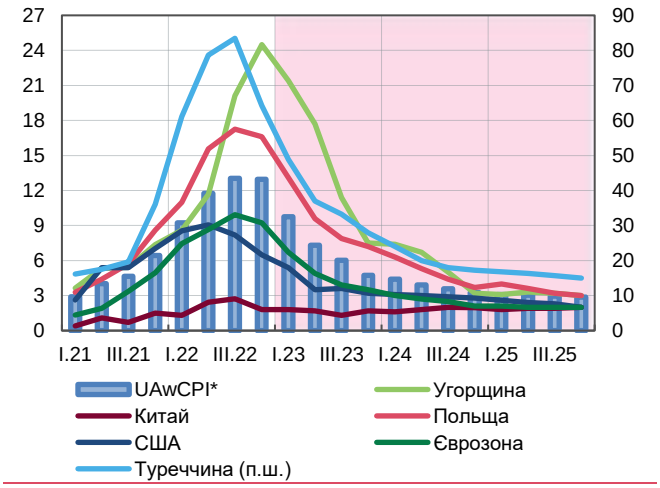
Суттєве звуження попиту було вагомою причиною стрімкого послаблення економічної активності як у розвинутих країнах, так і в більшості країн ЕМ у

Графік 1.4. PMI обробної промисловості окремих країн



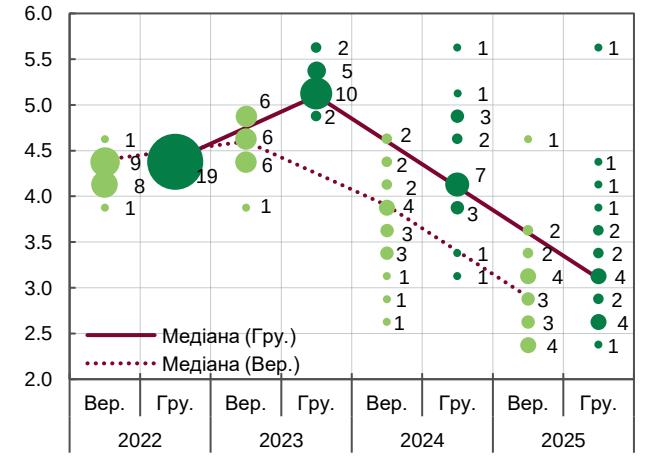
Джерело: S&P Global.

Графік 1.5. UAwCPI та споживча інфляція окремих країн – ОТП України на кінець періоду, % р/р



*У середньому за квартал
Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Графік 1.6. Кількість учасників FOMC, що очікують відповідну ставку*



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

IV кварталі. Економіка США загальмувала – темпи зростання були значно нижчі за довгостроковий тренд. Це стало наслідком згортання програм пандемічної підтримки, глобального впливу війни росії проти України та посилення фінансових умов, які найбільше позначилися на ринку житла. Випереджаючі індикатори свідчили про скорочення виробництва та нових замовлень наприкінці 2022 року, що призвело до сповільнення зростання кількості робочих місць. Попит на товари та послуги знизився найбільшими темпами з часів світової фінансової кризи, що на тлі зростання сукупної пропозиції вирівняло баланс в економіці. Це також зумовило різке сповільнення інфляції виробничих витрат. Очікується, що зростання попиту залишатиметься слабким протягом тривалого періоду. На тлі жорстких фінансових умов це стримуватиме зростання економіки США й надалі.

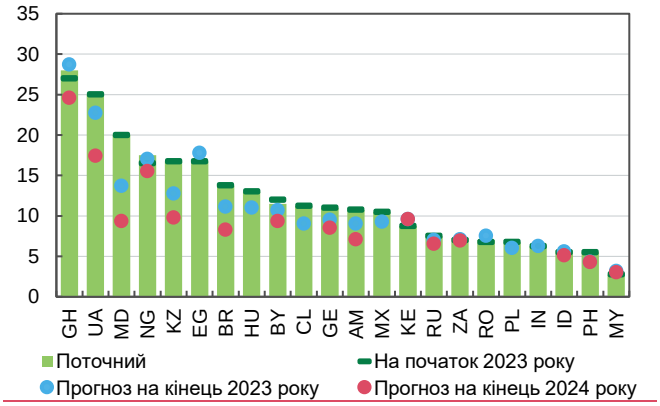
Падіння економічної активності Єврозони відповідно до випереджаючих індикаторів тривало наприкінці 2022 року попри певне поліпшення логістики та послаблення цінового тиску. Загальний рівень ділових настроїв залишається низьким, попит і далі звужується через скорочення реальних доходів та підвищення процентних ставок. Низький попит та енергетичні ризики залишаються суттєвими чинниками сповільнення економіки Єврозони. У міру вичерпання негативних чинників та проведення інвестиційних програм та структурних змін у межах нового пакета реформ ЄС, особливо в енергетичному секторі, економічна активність поступово відновлюватиметься.

Послаблення зовнішнього попиту з боку США та Єврозони негативно відобразилося на економічному зростанні країн ЕМ – ОТП України, насамперед більшості країн ЦСЄ та Китаю. Додатковими стримуючими чинниками були зниження інвестицій на тлі зростання запасів та звуження споживання через падіння реальних доходів населення. Очікується, що зростання інвестицій поступово відновлюватиметься, частково завдяки розвитку альтернативних джерел енергії. Зростатиме й споживання домогосподарств завдяки очікуваному відновленню зростання реальних доходів в умовах сповільнення інфляції. У Китаї додатковим чинником буде зміна політики нульової толерантності до COVID-19.

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

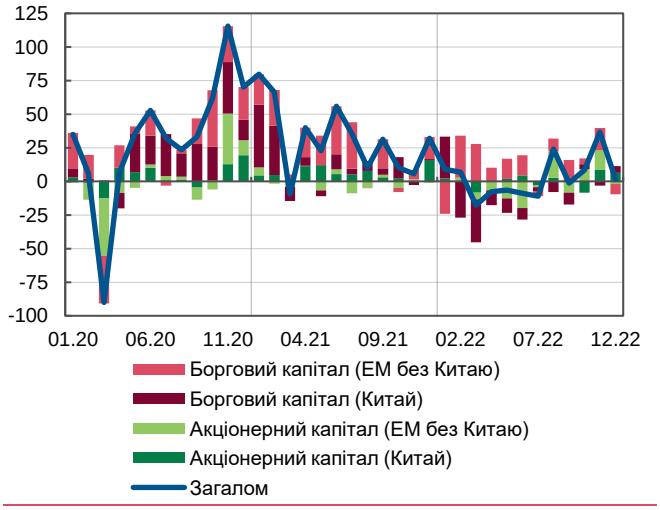
Глобальний інфляційний тиск зменшувався, про що свідчив, зокрема, Global Price Pressures Index, що знизився до найнижчого рівня за останні два з половиною роки. Це відбувалося як під впливом послаблення попиту, так і зменшення тиску з боку пропозиції завдяки поліпшенню логістики та зменшенню дефіциту поставок, про що свідчило зниження Global Supply Shortages Index. Додатковими чинниками послаблення інфляції витрат були зниження цін на паливо (попри їх усе ще високий рівень) та певне охолодження ринку праці. Останнє відображало зменшення зацікавленості компаній в новій робочій силі внаслідок скорочення кількості

Графік 1.7. Ключові процентні ставки в окремих країнах ЕМ, %



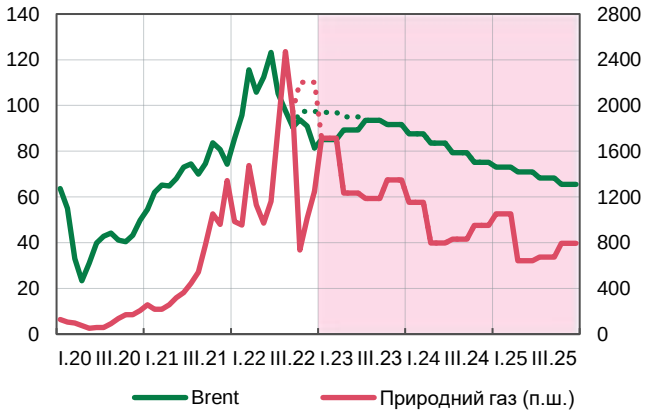
Джерело: офіційні сторінки центральних банків, Focus Economics, Trading Economics, станом на 31.01.23.

Графік 1.8. Чисті потоки портфельних інвестицій від нерезидентів, млрд дол.



Джерело: IIF.

Графік 1.9. Світові ціни на нафту марки Brent (дол./бар.) та ціни на природний газ на нідерландському ринку, TTF (дол./тис. м³)



Джерело: Refinitiv, прогноз НБУ.

незавершених робіт, нарощування запасів та звуження виробництва.

Очікується, що інфляційний тиск послаблюватиметься і далі. Однак через дію вторинних ефектів від підвищення цін на енергоносії та очікуване стійке зростання заробітних плат через необхідність компенсації високої інфляції цільові цінові індикатори у більшості країн – ОТП України будуть досягнуті лише у 2024 році.

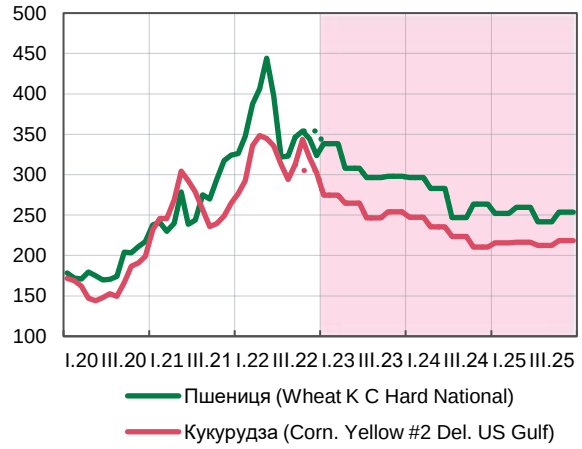
Відповідно, провідні центральні банки продовжували посилювати монетарну політику. Однак завдяки ознакам сповільнення інфляції підвищення ставок загальмувало наприкінці року. Очікується, що провідні центральні банки і далі підвищуватимуть ключові процентні ставки до рівня, достатнього для повернення інфляції до 2%, а також скорочуватимуть активи на своїх балансах. При цьому, всупереч заявам представників провідних центральних банків, ринки очікують раніше припинення циклу посилення та навіть перехід до пом'якшення політики ФРС уже наприкінці 2023 року.

Інфляція в країнах ЕМ призупинила зростання, а в окремих з них – почала сповільнюватися. Наприкінці 2022 року все більше центробанків цих країн займали вичікувальну позицію з метою аналізу впливу проведеного посилення на макроекономічну ситуацію. Водночас деякі центральні банки запроваджували додаткові та іноді нетрадиційні заходи з посилення трансмісії (див. вставку "Монетарна політика в умовах значного структурного профіциту ліквідності: в пошуках дієвого рецепта" на стор. 41). Очікується, що центральні банки країн ЕМ поступово розпочнуть пом'якшення своєї політики з другої половини 2023 року.

Загалом світові фінансові умови для країн ЕМ погіршилися через сповільнення економічного зростання, високу інфляцію та стрімке підвищення процентних ставок провідними центральними банками. У результаті інтерес до ризикових активів знизився. Натомість валюти країн ЕМ були стійкішими відносно валют розвинутих країн через більшу експортоорієнтованість: зростання світових цін на товари, у тому числі внаслідок вторгнення росії в Україну, надало додаткову підтримку.

Поступове сповільнення темпів підвищення ставок, насамперед ФРС, створює основу для збільшення потоків капіталу до країн ЕМ. Так, у IV кварталі 2022 року чистий приплив капіталу до країн ЕМ відновився, передусім – в акціонерний капітал. Натомість приплив капіталу до Китаю, що зазвичай був найстійкішим серед ЕМ, майже припинився із лютого 2022 року, зважаючи на зростання геополітичних ризиків. Відновлення попиту на акції країн ЕМ свідчить про поліпшення очікувань ринку щодо зростання цих економік із завершенням циклу посилення монетарної політики ФРС уже з 2023 року. Водночас збільшуватиметься привабливість і облігацій країн ЕМ з огляду на зниження дохідностей державних боргових цінних паперів розвинутих країн на тлі вирівнювання інфляційних очікувань та девальвації курсу долара США.

Графік 1.10. Світові ціни зернові, дол./т



Джерело: Refinitiv, прогноз НБУ.

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

Світові ціни на нафту та природний газ у Європі в IV кварталі 2022 року змінювалися різноспрямовано. Через уповільнення глобальної економіки попит на нафту дедалі скорочувався, що тиснуло в бік її здешевлення. Лише обмеження обсягів видобування країнами ОПЕК+ утримало ціни від ще глибшого падіння. Ці чинники й надалі залишатимуться визначальними на ринку нафти. Додатковий вплив матиме запроваджене ЄС ембарго на закупівлю російської нафти та нафтопродуктів морем та обмеження ціни на російську нафту, унаслідок чого вона дедалі більше переорієнтовуватиметься на ринок Азії.

Ціни на природний газ були доволі волатильними. З одного боку, шантаж росії призводив до їх зростання, тоді як активний імпорт СПГ та майже заповнені газові сховища в умовах порівняно теплої погоди – до їх зниження. Очікується, що поступове зменшення залежності країн Європи від російського газу, суттєве скорочення його споживання та запровадження максимального рівня цін сприятиме здешевленню газу.

Світові ціни на сталь та залізну руду знижувалися через слабкий попит у більшості регіонів світу та значні накопичені запаси. Зміна політики нульової толерантності до COVID-19 у Китаї та активізація попиту, у тому числі завдяки заходам з підтримки ринку нерухомості, призведуть до короткострокової корекції цін угору. Надалі через пришвидшене нарощування пропозиції порівняно з відновленням попиту відновиться тенденція до зниження цін на сталь та залізну руду.

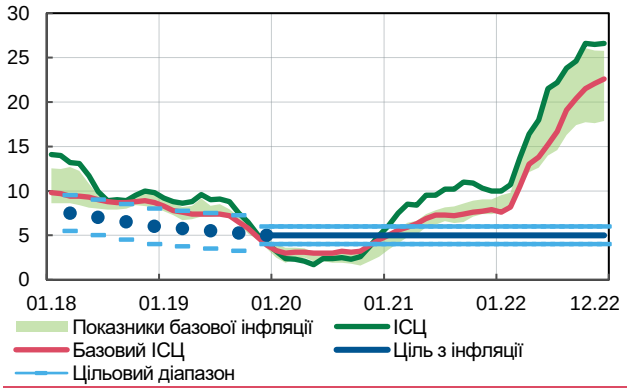
На ринках пшениці та кукурудзи превалював знижувальний тиск на ціни, зокрема через дію "зернового коридору". Погодні умови внесли свої корективи у врожаї в різних країнах: слабкий урожай кукурудзи в США був компенсований рекордними результатами в Бразилії, а високий обсяг збору пшениці в Австралії дав змогу компенсувати низький врожай в Аргентині. Очікується, що площі посівів збільшаться в країнах Латинської Америки, Індії та Австралії на тлі поліпшення погодних умов, що сприятиме зростанню врожаїв. Разом із подальшою роботою "зернового коридору" це сформує надлишкову пропозицію всупереч зростанню попиту, що призведе до зниження цін на прогнозному горизонті.

Частина 2. Економіка України

2.1. Інфляційний розвиток

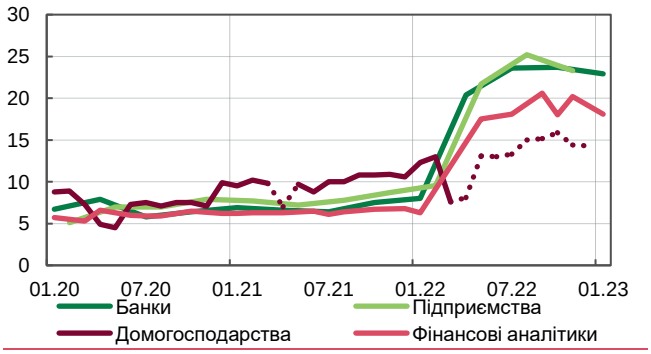
- З початку повномасштабної війни інфляція очікувано пришвидшилася (до 26.6% р/р у грудні 2022 року) переважно під впливом чинників пропозиції. Однак попри виклики війни та високоінфляційне зовнішнє середовище вона залишилася керованою та стабілізувалася наприкінці року.
- Інфляція сповільниться у 2023 році внаслідок дії жорстких монетарних умов, зниження світової інфляції та слабшого попиту. Надалі дія дезінфляційних чинників посилиться, чому сприятимуть очікуване зниження безпекових ризиків, відновлення логістики та збільшення врожаїв. Проте на всьому прогнозному періоді вона перебуватиме вище цільового діапазону через значні темпи зростання адміністративних цін і тарифів.

Графік 2.1.1. Споживча інфляція та оцінки основного інфляційного тренду*, % р/р



* Детальніше в "Інфляційному звіті" за січень 2017 року (стор. 20–21).
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.2. Інфляційні очікування на наступні 12 місяців*, %



* Пунктирні лінії – зміна методу опитування з віч-на-віч на телефонні інтерв'ю. Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.3. Найвпливовіші чинники формування очікувань підприємств щодо зміни цін на їхні товари та послуги, % респондентів

Джерело: НБУ.

Споживча інфляція стабілізувалася наприкінці 2022 року, але на високому рівні

Упродовж 2022 року споживчі ціни в Україні перебували під значним тиском у бік зростання. Передусім це було пов'язано з наслідками російської агресії (детальніше – у вставці "Чинники відхилення інфляції від цілі" на стор. 16), що зумовила різке збільшення витрат бізнесу та скорочення пропозиції. Значним був і тиск від загальносвітових процесів – багато країн оновили свої багаторічні інфляційні максимуми, окремі розвинуті країни зіткнулися з двозначними темпами зростання цін. Навіть у таких складних умовах інфляційні процеси в Україні залишилися керованими.

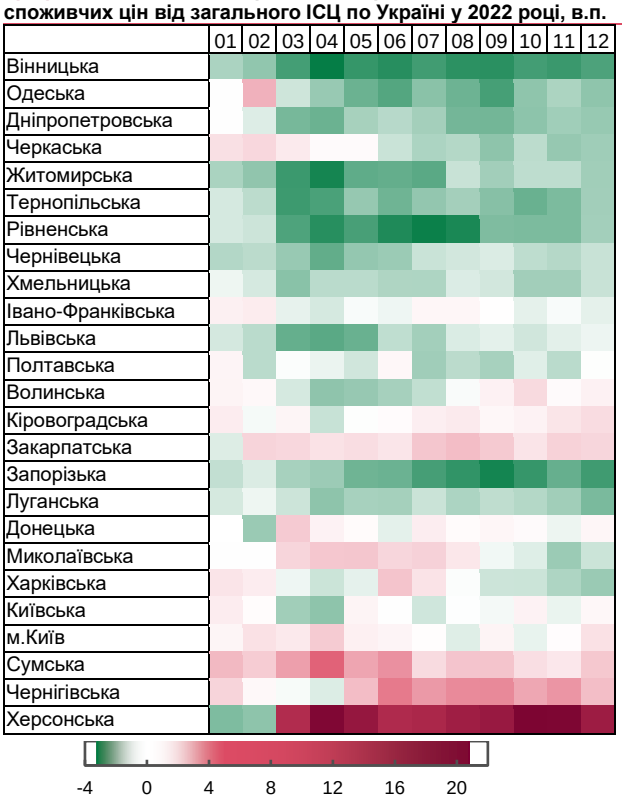
Річні темпи зростання ІСЦ упродовж IV кварталу 2022 року залишилася практично на незмінному рівні (у грудні – 26.6%) та виявилися меншими порівняно з жовтневим прогнозом НБУ. Попри високу поточну інфляцію інфляційні очікування домогосподарств[2] і бізнесу (які в Україні є значною мірою адаптивними) у другому півріччі стабілізувалися, а наприкінці року почали поліпшуватися. Це, ймовірно, зумовлювалося фіксацією обмінного курсу гривні для зовнішньоекономічних операцій, зміцненням його на готівковому ринку, збереженням незмінних тарифів на ЖКП та зниженням обсягів монетизації бюджету.

Попри подальше відображення липневого коригування офіційного курсу в цінах на непродовольчі товари, загалом режим фіксації обмінного курсу сприяв стабілізації очікувань та керованості інфляційних процесів. Зокрема, у IV кварталі 2022 року послабився вплив чинника "курс гривні до іноземних валют" на формування очікувань підприємств щодо їхніх цін на товари та послуги (згідно з результатами опитувань щодо ділових очікувань підприємств).

Стримували посилення інфляційного тиску й висока адаптивність українського бізнесу до складних умов, а також подальша деокупація територій. Зокрема, у другому півріччі знизився за вагомістю такий чинник впливу на цінові очікування підприємств, як "проблеми з логістикою". Деокупація частини Херсонщини в IV кварталі дала змогу розблокувати та налагодити постачання до цієї області якісніших і дешевших товарів з інших регіонів України. Тож у Херсонській області в

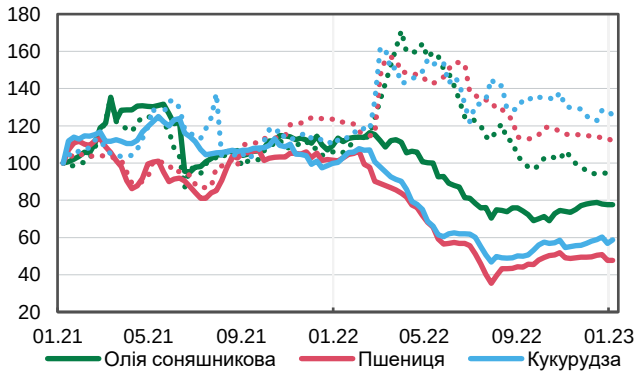
[2] На показники інфляційних очікувань домогосподарств могла вплинути зміна методу опитування з особистого на телефонне інтерв'ю.

Графік 2.1.4. Відхилення річних змін регіональних індексів споживчих цін від загального ІСЦ по Україні у 2022 році, в.п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

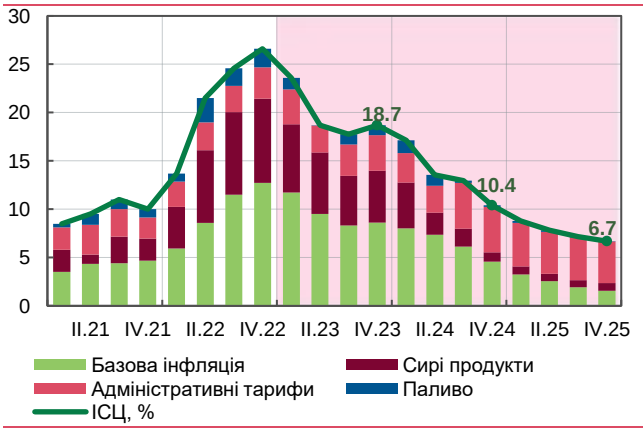
Графік 2.1.5. Ціни на основні с/г товари в Україні та на зовнішніх ринках* у доларовому еквіваленті, 01.2021 = 100



* Суцільні лінії – ціни на с/г в Україні на умовах EXW, пунктирні лінії – ціни на зовнішніх ринках на умовах FOB.

Джерело: АПК-інформ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.6. Внески в річну зміну ІСЦ на кінець періоду за компонентами, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

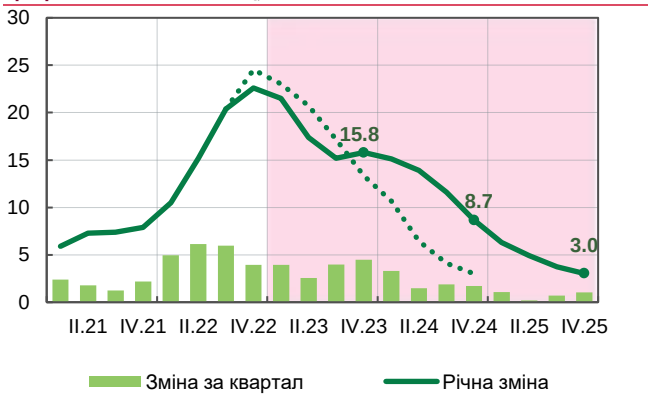
грудні було зафіксовано дефляцію в місячному вимірі, що сприяло зменшенню розриву річної інфляції в області порівняно з середніми показниками по Україні. Утім, через близькість фронту цей процес є досить повільним. Звільнення частини Херсонщини супроводжувалося й зниженням інтенсивності обстрілів Миколаївської області, що також мало певний дезінфляційний вплив.

Стримував інфляцію й слабкий споживчий попит, а також зміни в його структурі внаслідок пріоритезації витрат. Так, сповільнювалося зростання цін на товари непершочергової необхідності, зокрема побутову техніку, домашній текстиль. Помірними темпами впродовж року дорожчали послуги, а наприкінці року темпи зростання цін на них навіть знизилися. Зокрема, слабкий попит гальмував подорожчання непершочергових послуг: спортзалів, кабельного телебачення, страхування та стоянок автомобілів, туристичних послуг. Це переважило швидше зростання вартості медичних та телекомунікаційних послуг, послуг закладів громадського харчування під впливом збільшення витрат, зокрема й через кризову ситуацію в енергетиці.

Незважаючи на нижчі урожаї цього року, пропозиція с/г продукції була достатньою для забезпечення внутрішніх потреб України. Крім того, попри дію "зернового коридору", логістичні труднощі та високі ризики утримували експортні ціни на українське збіжжя та іншу с/г продукцію на низькому рівні. Це, зі свого боку, обмежувало зростання цін і на внутрішньому ринку. Зокрема сповільнилося подорожчання борошна, гречаної та інших круп. Дешевші корми частково компенсували вплив скорочення поголів'я і наслідків дефіциту е/е на ціни продукції тваринництва. Сповільнилося й подорожчання овочів, насамперед борщового набору, завдяки розширенню пропозиції з центральних та північних областей. Надлишковою була й пропозиція яблук унаслідок обмеженого експорту, що утримувало ціни на них нижчими, ніж торік.

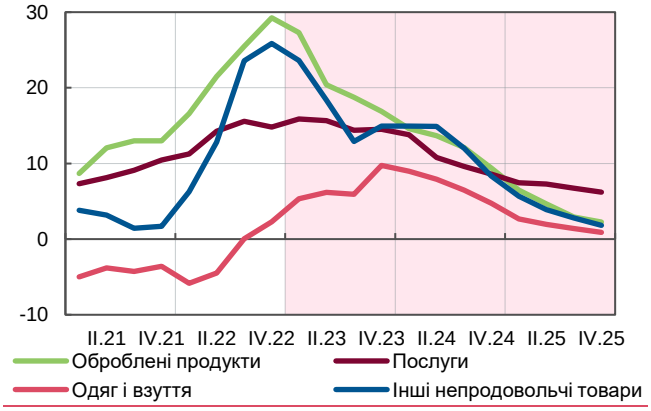
Однак, попри стабілізацію наприкінці року, інфляційний тиск залишався значним та нерівномірним. Зростання витрат, у тому числі через перебої з постачанням е/е (детальніше – у вставці "Вплив дефіциту е/е на економіку України" на стор. 21), були серед найвагоміших чинників, що формували очікування підприємств щодо зміни цін на їхні товари та послуги. Зберігаються й 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. Розширення оцінок основного інфляційного тренду (див. графік 2.1.1) також свідчить про значну нерівномірність інфляційного тиску. Це, з одного боку, може відображати структурні зміни в економіці України, пов'язані з війною та економічною кризою, а з іншого, – накопичення дисбалансів, зокрема в енергетичному секторі внаслідок адміністративних рішень, що стримуватиме сповільнення інфляції в майбутні періоди.

Графік 2.1.7. Базовий ІСЦ, %



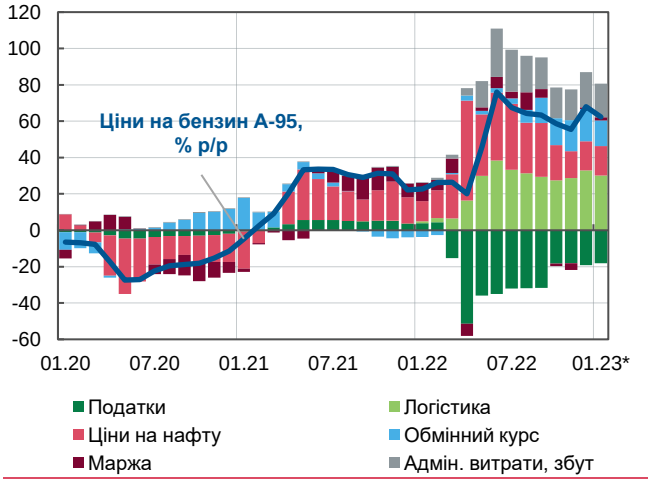
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.8. Компоненти базового ІСЦ на кінець періоду, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.9. Внески чинників у зміну ціни на бензин А-95, в.п.



* Січень 2023 року – оцінки НБУ.
Джерело: ДССУ, minfin.com.ua, розрахунки НБУ.

Інфляція надалі знижуватиметься на тлі жорстких монетарних умов, уповільнення глобальної інфляції, налагодження логістики та адаптації виробництва

Безпекові ризики ще тривалий час залишатимуться вагомим проінфляційним чинником. Проте з весни поточного року інфляція почне знижуватися під впливом жорстких монетарних умов, вщухання світових інфляційних процесів, а також все ще слабкого попиту. Надалі зі зменшенням ризиків поліпшаться інфляційні очікування економічних агентів і послабляться проінфляційні ефекти шоків пропозиції завдяки відновленню виробничих потужностей та оптимальних логістичних зв'язків, а також очікуваному збільшенню врожаїв.

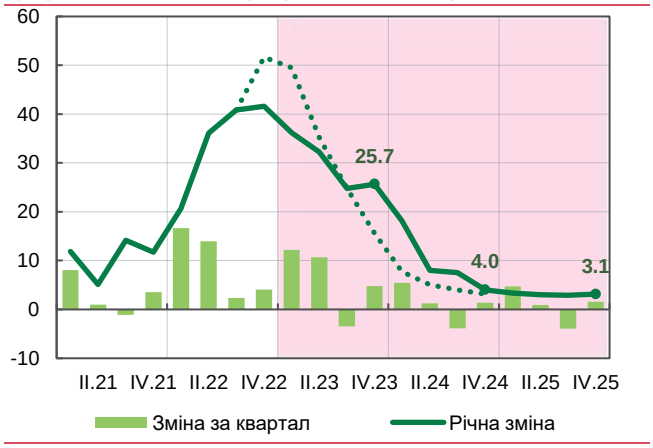
Сукупний попит ще тривалий час залишатиметься нижче свого рівноважного рівня (див. розділ "Попит та випуск" на стор. 17). Відповідно інфляційний тиск з боку попиту буде низьким, що на тлі жорстких монетарних умов стримуватиме проінфляційний вплив шоків пропозиції, зокрема пов'язаних з наслідками дефіциту е/е. У результаті базова інфляція знизиться до близько 15% на кінець 2023 року. Поступове згасання шоків пропозиції з наступного року визначатиме подальше зниження базової інфляції до однознакового рівня в кінці 2024 року, а до кінця прогнозного періоду – до 3%. Майже всі основні компоненти базової інфляції знижуватимуться, і в повоєнний період основним її драйвером буде відновлення попиту та зарплат, що найбільше позначатиметься на вартості послуг. Крім того, висока потреба у відновленні житла визначатиме посилений тиск з боку попиту на ціни відповідних товарів та послуг.

Проте інфляція залишатиметься високою через ефекти перенесення на ціни значних витрат бізнесу, пов'язаних із наслідками війни, зокрема й дефіцитом е/е

Крім подальшого впливу пошкоджень виробничих потужностей та ускладненої логістики, вагомим чинником інфляційного тиску з кінця 2022 року стала криза в енергетиці (детальніше у вставці "Вплив дефіциту е/е на економіку України" на стор. 21). У короткостроковому періоді це мало навіть певний дезінфляційний вплив, а бізнес доволі швидко пристосувався до нових умов. Утім, потреби забезпечення автономного енергопостачання та/чи зміна графіків роботи все ж призвели до подальшого зростання витрат, що тиснутиме на підвищення цін.

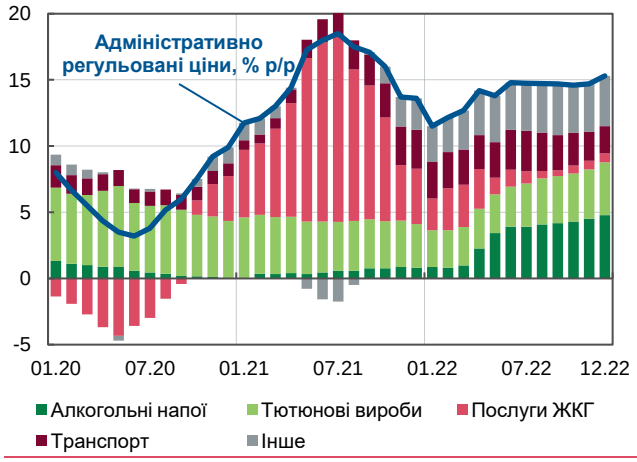
Зокрема, збільшення попиту на пальне, у тому числі для генераторів, пришвидшило його подорожчання наприкінці року (до 69.4% р/р у грудні). У 2023 році одним з основних чинників подорожчання пального стане очікуване повернення системи його оподаткування на довоєнний рівень. Це підживить і загальну інфляцію через ефекти перенесення вартості пального на вартість інших товарів та послуг, зокрема транспортних. Надалі ціни на пальне стабілізуються завдяки поступовому зниженню світових цін на нафту, а з 2024 року паливна компонента як

Графік 2.1.10. Ціни на сирі продовольчі товари, %



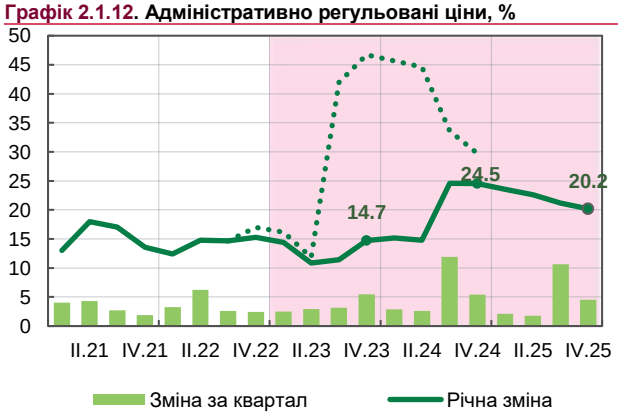
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.11. Внески у зміну адміністративно регульованих цін, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.12. Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

безпосередньо, так і через вторинні ефекти сприятиме гальмуванню загальної інфляції.

З весни 2023 року почне поступово сповільнюватися продовольча інфляція, проте протягом року вона залишатиметься порівняно високою через зниження врожаїв, збереження значних безпекових ризиків та наслідки перебоїв з енергопостачанням. Зі зменшенням безпекових ризиків інфляція сирих продуктів стрімко знижуватиметься завдяки відновленню технологічних і логістичних зв'язків, збільшенню врожаїв, а також очікуваному зниженню світових цін на продовольство та енергоносії. За відсутності значних нових шоків завдяки насиченню продовольчого ринку пропозицією як власного виробництва, так й імпортованою продукцією інфляція сирих продуктів стабілізується на рівні 3-4% з кінця 2024 року.

На показнику загальної інфляції суттєво відображатиметься приведення адміністративних цін і тарифів до їх економічно обґрунтованого рівня

Темпи зростання адміністративно регульованих цін у другому півріччі стабілізувалися на рівні близько 15% у річному вимірі. Основний внесок у зростання адміністративно регульованої інфляції мало пришвидшення зростання цін на алкогольні напої внаслідок збільшення виробничих витрат на енергію, сировину й тару. Швидше дорожчали тютюнові вироби під тиском витрат та ефектів перенесення коригування обмінного курсу. Натомість знизилися темпи зростання вартості транспортних послуг завдяки сповільненню зростання цін на пальне в попередні місяці. Основним стримуючим чинником адміністративної інфляції залишався мораторій на підвищення тарифів на ЖКП для населення.

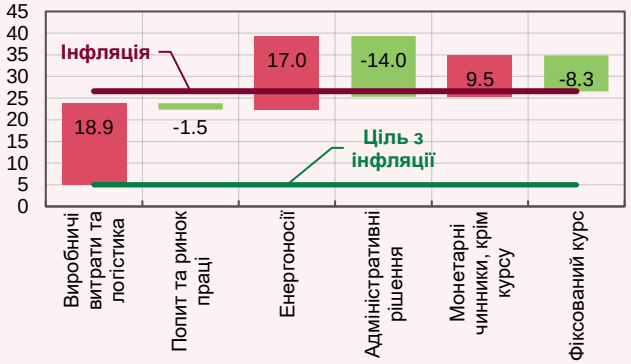
Надалі накопичені дисбаланси в енергетичному секторі зумовлюватимуть потребу приведення тарифів на ЖКП до ринкових рівнів. Зважаючи на високу соціальну значущість тарифів, очікується, що їх підвищення буде поетапним і триватиме впродовж декількох років, а також супроводжуватиметься розширенням соціальної підтримки. Високу адміністративну інфляцію визначатиме й подальше подорожчання підакцизних товарів (насамперед тютюнової продукції) через збільшення акцизного навантаження. Отже, підвищення адміністративних цін і тарифів матиме основний внесок в інфляцію у 2024 – 2025 роках. Як наслідок, загальна інфляція на прогнозному горизонті знижуватиметься помірно – до 18.7% на кінець 2023 року, 10.4% та 6.7% у 2024 та 2025 роках відповідно.

Вставка 1. Чинники відхилення інфляції від цілі

Цінова стабільність залишається пріоритетним завданням для НБУ, незважаючи на тимчасовий відхід від традиційного формату інфляційного таргетування із запровадженням воєнного стану. Тому аналіз чинників, що посилювали та/чи стримували інфляційний тиск, є важливим для подальшого врахування в рішеннях щодо монетарної політики. У 2022 році інфляційний тиск в Україні суттєво посилився. Споживча інфляція в грудні 2022 року перевищила ціль у 5% на 21.6 в. п. Значною мірою відхилення від цілі зумовлювалися масштабними шоками з боку пропозиції, які лише незначно компенсувалися зниженням споживчого попиту. Натомість вплив високих світових цін на енергоносії значною мірою стримувала дія мораторію на підвищення тарифів на ЖКП для населення. Вагомим чинником, що стримував інфляційний тиск, стала фіксація обмінного курсу, незважаючи на його коригування в середині року.

Більшість чинників, що зумовлювали стрімке пришвидшення інфляції у першому півріччі (див. вставку "Чинники відхилення інфляції від цілі під час війни" в Інфляційному звіті за липень 2022 року на стор. 18–19), були актуальними протягом усього року. Найбільший внесок у посилення інфляційного тиску у 2022 році мали шоки пропозиції, передусім пов'язані з вторгненням росії. Проте, були й чинники, що стримували інфляційний тиск.

Графік 1. Декомпозиція відхилення інфляції від цілі в грудні 2022 року, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Посилювали інфляційний тиск:

- **зростання виробничих та логістичних витрат, а також зниження пропозиції товарів та послуг** унаслідок масштабного руйнування активів підприємств, пошкодження інфраструктури, порушення ланцюгів виробництва й постачання. Ці процеси підсилювалися вичерпанням запасів сировини, матеріалів та обладнання, а також обмеженими можливостями їх поповнення. Додатково наприкінці року на собівартості більшості товарів та послуг позначилася криза в енергетичному секторі (детальніше – у вставці "Вплив дефіциту е/е на економіку України" на стор. 21);
- **високі ціни на енергоресурси**, насамперед природний газ та нафтопродукти. Попри обмежений прямий вплив через мораторій на підвищення тарифів на ЖКП для населення, високі ціни на енергоресурси позначалися на споживчих цінах в Україні через вартість пального та вторинні ефекти. З огляду на труднощі з постачанням та підвищений внутрішній попит, особливо наприкінці року, високі ціни на нафту зумовлювали значне подорожчання пального і транспортних послуг;
- **монетарні чинники, крім курсу.** НБУ суттєво підвищив облікову ставку в червні 2022 року. Проте її трансмісія в інфляцію залишалася ослабленою через запроваджені з початком вторгнення обмеження на рух капіталу та профіцит ліквідності в банківській системі. Вагомим джерелом останнього стали значні видатки бюджету, що забезпечувалися міжнародною фінансовою допомогою та монетизацією з боку НБУ. Утім, якби ставка залишалася незмінною на рівні 10%, вплив цих монетарних чинників був би суттєво вищим.

Разом із тим зростання інфляції гальмували:

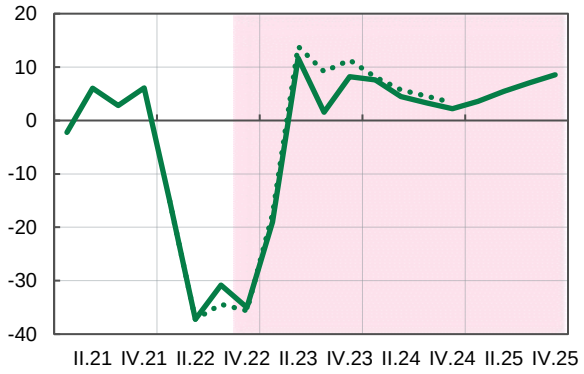
- **фіксація обмінного курсу гривні**, що відіграла основну роль у збереженні контрольованості інфляційних процесів. Попри коригування офіційного курсу гривні в липні 2022 року, його фіксація завдяки валютним інтервенціям та заходам контролю за рухом капіталу та валютними операціями все ще обмежувала зростання собівартості товарів та послуг, зокрема через вартість імпортних складових. Вагомий вплив цього чинника проявлявся через стримування інфляційних і курсових очікувань громадян та бізнесу, зменшення ризиків фінансової дестабілізації;
- **адміністративні рішення**. Дія мораторію на підвищення тарифів на ЖКП для населення утримувала їх значно нижчими за ринково обґрунтований рівень, формуючи значний від'ємний внесок у зростання ІСЦ. Крім того, попри часткове повернення акцизів з IV кварталу 2022 року, зберігався від'ємний внесок від послаблення податкового навантаження на пальне;
- **слабкий попит та демографічні зміни**. Падіння реальних доходів населення, виїзд значної частини населення за кордон, несприятлива ситуація на ринку праці, посилені наслідками дефіциту е/е, зумовили скорочення приватного споживання, зміну структури попиту в бік меншого споживання непершочергових товарів та послуг.

Аналіз інфляційних процесів свідчить, що у 2022 році курсова політика НБУ та підвищення облікової ставки в середині року практично нівелювали вплив інших монетарних чинників. Надалі для протидії тиску на обмінний курс, збереження макрофінансової стійкості та сповільнення інфляції на прогнозному горизонті НБУ утримуватиме жорсткі монетарні умови, одночасно вживаючи заходів для пришвидшення та посилення монетарної трансмісії. Такі дії дадуть змогу нівелювати вторинні ефекти факторів зі сторони пропозиції та сприятимуть зниженню інфляційних очікувань.

2.2. Попит і випуск

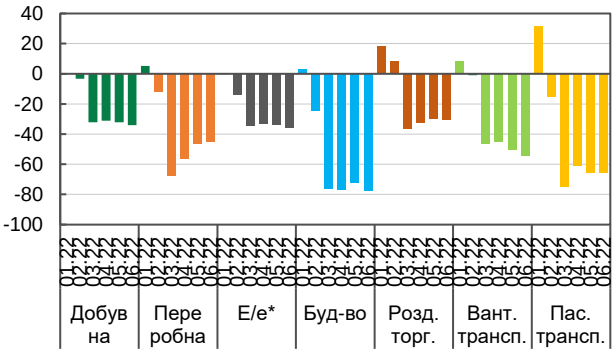
- Відновлення економіки України наприкінці 2022 року перервалося через перебої з енергопостачанням, спричинені атаками росії на енергетичну інфраструктуру. В умовах високих безпекових ризиків та нижчих врожаїв це стримуватиме економічну активність у 2023 році, у результаті чого реальний ВВП зросте маржинально (лише на 0.3%). Водночас важливою передумовою цього є підтримання стійкості енергетичної системи владою та ефективна адаптація бізнесу до нових умов функціонування.
- У 2024–2025 роках зниження безпекових ризиків та відновлення повноцінної роботи чорноморських портів, м'яка фіскальна політика та пожвавлення внутрішнього попиту підтримуватимуть відновлення економіки. Утім, реальний ВВП відновить зростання, проте й надалі перебуватиме нижче свого потенційного рівня.

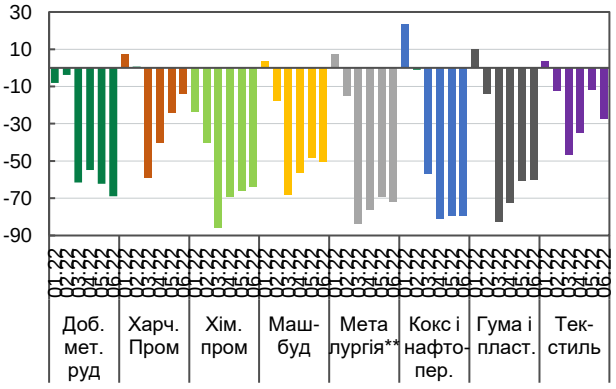
Графік 2.2.1. Реальний ВВП, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.2. Показники діяльності в окремих секторах та галузях промисловості в першому півріччі 2022 року, % р/р





*Е/е включає е/е, газ, пару та кондиційоване повітря. **Включає як металургію, так і вир-во готових металевих виробів.

Джерело: ДССУ.

Стійкість та адаптивність української економіки до нових викликів виявилася вищою, ніж очікувалося, проте економічне відновлення все ж перервалося наприкінці року через енергетичний терор росії

За оцінками НБУ у 2022 році економіка України скоротилася на 30.3% р/р. Основними причинами найглибшого спаду в історії країни були наслідки повномасштабної війни: руйнування інфраструктури та виробничих потужностей, розрив логістичних зв'язків та падіння експорту, скорочення інвестицій та слабкий споживчий попит, у тому числі через активну міграцію[3], а також значно нижчий, ніж рік тому, врожай.

Інвестиційна діяльність зазнала глибокого падіння передусім у приватному секторі. Серед основних причин – невизначеність, високі безпекові ризики, зниження платоспроможного попиту, погіршення фінансових результатів підприємств. Про це, зокрема, свідчив суттєвий спад будівництва. Певну підтримку інвестиціям надали закупівлі та постачання озброєння і техніки для ЗСУ.

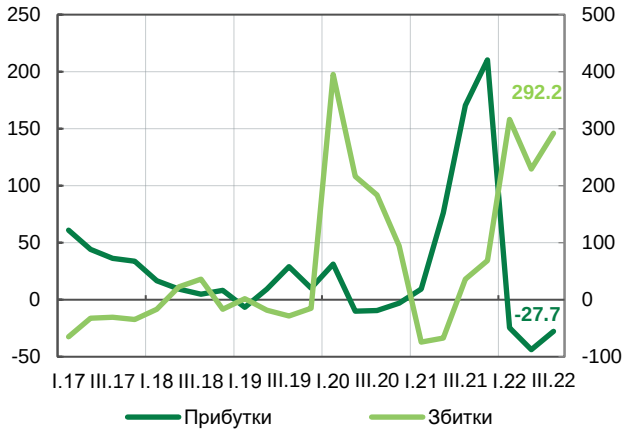
Урожай зернових у 2022 році скоротився на 40%, хоча це переважно відбулося за рахунок суттєвого зменшення зібраних площ через окупацію та мінування окремих територій, а також на тлі рекордних врожаїв попереднього року. Водночас завдяки частковій переорієнтації ярих посівів на користь ріпака та сої (що замістили частину кукурудзи), їх урожай навіть перевищив торішній. Дещо ліпшими, ніж очікувалося, виявилися врожаї олійних культур.

Загалом, попри важкі мінливі умови, бізнес та населення продемонстрували здатність доволі швидко пристосовуватися до нових викликів.

Динаміка показників окремих секторів економіки в січні – червні 2022 року, публікацію яких наприкінці року поновила ДССУ, свідчить, що відновлення низки секторів розпочалося вже у II кварталі. Зокрема, переорієнтація на воєнні потреби підтримала відновлення в харчовій, фармацевтичній, легкій промисловості та машинобудуванні, а заміщення імпорту добрив з рф та білорусі – вітчизняну хімічну промисловість.

[3] Витрати українських мігрантів за кордоном ураховуються в кінцевих споживчих витратах домогосподарств, що утім компенсується імпортом послуг. Усе ж активна міграція мала негативний вплив на ВВП через переорієнтацію таких споживачів на товари та послуги іноземного виробництва.

Графік 2.2.3. Прибутки та збитки великих та середніх підприємств, за період, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

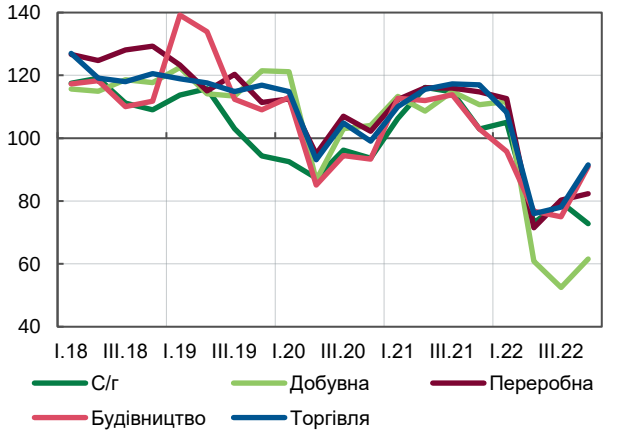
Таблиця 2.2.1. Обсяги врожаю окремих культур, млн т

	Середнє 2016–2020	2021	2022	2022, % р/р
Пшениця	26	32.2	20.2	-37
Ячмінь	8.3	9.4	5.8	-38
Кукурудза*	30.9	42.1	24.4	-42
Соняшник	13.7	16.4	10.5	-36
Ріпак	2.4	2.9	3.2	+10
Соя	3.8	3.5	3.7	+6
Цукрові буряки	12.4	10.9	9	-17

*Станом на 20.01.2023.

Джерело: ДССУ, Міністерство аграрної політики та продовольства України.

Графік 2.2.4. ІДО за базовими видами діяльності, %



Джерело: НБУ.

У III кварталі 2022 року спад ВВП (на 30.8% р/р, за оперативною оцінкою ДССУ) виявився меншим, ніж жовтневі оцінки НБУ. Бізнес налагоджував логістику, релокував підприємства, розширював онлайн-сервіси. Звільнення окупованих територій та повернення частини вимушених переселенців до місць постійного проживання, відкриття "зернового коридору" також підтримали відновлення економіки. Зокрема, робота "зернового коридору" підтримала діяльність с/г, транспорту та харчової промисловості.

Відновлення економіки з великою імовірністю тривало б і в IV кварталі 2022 року. Утім, його перервали атаки росії на енергетичну інфраструктуру, що позначилося і на погіршенні ділових очікувань. Хоча значна частина бізнесу адаптується і до перебоїв з електропостачанням[4], не для всіх це можливо через особливості виробничих процесів та обмеженість фінансових ресурсів. У результаті наприкінці року погіршилася ситуація в металургії, яка і до цього була складною через значні руйнування та обмежені експортні можливості. Це, у свою чергу, зумовило глибокий спад у видобуванні металевих руд. Перебої з постачанням е/е позначилися і на транспорті та інших секторах послуг, утім, вони швидше адаптувалися до відключень е/е завдяки закупівлі генераторів (детальніше – у вставці "Вплив дефіциту е/е на економіку України" на стор. 21). Так, посилення попиту на товари довготермінового зберігання та автономного енергозабезпечення, а також передсвяткові розпродажі підтримали роздрібну торгівлю, зокрема завдяки онлайн-замовленням.

Загалом, за оцінками НБУ, від'ємний внесок дефіциту е/е в зміну реального ВВП у IV кварталі становив 4 в. п., унаслідок чого його падіння поглибилося до 35% р/р.

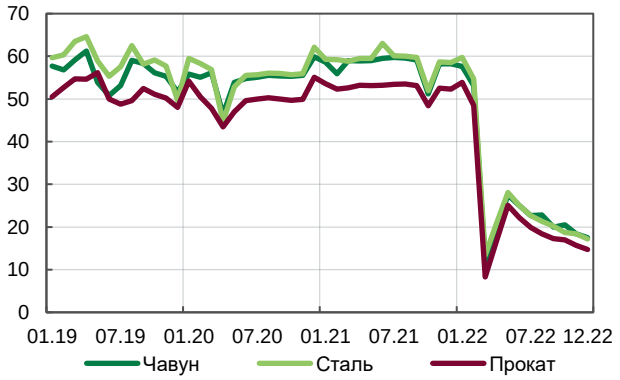
Високі безпекові ризики та дефіцит електроенергії обмежуватимуть економічну активність у 2023 році

Економічна активність у 2023 році залишатиметься слабкою, а реальний ВВП зросте лише маржинально (на 0.3%). Незважаючи на часткову адаптацію як бізнесу, так і споживачів до умов війни та проблем з енергопостачанням, триваліший період високих безпекових ризиків пригнічуватиме споживчі та інвестиційні настрої, а отже, стримуватиме економічне відновлення. Високий рівень безробіття та слабкі темпи повернення мігрантів з-за кордону обмежуватимуть приватне споживання та відновлення сектору послуг. За підсумком року приватне споживання зросте лише завдяки значним обсягам міжнародної допомоги, що надходитиме в економіку та перерозподілятиметься через бюджет.

Волога погода та дефіцит е/е (яка потрібна для сушіння зерна) наприкінці 2022 року затримали збирання кукурудзи, майже 20% якої на початок 2023 року все ще залишалося на полях[5]. Це може затримати підготовку

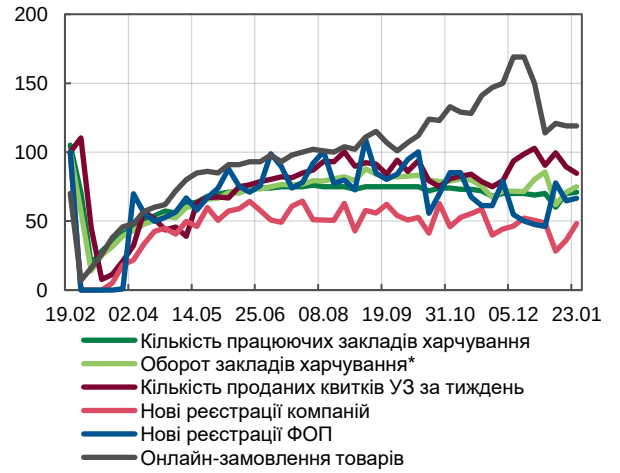
[4] За опитуванням ЄБА, 86% респондентів установлюють генератори або інші ДБЖ, 66% змінили графік роботи, водночас 40% респондентів зменшили обсяги виробництва.
[5] За методикою ДССУ, залишки врожаю 2022 року, хоча і зібрані на початку 2023 року, усе одно будуть уключені в показники с/г 2022 року згідно з уточненою звітністю с/г виробників.

Графік 2.2.5. Середньодобове виробництво сталі, чавуну, прокату, тис. т



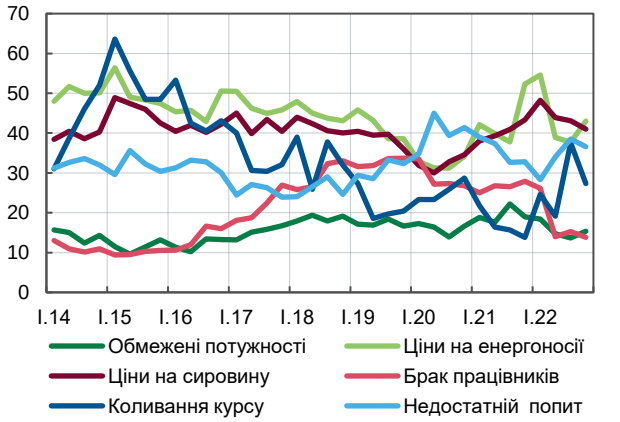
Джерело: Укрметалургпром.

Графік 2.2.6. Високочастотні індикатори економічної активності в секторах послуг, % до довоєнного рівня



Джерело: Opendatabot, Poster, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.7. Оцінка факторів, які стримуватимуть нарощення виробництва у наступні 12 місяців, % відповідей



Джерело: НБУ.

земель та зменшити площі посівів ярих культур під урожай 2023 року. Разом зі збереженням високих безпекових ризиків це зумовить зменшення оброблених площ та менші обсяги врожаю у 2023 році[6], що матиме близько 0.6 в. п. від'ємного внеску в зміну реального ВВП. Зниження експортних надходжень аграріїв і відповідно погіршення їх фінансового стану обмежуватиме нарощування випуску с/г і в наступні роки через вірогідне недоінвестування в обладнання, засоби захисту рослин та добрива.

Через обстріли енергетичної інфраструктури, масштабність руйнувань та нестачу обладнання для ремонту вплив дефіциту е/е на економічну діяльність зберігатиметься не лише в поточному році, а й у наступному. Проте базовий сценарій прогнозу передбачає відсутність нових критичних пошкоджень від обстрілів, а також успішну роботу уряду із залучення міжнародної допомоги для енергетичного сектору та інтенсивне відновлення чи заміну постраждалої інфраструктури.

Економічну діяльність у 2023 році стримуватиме також обмежений доступ до чорноморських портів. Через усе ще ускладнену логістику погіршуватиметься конкурентоздатність експортоорієнтованих секторів. Це додатково пригнічуватиме експорт та посилюватиме фінансові труднощі бізнесу. Натомість імпорт зросте через потребу в подальшій підтримці обороноздатності, а також поступове відновлення споживчого попиту та запасів енергоносіїв. У результаті від'ємний внесок чистого експорту стане визначальним для динаміки ВВП у поточному році.

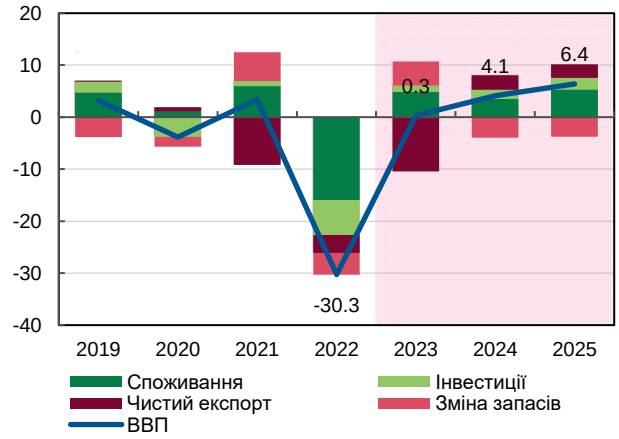
Зниження безпекових ризиків із 2024 року та м'яка фіскальна політика підтримуватимуть відновлення економіки

Зниження безпекових ризиків стане ключовим чинником майбутнього відновлення економіки. Це сприятиме поліпшенню споживчих та ділових настроїв, активізації споживання та інвестиційної діяльності в умовах налагодження виробничих і логістичних процесів та збереження значних фіскальних стимулів. Проте значні втрати виробничого та людського потенціалу й надалі стримуватимуть відновлення[7].

Повоєнна відбудова зруйнованої інфраструктури та виробничих потужностей підприємств потребуватиме значних інвестицій як з боку приватних компаній, так і держави. Важливу роль також відіграватимуть й державні інвестиції в подальше зміцнення та розбудову оборонного потенціалу країни. Завдяки проведенню реформ у межах євроінтеграції поліпшуватиметься ситуація з інвестиційною привабливістю країни, що сприятиме припливу зовнішніх інвестицій. Відповідно інвестиційна діяльність матиме найвищі темпи зростання

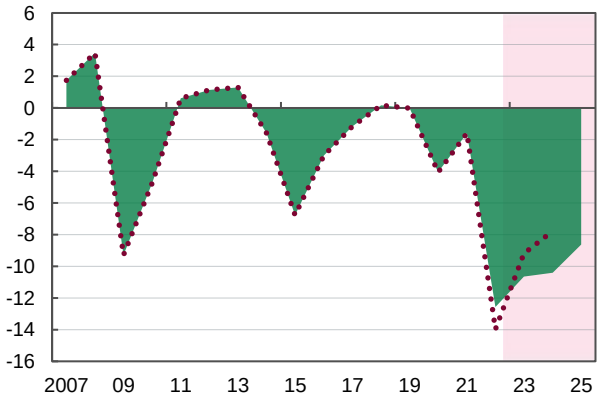
[6] За даними Міністерства аграрної політики та продовольства України, під урожай 2023 року посіяно близько 4.9 млн га, що на 40% менше, ніж під врожай 2022 року, та на 25% менше від зібраних у 2022 році площ зернових.
[7] Дослідження економік, що пережили військовий конфлікт свідчать, що, хоча після закінчення війни темпи зростання в країнах перевищують середні довоєнні, для повернення до довоєнного рівня ВВП, в середньому потрібно понад 20 років. Однак Україна має великі шанси швидшого відновлення за рахунок глибшої співпраці з ЄС у межах програми набуття членства.

Графік 2.2.8. Внески категорій кінцевого використання в річну зміну реального ВВП, в. п.



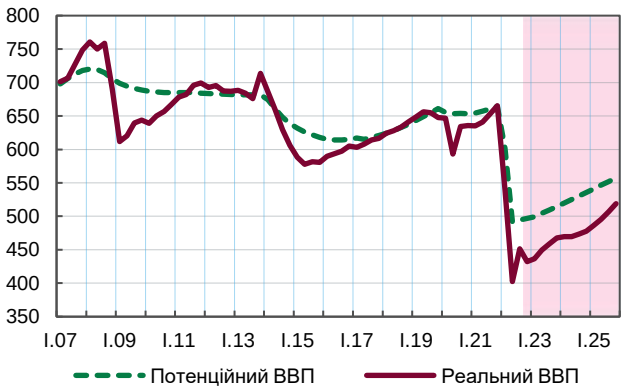
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.9. Розрив ВВП, % потенційного ВВП



Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ.

Графік 2.2.10. Реальний та потенційний ВВП, с/с, у постійних цінах 2016 року



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

(понад 20% на рік) серед усіх компонент ВВП у 2024–2025 роках, що закладатиме підвалини для прискореного зростання у майбутньому.

Ці процеси сприятимуть поліпшенню ситуації на ринку праці, а також поверненню українців з-за кордону. На тлі збільшення кількості споживачів та реалізації відкладеного попиту темпи зростання приватного споживання прискорюватимуться. Утім, через все ще високий рівень безробіття і помірне відновлення реальних доходів населення він залишатиметься нижче свого потенційного рівня.

З 2024 року очікується поновлення зростання українського експорту завдяки відновленню повноцінної роботи чорноморських портів та інших логістичних ланцюгів. Цьому також сприятиме збільшення обсягів виробництва в країні завдяки поступовій відбудові виробничих потужностей експортоорієнтованих підприємств. Натомість реальні обсяги імпорту залишатимуться майже сталими (детальніше – у розділі "Платіжний баланс" на стор. 34), що зумовить формування додатного внеску чистого експорту в зростання ВВП у 2024–2025 роках.

Розрив випуску залишатиметься від'ємним на прогнозному горизонті. Швидше відновлення потребуватиме більших інвестицій

Потенційний ВВП на прогнозному горизонті помірно зростатиме за рахунок адаптації економіки до нових реалій, а надалі – завдяки пришвидшенню євроінтеграційних процесів. Водночас у 2023–2025 роках він не відновить масштабні втрати, пов'язані з руйнуваннями та пошкодженнями виробничих потужностей, розривом технологічних ланцюгів та виїздом робочої сили за кордон. Темпи зростання потенційного ВВП стримуватимуться недостатнім обсягом інвестицій, а також повільними темпами повернення мігрантів в Україну, частина з яких залишиться за кордоном.

Реальний ВВП буде нижчим за свій потенційний рівень через мляве відновлення внутрішнього попиту, слабкий ринок праці, а також тимчасові труднощі з логістикою. Втрата ринків збуту для українських виробників під час війни зумовлюватимуть повільне повернення на них у повоєнний час, що визначатиме тривале недозавантаження наявних виробничих потужностей. Ще протягом довгого часу ризики залишатимуться високими, що негативно позначиться на інвестиційній привабливості держави.

Вставка 2. Вплив дефіциту е/е на економіку України

У жовтневому макропрогнозі НБУ ефект від обстрілів енергетичної інфраструктури припускався як тимчасова недоступність потужностей з генерації та дистриб'юції е/е, але також припускалося їх доволі швидке відновлення. Проте наслідки цілеспрямованих атак виявилися масштабнішими, а відновлення потребувало більше часу. У результаті в енергосистемі утворився значний дефіцит е/е, що супроводжувався аварійними та стабілізаційними відключеннями. Водночас, зважаючи на масштаби пошкоджень, українська енергосистема продемонструвала високу гнучкість та адаптивність. Українські енергетики набули унікального досвіду маневрування малопотужними електричними мережами, був посилений фізичний захист енергооб'єктів. Бізнес теж пристосовується до таких умов: багато підприємств забезпечили себе автономною генерацією, отже економіка частково працює навіть під час перебоїв з постачанням е/е. Утім, значною залишається ймовірність подальших обстрілів, тоді як запаси резервного обладнання обмежені, а постачання та встановлення потрібного імпортного обладнання потребує часу та додаткових ресурсів.

З урахуванням високого рівня невизначеності розглянуто два сценарії розвитку подій, які передусім відрізняються припущеннями щодо масштабів руйнувань, швидкості відновлювальних робіт та постачання потрібного обладнання, що відповідно зумовлює різні обсяги дефіциту е/е. Це призводить до втрат ВВП через зменшення обсягів виробництва та скорочення споживчого попиту, посилення інфляційного тиску внаслідок збільшення витрат бізнесу та втрат для зовнішньої торгівлі передусім через нарощування імпорту нафтопродуктів та енергообладнання. Базовий сценарій передбачає порівняно швидке відновлення системи завдяки ремонтам та оперативним поставкам енергетичного обладнання, що дасть змогу навіть дещо наростити генерацію е/е порівняно з листопадом-груднем 2022 року. Втрати ВВП оцінюються у 1.9 в. п. у 2023 році та 0.6 в. п. у 2024 році; внесок у споживчу інфляцію – близько 2 в. п. у 2023 році; ширший дефіцит зовнішньої торгівлі – на близько 2 млрд дол. у 2023 році та 0.5 млрд дол. у 2024 році. Песимістичний сценарій передбачає суттєвіше пошкодження енергосистеми та повільніші темпи ремонтних робіт, що відповідно зумовить більші втрати ВВП та дефіцит зовнішньої торгівлі, тоді як оцінки впливу на інфляцію не змінилися: вищий тиск із боку витрат компенсується слабшим сукупним попитом.

Припущення

Обидва сценарії враховують ризики нових пошкоджень як для генерації е/е, так і стану електромереж, особливо в І кварталі 2023 року, коли потреби в е/е найвищі. В обох сценаріях передбачається сезонне збільшення потреби в енергоресурсах узимку через холодну погоду та меншу тривалість світлового дня та відповідно скорочення дефіциту навесні й улітку. Також ураховано потребу в проведенні планових ремонтів блоків АЕС для забезпечення стійкості системи, а отже, і тимчасові обмеження виробництва е/е, насамперед у ІІ та ІІІ кварталах 2023 року. Крім того, передбачається перерозподіл між споживанням е/е в зимовий період на користь підтримки об'єктів соціальної, критичної інфраструктури та ДГ. Попри очікуване повернення контролю над ЗАЕС зі зменшенням безпекових ризиків, її інтеграція в енергосистему припускається лише в другому півріччі 2024 року через вірогідне замінування території та пошкодження обладнання. Дефіцит е/е наприкінці 2022 року однаковий для усіх сценаріїв та оцінений у 23%.

Базовий сценарій передбачає порівняно швидке відновлення системи завдяки ремонтам та оперативним поставкам енергетичного обладнання, що дасть змогу навіть дещо наростити генерацію е/е порівняно з листопадом-груднем 2022 року.

Песимістичний сценарій передбачає суттєвіші руйнування енергогенеруючих підприємств або магістральних мереж, тимчасову зупинку окремих блоків АЕС через зниження маневреності системи, суттєві втрати у тепло- та газопостачанні, а також тимчасові тривалі відключення е/е в окремих дефіцитних областях України. Поставки додаткового середньо- та високовольтного енергообладнання очікуються з ІІ кварталу 2023 року, проте його налаштування та адаптація потребуватиме часу. Як наслідок, ремонти триватимуть довше, а система відновлюватиметься повільніше.

Графік 1. Припущення щодо дефіциту е/е потужностей в енергосистемі, %

Джерело: оцінки НБУ.

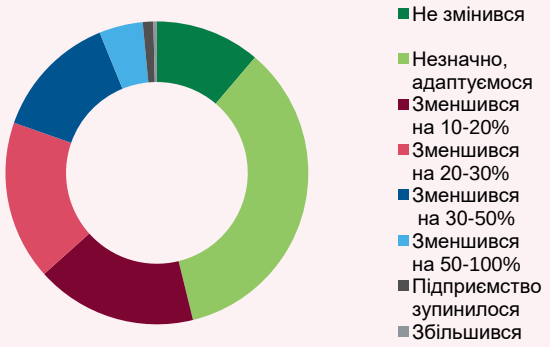
Економічна активність

Для оцінки впливу дефіциту е/е на економічну активність використовувалися результати додаткового запитання до квартального опитування підприємств НБУ[8]. Згідно з результатами опитування в частини бізнесів обсяги випуску не змінилися або змінилися несуттєво завдяки

[8] Опитування проводилося 31 жовтня – 30 листопада 2022 року, у ньому взяли участь 637 підприємств у 21 регіоні України (крім Донецької, Луганської, Херсонської областей та Криму). Підприємства запитували, як змінилися обсяги випуску продукції/послуг порівняно з попереднім місяцем у зв'язку з віяловими відключеннями е/е.

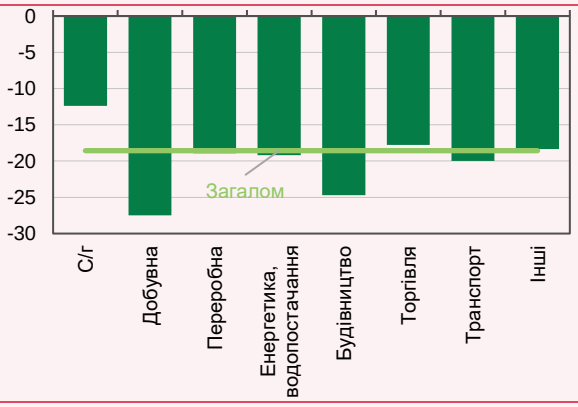
адаптації, що включає перехід на генератори, гнучкий графік роботи, нічну роботу тощо. Але переважна більшість підприємств усе ж зменшує виробництво – у середньому по всім респондентам на 18.6%. У галузевому розрізі найбільш вразливими виявилися промислові підприємства, будівництво та транспорт. Натомість с/г виробники та сектор послуг очікувано менше відчувають негативний вплив перебоїв з енергопостачанням.

Графік 2. Зміна обсягу випуску продукції/надання послуг у зв'язку із вияловими відключеннями е/е, % відповідей



Джерело: опитування НБУ.

Графік 3. Середня зміна* обсягу випуску продукції/надання послуг у зв'язку з вияловими відключеннями е/е за видами діяльності, %

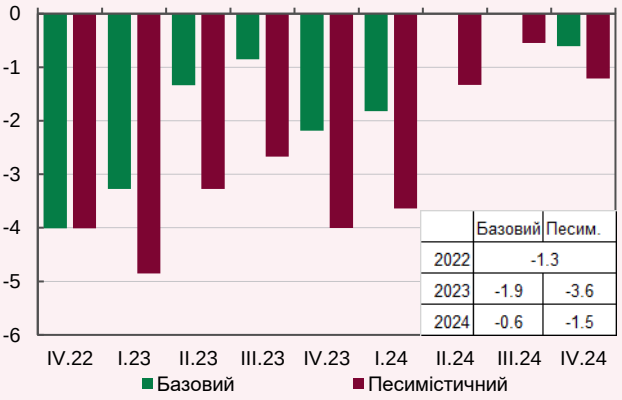


* Розраховано як зважене середнє усіх відповідей респондентів.
Джерело: опитування НБУ.

На основі цих результатів оцінено зміну обсягів випуску кожного виду діяльності у зв'язку з дефіцитом е/е. З урахуванням вагової структури видів діяльності у ВВП згідно з таблицями "Витрати – випуск у цінах споживачів" за 2020 рік, втрати темпів зростання реального ВВП у IV кварталі 2022 року оцінено у 4 в. п. та 1.3 в. п. у 2022 році загалом.

Ураховуючи стрімке збільшення постачань енергоавтономного обладнання, зокрема генераторів, наприкінці 2022 року, коефіцієнти впливу дефіциту е/е на наступні періоди було зменшено з урахуванням експертних оцінок щодо можливості використання генераторів з огляду на специфіку виробничих процесів в окремих видах діяльності.

Графік 4. Внесок дефіциту е/е за різними сценаріями в зміну реального ВВП, в. п.



	Базовий	Песим.
2022	-1.3	
2023	-1.9	-3.6
2024	-0.6	-1.5

Джерело: розрахунки НБУ.

Згідно з базовим сценарієм втрати темпів зростання річного ВВП у 2023 році становитимуть 1.9 в. п., що враховує додатний ефект у розмірі 0.5 в. п. за рахунок використання бізнесом генераторів. Завдяки поступовому відновленню системи у 2024 році втрати зменшаться до 0.6 в. п. За песимістичного сценарію цьогорічні втрати ВВП становитимуть 3.6 в. п., у 2024 році – 1.5 в. п.

Інфляція

Дефіцит е/е через обстріли загалом матиме проінфляційний ефект унаслідок збільшення виробничих витрат і скорочення пропозиції. Найбільший прямий внесок у собівартість продукції матиме вимушений перехід бізнесу на генератори, вартість виробленої е/е з яких значно перевищує вартість е/е для непобутових споживачів[9]. Посилює негативний вплив відключень е/е на інфляцію високий попит на паливо, зокрема для потреб генераторів.

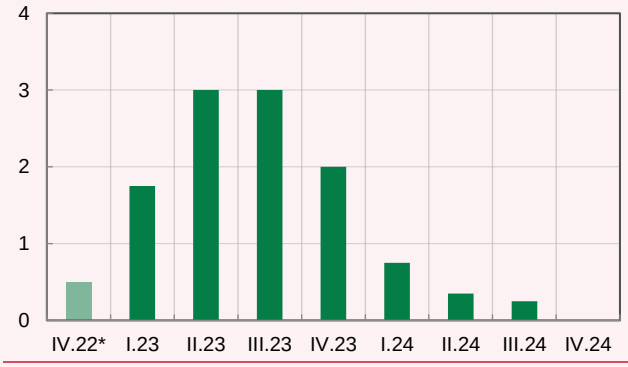
Ще одним каналом посилення інфляційного тиску унаслідок відключення е/е є порушення технологічних процесів (термічної обробки, охолодження, обігріву, запуску обладнання). Цей чинник зумовлює скорочення виробництва та збільшення витрат, що найбільше позначається на вартості послуг та цінах енергоємних товарів. До останніх передусім належать ті, виробництво яких потребує термічної обробки (м'ясні та молочні продукти, хліб, солодощі, напої), обігріву та освітлення (тепличні овочі, яйця), складних технологічних процесів (олія, побутова хімія, ліки, будівельні товари).

Натомість відключення е/е стримує інфляцію через зменшення споживання внаслідок фізичної недоступності

[9] Вартість е/е з генераторів промислового рівня оцінюється від 10 грн/кВт (без урахування амортизації обладнання), а для моделей меншої потужності – 18–25 грн/кВт, тоді як кінцева вартість е/е для непобутових споживачів становить 4–6 грн за кВт. Сума амортизації обладнання на 1 кВт виробленої енергії варіюється залежно від виду та вартості обладнання, а також часу фактичної роботи. За припущення, що промисловий генератор потужністю 300 кВт працюватиме цілодобово впродовж року, амортизація додатково додасть до вартості е/е близько 1 грн/кВт, а для генератора потужністю 30 кВт за таких самих умов роботи – 2 грн/кВт.

закладів торгівлі та послуг, а також загального зниження внутрішнього попиту. Імовірно змінюється і структура попиту на користь товарів тривалого зберігання та для забезпечення енергоавтономності, тоді як споживання товарів та послуг не першої необхідності зменшується.

Графік 5. Вплив перебоїв із постачанням е/е на річну інфляцію, в. п., на кінець кварталу



* Компенсувалося іншими чинниками.

Джерело: оцінки НБУ.

Вплив дефіциту е/е на річну зміну ІСЦ оцінено в +0.5 в. п. на кінець 2022 року. Надалі проінфляційний вплив на показники інфляції зростатиме. За базового сценарію він досягне максимуму 3 в. п. у II–III кварталах 2023 року та знизиться до 2 в. п. наприкінці року. Незначний додатний внесок в інфляцію зберігатиметься і на початку 2024 року, відображаючи статистичні ефекти від зростання собівартості в попередньому році. Однак вже наприкінці 2024 року дія цього чинника вичерпається. За песимістичного сценарію очікується, що попри вищі витрати, загальний ефект на інфляцію відповідатиме базовому сценарію внаслідок падіння сукупного попиту.

Зовнішня торгівля

За оцінками НБУ, дефіцит е/е матиме негативний вплив на експорт товарів за одночасного збільшення обсягів імпорту. Експорт скоротиться за всіма групами товарів, крім зернових культур, збір та транспортування яких майже не залежать від наявності е/е. Для оцінки зміни експорту, крім впливу на економічну активність, ураховувалися також показники експорту товарів та послуг за видами економічної діяльності з таблиць "Витрати – випуск у цінах споживачів" за 2020 рік. Згідно з оцінками насамперед скоротяться поставки окремих продовольчих товарів (передусім соняшникова олія) та продукція ГМК. За базовим сценарієм найбільші втрати експорту очікуються в І кварталі 2023 року.

В імпорті товарів дефіцит е/е насамперед позначиться на двох групах товарів[10] – нафтопродуктах та продукції машинобудування. Дефіцит е/е вже відобразився на показниках імпорту цих груп у IV кварталі 2022 року (детальніше – у розділі "Платіжний баланс" на стор. 34). Протягом прогнозного періоду очікується подальше нарощування закупівель як продукції машинобудування, у тому числі для відновлення енергосистеми, так і нафтопродуктів для забезпечення активного використання генераторів. Зокрема, для прогнозу зміни імпорту нафтопродуктів використані дані щодо наявної потужності генераторів, потрібної для їх роботи кількості палива та цін на нафтопродукти.

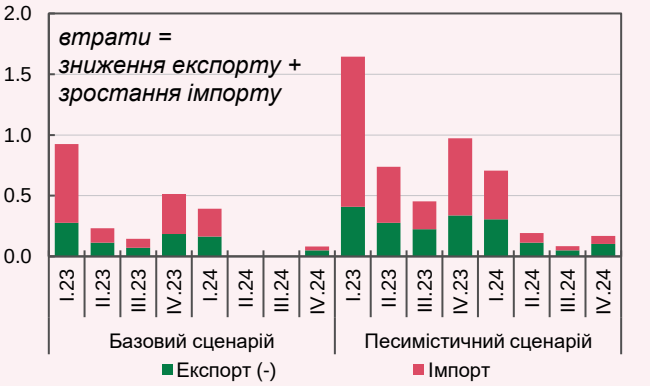
У результаті найбільше зростання імпорту очікується в І кварталі 2023 року на рівні 220 млн дол. на місяць. З ІІ кварталу завдяки довшому світловому дню, теплішій погоді та певному насиченню ринку обладнанням для забезпечення енергоавтономності імпорт продукції машинобудування знизиться, однак знову зростатиме з настанням холодів. За песимістичного сценарію найбільші втрати так само припадатимуть на І квартал 2023 року, проте їх величина зросте. Середньомісячне зниження експорту прогнозується на рівні 135 млн дол. на місяць, тоді як зростання імпорту – 410 млн дол.

Таблиця 1. Втрати для зовнішньої торгівлі, млрд дол.

Зовнішня торгівля товарами	Базовий сценарій		Песимістичний сценарій	
	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.

Графік 6. Втрати для зовнішньої торгівлі, млрд дол.



Джерело: оцінки НБУ.

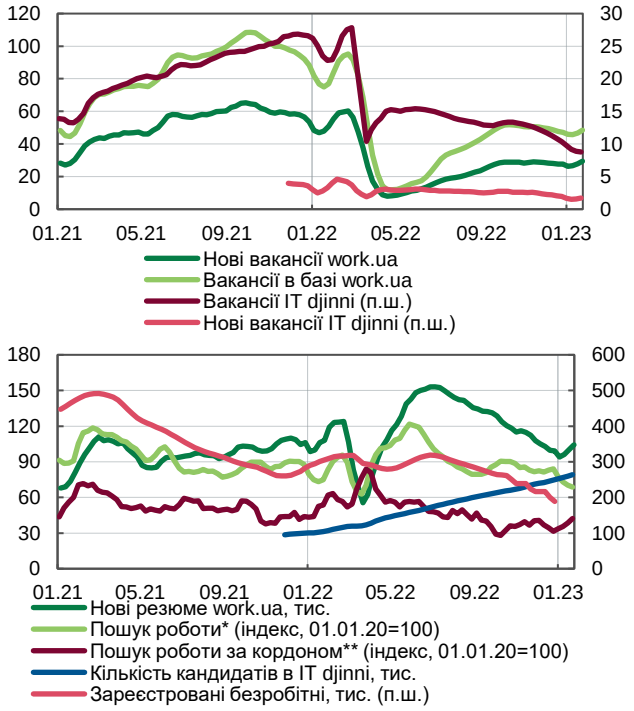
Зазначені сценарії можуть мати як позитивні, так і негативні ризики. Так, можливі додаткові складнощі в енергосистемі через зменшення маневреності внаслідок пошкоджень вугільної генерації. Ремонт, налаштування та адаптація поставленого обладнання може вимагати більше часу або виявитися невдалою. З іншого боку, підтримуватимуть стійкість системи імпорт е/е, швидке постачання енергообладнання для ремонту від міжнародних партнерів за їх кошти та/або виготовлення потрібного обладнання в Україні.

[10] Зниження внутрішнього виробництва та відповідно пропозиції окремих товарів, на думку НБУ, не призведе до нарощування їх імпорту через високі ціни (продовольчі товари, одяг, взуття) та послаблення попиту на них з боку населення. В окремих випадках це навіть може зумовити зменшення імпорту: зниження внутрішнього виробництва призведе до скорочення закупівель товарів проміжного споживання (хімічна продукція, метали). Тож для оцінки втрат зовнішньої торгівлі ці зміни не бралися до уваги.

2.3. Ринок праці та доходи домогосподарств

- Відновлення ринку праці пригальмувало після серії масштабних атак росії на енергетичну інфраструктуру. 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.

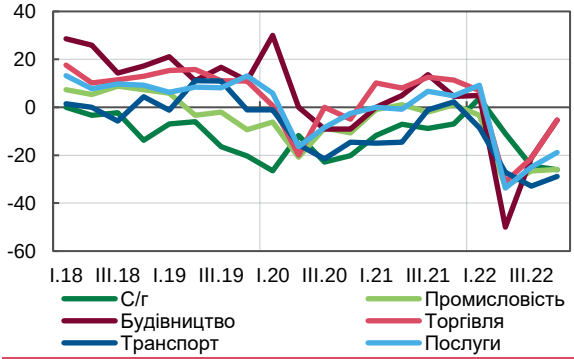
Графік 2.3.1. Попит та пропозиція робочої сили, чотиритижнева плинна



* Уключає запити про пошук роботи українською і російською мовами. ** Уключає запити про пошук роботи в Польщі, Чехії, Росії та Німеччині українською і російською мовами з території України.

Джерело: work.ua, opendatabot, Google Trends, ДЦЗ, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.2. Очікування щодо зміни кількості працівників у наступні 12 міс. за видами діяльності (баланс відповідей), %



Джерело: НБУ.

Через перебої з енергопостачанням наприкінці 2022 року ситуація на ринку праці погіршилася

Відновлення ринку праці та його поступова адаптація до воєнних умов впевнено тривали з травня до вересня 2022 року. Завдяки пожвавленню економічної активності і звільненню територій попит на робочу силу збільшувався, хоча частково це пояснювалося сезонністю. Атаки рф на українську енергетичну інфраструктуру та сезонно млявіша активність наприкінці року зумовили погіршення стану ринку праці вже у IV кварталі 2022 року[11]. Кількість вакансій на сайтах пошуку роботи зменшилася, зокрема і пропозиція дистанційної роботи.

Проблеми з енергоживленням, зв'язком, роботою громадського транспорту, а також посилення мотивів безпеки ускладнили і пошук роботи. Додатковим чинником могла бути і сезонна зміна поведінки пошукачів роботи у передноворічний період. Тривало зростання лише кількості кандидатів в IT. Утім, високі безпекові ризики діяльності в Україні стримували плани щодо нарощення кількості працівників.

Загалом у 2022 році для працедавців пошук робочої сили не був проблемою – за опитуванням НБУ щодо ділових очікувань підприємств, упродовж воєнного стану брак працівників зазначали як обмежуючий чинник для розвитку підприємства лише близько 14% респондентів (майже удвічі менше, ніж до повномасштабної війни)[12]. Водночас значна частина підприємств уже відчуває брак кваліфікованої робочої сили і ця проблема з великою імовірністю збережеться на прогнозному горизонті[13]. Однак через перебої з енергопостачанням у короткостроковій перспективі підприємства обережно оцінюють потенціал нарощування зайнятості[14].

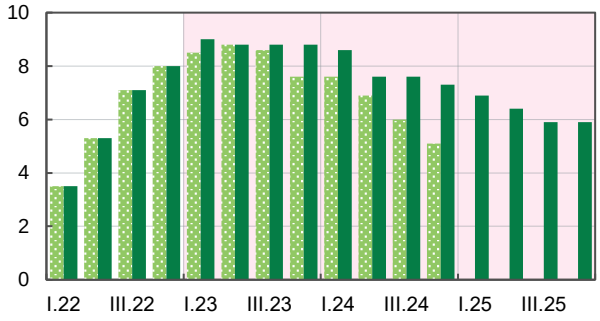
[11] Згідно з опитуваннями ІЕД, у жовтні – грудні зросла кількість підприємств, які скоротили працівників та зменшили кількість нових наймів.

[12] Схожі результати і у ІЕД: у листопаді 2022 року лише 16% опитаних підприємств повідомили про брак робочої сили внаслідок призову та/або виїзду (дев'ята за рангом проблема для бізнесу).

[13] Зокрема, 70% опитаних robota.ua у жовтні працедавців очікують дефіцит кваліфікованих кадрів як основну проблему найму у 2023 році та 29% очікують проблеми з пошуком нових працівників. За опитуванням Advanter, 54% бізнесів відчувають брак кваліфікованих кадрів, причому у 16% цей дефіцит становить понад 20%.

[14] Так, згідно з опитуваннями НБУ щодо ділових очікувань підприємств у IV кварталі 2022 року переважна більшість респондентів (62%) очікувала, що кількість працівників не зміниться в наступні 12 місяців. Згідно з опитуваннями ІЕД у жовтні – грудні зменшилася частка тих, хто планує у наступні три місяці нові найми, та зросла частка тих, хто планує скорочувати працівників.

Графік 2.3.3. Кількість мігрантів, які залишаються за кордоном, млн. осіб (на кінець кварталу)



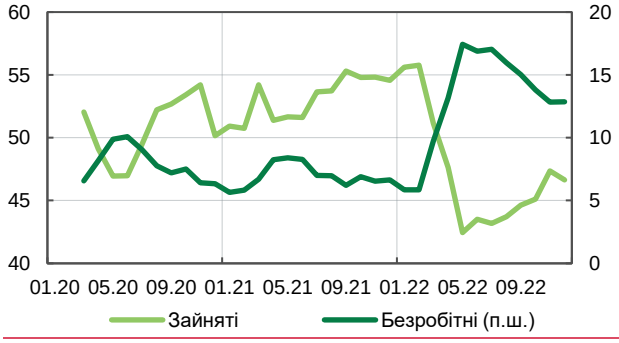
* Заштриховані стовпчики – попередній прогноз, опублікований в Інфляційному звіті за жовтень 2022 року.

Джерело: UNHCR, оцінки НБУ.

Графік 2.3.4. Статус зайнятості українських мігрантів за кордоном, % відповідей

Джерело: ЦЕС.

Графік 2.3.5. Зайняті* та безробітні за опитуваннями щодо споживчих настроїв, % відповідей, 3-місячна плинна



* До зайнятих віднесені ті, хто працює за наймом, зареєстровані приватні підприємці та самозайняті; до безробітних – ті, хто тимчасово не працює.

Джерело: Info Sapiens, розрахунки НБУ.

Міграція, як внутрішня, так і зовнішня, впливатиме на український ринок праці на всьому прогнозному горизонті

На ринок праці продовжує впливати велика кількість переселенців у межах України та мігрантів в інші країни[15]. Хоча сальдо мігрантів за кордоном наприкінці 2022 року відповідало оцінкам НБУ, оприлюдненим в Інфляційному звіті за жовтень 2022 року, кількість перетинів кордону (як на в'їзд, так і на виїзд) виявилася більшою, що може пояснюватися активнішим прикордонним рухом у передсвятковий період[16].

Упродовж літа й початку осені налаштованість мігрантів на повернення збільшувалася. Але удари по інфраструктурі, що викликали перебої з е/е, а також настання холодів негативно вплинули на їх схильність якнайшвидше повернутися[17]. Водночас значної активізації виїздів не відбулося. Ймовірно, більшість тих, хто хотів виїхати, у тому числі через побоювання складної зими, вже поза межами України, а інші певним чином адаптувалися[18].

Унаслідок збереження високих безпекових ризиків та проблем з енергопостачанням упродовж 2023 року кількість мігрантів поза межами України залишатиметься високою. У міру послаблення цих ризиків повернення пожвавиться, водночас можуть дещо активізуватися і виїзди після скасування воєнного стану з метою об'єднання родин. Чисте повернення мігрантів розпочнеться лише у 2024–2025 роках, але буде меншим, ніж прогнозувалося раніше.

Пошук роботи залишається проблемою як для ВПО, так і мігрантів за кордоном. Зайнятість серед переселенців поступово зростає, що підтримує ринок праці загалом, але її рівень все ще значно нижчий, аніж серед тих, хто не полишав свого місця проживання[19]. Пошук роботи мігрантами ускладнений в тому числі через більші витрати часу для влаштування побуту.

Імовірність зайнятості за кордоном значною мірою залежить від країни перебування. Безперечним лідером є Польща, проте навіть там значна частина мігрантів все ще шукає роботу. У таких країнах, як Німеччина та Італія

[15] За даними ООН, станом на 16.01.2023 поза межами України залишалося 8 млн, осіб, з них статус тимчасового захисту в ЄС отримали майже 5 млн осіб. У межах України за оцінкою МОМ на 05.12.2022 було 5.9 млн ВПО. Кількість зареєстрованих ВПО складала 3.6 млн на 25.12.2022.

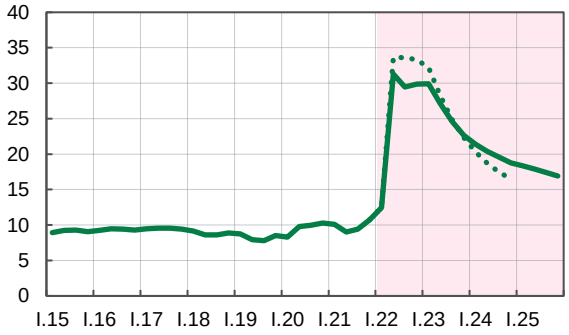
[16] Виїзди та повернення зросли на 40% та 58% в останні два тижні 2022 року порівняно із середніми показниками за попередні чотири тижні.

[17] За опитуванням Gradus у жовтні частка тих, хто планує швидко повернутися, скоротилася до 67% (з 78% у вересні). Водночас частка тих, хто планує залишитися за кордоном, збільшилася. Менше схильні до повернення ті, хто вже знайшов роботу за кордоном.

[18] За опитуванням МОМ, лише 7% активно готувалися до переїзду в інше місце на зимовий період через проблеми з енергопостачанням. Водночас значна частина ДГ, за опитуванням КМІС, адаптувалася до перебоїв з енергопостачанням: у грудні 34% зазначали, що повністю готові до проблем з опаленням взимку, частково готові – 40%, не готові – 8%.

[19] Так, за опитуванням Рейтинг не мають роботи 55% тих, хто переїхав та мали роботу до вторгнення рф, порівняно з 35% серед тих, хто лишився. За даними 10 раунду опитування МОМ, у липні частка ВПО, що мали оплачувану роботу становила 29%, у жовтні – зросла до 34%. Для осіб, які не є ВПО, показник практично без змін – 49%. Згідно з опитуванням МОМ українських мігрантів у Польщі на момент опитування (17 червня – 10 грудня) 30% респондентів мали статус безробітного, який шукає роботу, 21% працевлаштовані, 16% були безробітними, але не шукали роботу, 16% – пенсіонери. За даними опитування ООН, до виїзду з України більшість мігрантів (63%) мали роботу, тоді як на момент опитування були працевлаштовані лише 28% респондентів. Згідно з дослідженням ЦЕС серед мігрантів 69% працювали або мали власний бізнес до 24 лютого, проте на момент опитування працювали 36%, найчастіше – в країні перебування (27% повний та неповний робочий день і власний бізнес) та дистанційно в Україні (8%, зокрема знайшли нову дистанційну роботу після 24 лютого 0.4%). Ще 22% шукають роботу в країні перебування.

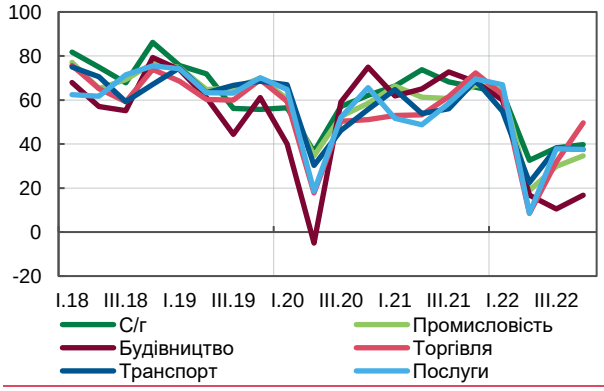
Графік 2.3.6. Рівень безробіття*, с/с, %



* З урахуванням мігрантів з 2022 року.

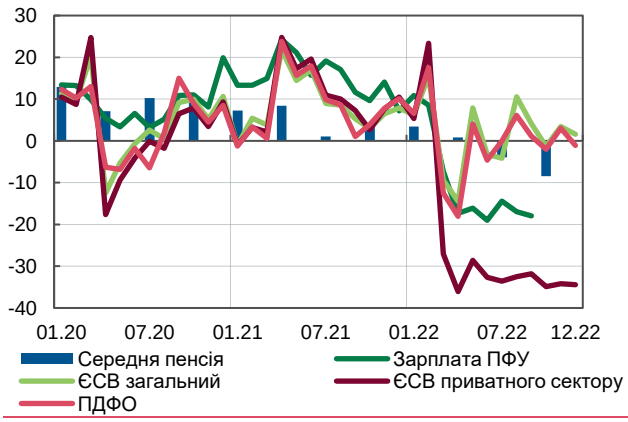
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.7. Очікування щодо зміни витрат на оплату праці одного найманого працівника у наступні 12 міс. за видами діяльності (баланс відповідей), %



Джерело: НБУ.

Графік 2.3.8. Непрямі показники для оцінки доходів населення у реальному вимірі*, % р/р



* Дефльовано на ІСЦ.

** ЄСВ приватного сектору розраховано як різниця між загальними обсягами ЄСВ та нарахуваннями на заробітну плату зі зведеного бюджету.

Джерело: ПФУ, ДКСУ, розрахунки НБУ.

зайнятість українських переселенців у 2–3 рази нижча за зайнятість у Польщі та Чехії.

Безробіття ще довго залишатиметься на високих рівнях через наслідки війни

Кількість пошукачів роботи значно перевищує кількість вакансій, тому рівень безробіття залишається високим. Пожвавлення економіки в III кварталі сприяло скороченню безробіття, а погіршення стану ринку праці в Україні в IV кварталі компенсоване зростанням зайнятості мігрантів у країнах ЄС в міру їх адаптації. Завдяки детальній інформації про мігрантів в ЄС[20] оцінки показників ринку праці у 2022 році були уточнені з урахуванням мігрантів[21]. Зокрема, рівень безробіття у середньому за 2022 рік оцінено в 25–26%, що відповідає загальній кількості безробітних у 3.2 млн осіб. Проте навіть без урахування мігрантів оцінка середнього рівня безробіття за 2022 рік практично незмінна – 25–26%. Хоча динаміка внутрішньоукраїнського безробіття в IV кварталі погіршується після поліпшення в III кварталі, а кількість безробітних оцінено в середньому в 2.9 млн осіб.

Ринок праці ще тривалий час залишатиметься слабким, проте поступово відновлюватиметься завдяки адаптації населення та бізнесу до воєнних умов. Безробіття почне скорочуватися в поточному році. Пожвавлення економічної активності після зниження безпекових ризиків посилить попит на робочу силу. Водночас безробіття залишатиметься вищим за свій природний рівень через довгострокові ефекти війни впродовж усього прогнозного періоду. Процес відновлення робочих місць до довоєнних рівнів потребуватиме чимало часу через значні пошкодження виробничих потужностей, логістичних шляхів, а також слабкий внутрішній попит. На ринку праці зберігатимуться кваліфікаційні, а також регіональні диспропорції, оскільки в повоєнний період змін зазнає не лише структура попиту на робочу силу, а і пропозиція через міграційні процеси.

Номінальні доходи населення підтримувалися виплатами військовим та соціальними допомогами, але реальні – істотно знизилися. На прогнозному горизонті реальні зарплати зростатимуть повільно через нижчу за довоєнну продуктивність

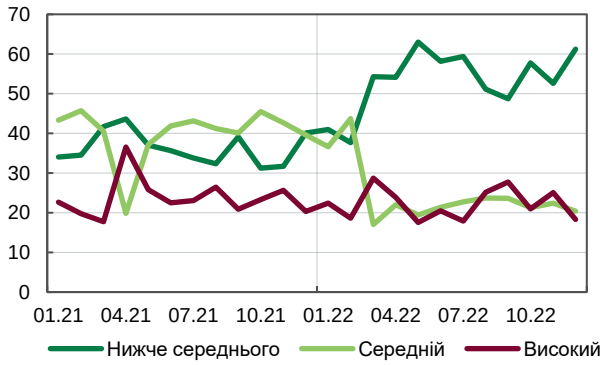
Наявні дані[22] свідчать про відновлення зростання номінальних доходів ДГ у другому півріччі 2022 року. Значною мірою цього досягнуто за рахунок виплат у бюджетному секторі, зокрема грошового забезпечення військовим. Вагомою була підтримка й з боку соціальних трансфертів, пенсій, виплат ВПО та інших соціальних

[20] Оцінки ґрунтуються на результатах грудневого опитування ЦЕС мігрантів в ЄС. Це дало змогу оцінити розподіл мігрантів за статтю, віком, статусом економічної активності тощо та включити їх до оцінок робочої сили, зайнятих та безробітних. Водночас кількість мігрантів у рф та білорусі і надалі вилучена із розрахунків.

[21] Згідно із Законом України "Про зайнятість населення" особи, які працюють за кордоном, належать до зайнятого населення України. Згідно з методикою ДССУ щодо обстеження робочої сили не підлягають опитуванню лише особи, які в період відвідування домогосподарства були тимчасово відсутні та їхнього повернення не очікують упродовж наступних 12 місяців. Із урахуванням результатів опитувань щодо високої частки мігрантів, які налаштовані на повернення до України, їх включено в розрахунки показників ринку праці. Утім, з часом стан резидентства мігрантів за кордоном змінюватиметься, що супроводжуватиметься вилученням їх з робочої сили в Україні.

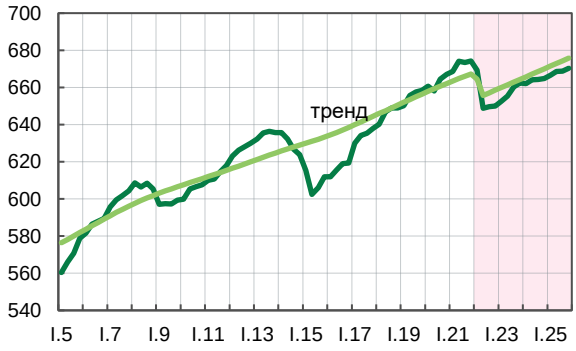
[22] Із початку повномасштабної війни ДССУ призупинив публікувати статистику зарплат штатних працівників. Для оцінки доходів населення використані непрямі показники: обсяги надходжень до Зведеного бюджету податків та внесків на заробітну плату, обсяги виплат соціальної допомоги, показник середньої зарплати, з якої сплачено страхові внески (розраховується ПФУ), середня пенсія тощо.

Графік 2.3.9. Оцінка рівня добробуту ДГ в Україні за результатами опитувань щодо споживчих настроїв, % відповідей



Джерело: InfoSapiens.

Графік 2.3.10. Реальна зарплата, рівень (логарифми)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

виплат, хоча значна частина отримувачів відзначає розмір соціальної допомоги недостатнім[23]. З урахуванням високої інфляції реальні доходи населення упродовж 2022 року скорочувалися, насамперед зарплати в приватному секторі, а також пенсії. Гіршим є фінансовий стан переселенців: основними проблемами як за кордоном, так і всередині України залишаються брак коштів, труднощі з пошуком житла та роботи[24]. Отже, соціальна підтримка з боку уряду залишається вкрай важливою.

За даними опитування щодо ділових очікувань підприємств у IV кварталі 2022 року, підприємства поліпшили оцінки щодо збільшення зарплат у наступні 12 місяців[25].

НБУ також прогнозує активне зростання номінальних доходів ДГ у 2023–2025 роках. Цьогоріч цьому сприятиме адаптація реального сектору до роботи в умовах високих ризиків та значні видатки на оборону та безпеку. Надалі збільшення попиту на робочу силу завдяки відновленню економічного зростання стане основним чинником підвищення номінальних зарплат. Проте реальні зарплати на всьому прогнозному горизонті зростатимуть повільно через значну інфляцію.

Доходи населення збільшуватимуться також за рахунок збереження високого рівня бюджетної підтримки, зокрема соціальних видатків.

[23] Згідно з дослідженням CEDOS, незважаючи на те, що значна частина опитаних, особливо ті, хто перебувають у важкому становищі (ВПО, малозабезпечені, ті, хто втратив житло) вважають допомогу недостатньою, більшість (58%) погоджується, що розподіл цієї допомоги є загалом справедливим, хоча отримати її – складно на думку майже половини (43%) опитаних.

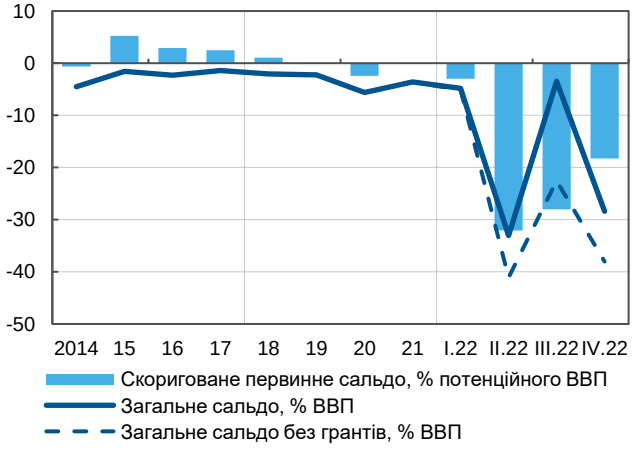
[24] За опитуванням МОМ, найбільшою проблемою ВПО залишається нестача коштів (53%), що більше, ніж для тих, хто вже повернувся до постійних місць проживання або не переїздив. 56% ВПО вже повністю витратили власні заощадження (43% серед усіх респондентів). Найкраща ситуація серед ВПО з півдня України, найгірша – із заходу.

[25] Схожі результати і за опитуванням robota.ua: у 2023 році планують підвищувати зарплату 58.2% респондентів, зокрема 40% – на 5–10%.

2.4. Фіскальний сектор

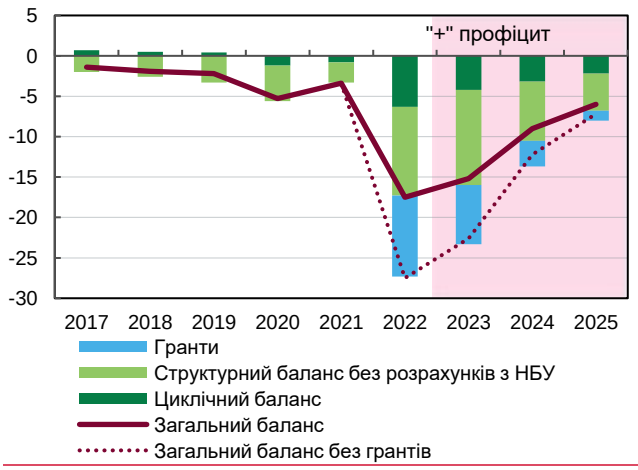
- У 2022 році фіскальна політика була надм'якою – дефіцит зведеного бюджету (без урахування грантів у доходах) перевищив 27% ВВП. Від'ємне сальдо поступово скорочуватиметься (до 6% ВВП у 2025 році), але залишатиметься значним через помірне відновлення економіки та необхідність підтримки обороноздатності країни та економіки загалом.
- Міжнародна допомога у 2023 році буде ключовим джерелом фінансування бюджетних потреб. Її значні обсяги разом із активізацією внутрішніх запозичень дадуть змогу виконувати бюджет без емісійного фінансування на всьому прогнозному горизонті.
- Відношення боргу до ВВП зросте у 2023 та ще тривалий час залишатиметься високим (майже 100%) через значні потреби у фінансуванні за поступового скорочення грантової підтримки та помірних темпів відновлення економіки.

Графік 2.4.1. Сальдо СЗДУ за різними вимірами, % ВВП



* Загальне сальдо, % ВВП – сальдо зведеного бюджету з урахуванням позичок з ЄКР, наданих Пенсійному фонду України. ** Циклічно скориговане первинне сальдо (% потенційного ВВП) – різниця між с/с доходами, у структурі яких податкові надходження коригуються на циклічні зміни ВВП, та с/с первинними видатками. Із доходів вирахувано одноразові надходження (кошти від спецконфіскації, ефекти від рішення Стокгольмського арбітражу). Від'ємне значення означає м'яку політику.
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.2. Сальдо зведеного бюджету, % ВВП



Джерело: МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Фіскальна політика залишатиметься стимулюючою для підтримки обороноздатності та економіки країни насамперед завдяки міжнародному фінансуванню

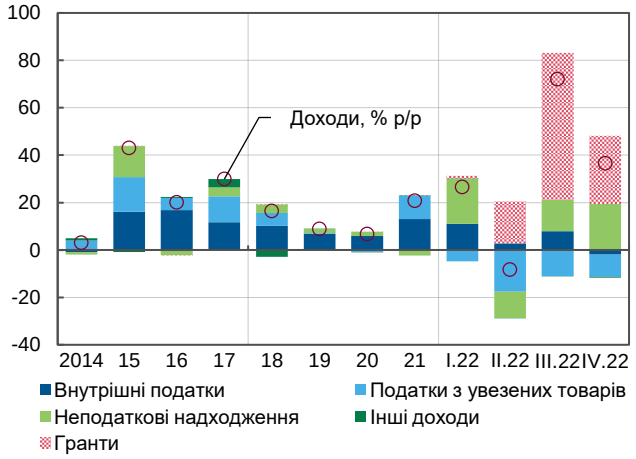
Фіскальна політика була надм'якою в 2022 році. Про це свідчило стрімке розширення первинного дефіциту, скоригованого на циклічну позицію економіки в II кварталі та збереження його на значному рівні до кінця 2022 року. Рекордне збільшення дефіциту зведеного бюджету (до понад 844 млрд грн, а без урахування грантів у доходах – понад 1325 млрд грн або 27% ВВП) зумовлене різким звуженням ресурсної бази через наслідки війни та істотним нарощуванням видатків для забезпечення обороноздатності та підтримки населення. Такий значний дефіцит став можливим насамперед завдяки міжнародній фінансовій допомозі (понад 32 млрд дол. США, з яких 14.2 млрд дол. США становили гранти), обсяги якої збільшувалися щокварталу та в IV кварталі сягнули 12.3 млрд дол. США, з яких гранти – 3.8 млрд дол. США.

У 2023 році дефіцит залишиться значним через все ще обмежені внутрішні можливості для мобілізації доходів за одночасно високих витрат. Однак надалі очікується його помітне звуження – до 6% ВВП у 2025 році. Попри розпочату фіскальну консолідацію, на прогнозному періоді фіскальна політика залишатиметься м'якою, ураховуючи потребу повоєнного відновлення економіки країни та підтримки населення. Міжнародне фінансування, у тому числі за рахунок нової програми МВФ з фінансуванням, і надалі матиме ключове значення для покриття бюджетних потреб та утримання макрофінансової стабільності.

Різке скорочення бази оподаткування у 2022 році компенсоване значними неподатковими надходженнями та інфляційно-курсовими ефектами. Надалі доходи зростатимуть помірно через наслідки війни

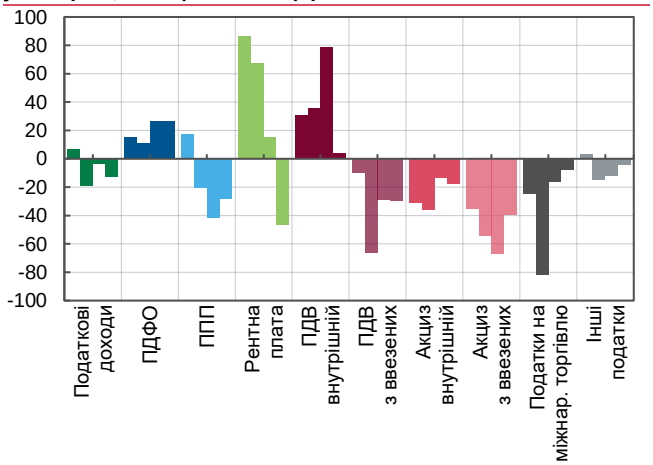
Ресурсна база у 2022 році різко скоротилася, що пов'язано як з падінням економічної активності, так і податковими пільгами, тимчасово запровадженими в перші місяці широкомасштабної війни. Водночас загальне падіння податкових надходжень було помірним (7.6% р/р). Їх підтримали високі фінансові результати попереднього року, значні виплати військовослужбовцям, порівняно швидке відновлення імпорту, інфляційно-курсові ефекти та поступове згортання екстрених

Графік 2.4.3. Внески в річну зміну доходів зведеного бюджету, в. п.



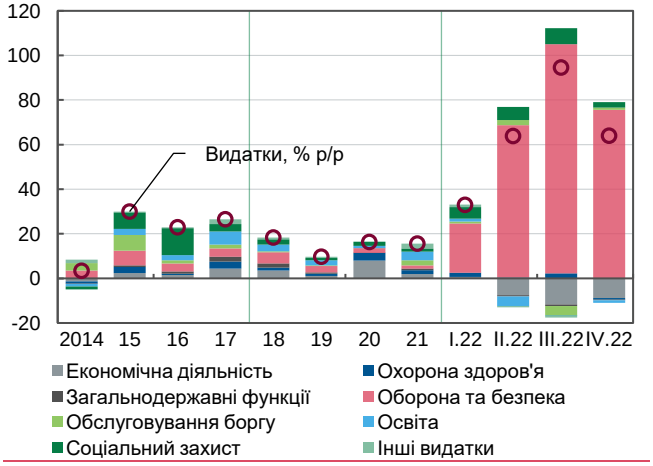
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.4. Зміна податкових надходжень зведеного бюджету у 2022 році, поквартально % р/р



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.5. Внески в річну зміну видатків зведеного бюджету, в. п., функціональна класифікація



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

податкових пільг[26]. Водночас нерівномірне відшкодування ПДВ також мало вплив, яке у перші місяці після вторгнення проводилося обмежено з поступовим нарощуванням до кінця року. Останнє разом із ефектами від дефіциту е/е (див. розділ "Попит та випуск" на стор. 17) зумовило поглиблення падіння податкових надходжень наприкінці року.

Слабкість податкових доходів компенсували неподаткові надходження, зокрема благодійні внески від українських та іноземних громадян, підприємств, організацій, гуманітарна допомога, а також грантові кошти. Останні забезпечили близько чверті доходів із початку вторгнення рф. Завдяки цьому загалом доходи зведеного бюджету зросли на понад 32% р/р, а без урахування грантів – на 3.2% р/р.

На прогнозному горизонті очікується зростання доходів, проте повільне. Їх забезпечать податкові надходження, які збільшуватимуться завдяки пожвавленню приватного споживання, згортанню податкових пільг, а також все ще доволі високій інфляції. Частка грантів щорічно скорочуватиметься.

Після безпрецедентного збільшення у 2022 році надалі видатки зростатимуть повільніше з незмінним акцентом на обороноздатності та соціальній сфері

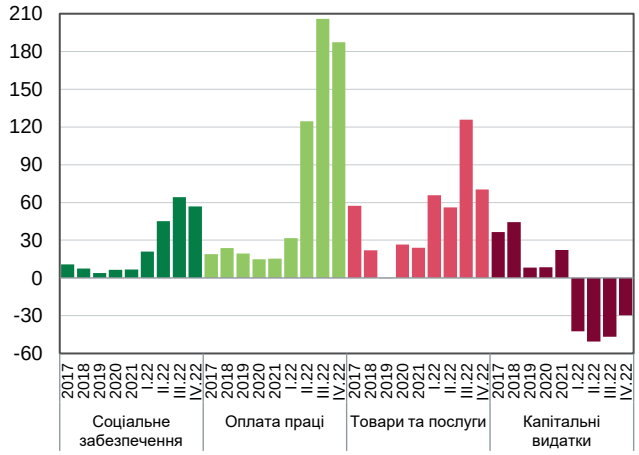
Видатки зведеного бюджету більше ніж у півтора раза перевищили обсяги 2021 року, хоча зростання дещо пригальмувало наприкінці року. Так, передбачувано найбільше коштів витрачено на оборону і безпеку. Також ключове місце посіли витрати на соціальні програми, зокрема підтримку населення шляхом виплат ВПО, низки соціальних допомог, надання пільг та субсидій на оплату ЖКП. Значною була і бюджетна підтримка Пенсійного фонду України. Витрати на оплату праці і далі стрімко зростали насамперед за рахунок грошового забезпечення військових. Все це підтримало доходи домогосподарств, отже, і споживчий попит. Водночас гуманітарно-культурна сфера фінансувалася стримано як через обмеженість ресурсів, так і меншу кількість споживачів цих послуг.

Наприкінці року було дещо надолужено капітальні видатки, зокрема через потребу відновлення пошкодженої енергетичної інфраструктури та ремонт. Однак за підсумками року вони були істотно нижчі, ніж у 2021 році. Проте, ураховуючи погіршення фінансових результатів підприємств та загальне скорочення інвестиційних проєктів через невизначеність, пошкодження чи руйнування виробництв, саме державні кошти були головним джерелом інвестицій під час війни.

У наступні роки темпи зростання видатків суттєво сповільняться, у тому числі за рахунок оптимізації бюджетного сектору. Акцент на видатках на оборону зберігатиметься до зменшення безпекових ризиків, проте і в повоєнний час вони будуть серед пріоритетних

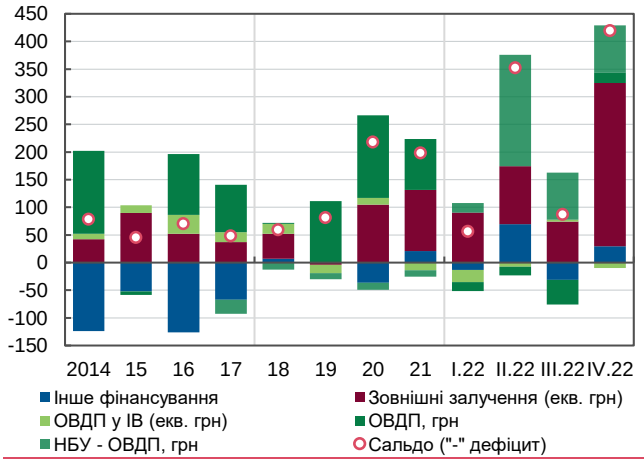
[26] Станом на кінець 2022 року все ще зберігалася можливість використання спрощеної системи оподаткування (ставка 2%), знижена ставка ПДВ та часткове скасування акцизів на паливо тощо.

Графік 2.4.6. Зміна видатків зведеного бюджету за окремими напрямами, % р/р



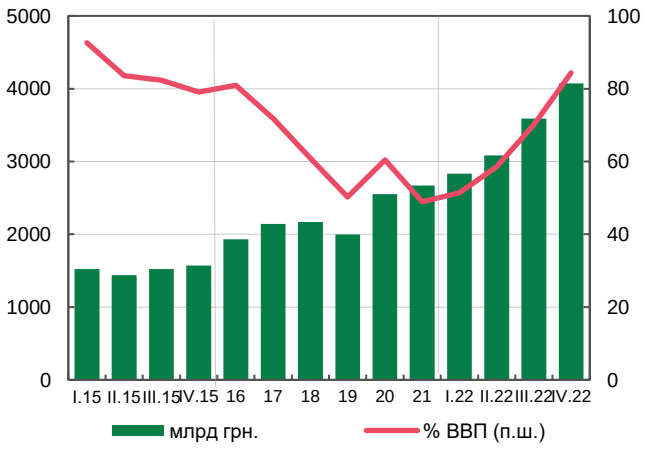
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.7. Фінансування державного бюджету*, млрд грн



* Запозичення в грн включають випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу банків, ФГВО та інших державних підприємств.
Джерело: ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.8. Державний та гарантований державою борг



* ВВП за 2022 рік – оцінка НБУ на підставі квартальних даних.
Джерело: МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

напрямів. Поступово зростатиме частка капітальних видатків через необхідність повоєнної відбудови. Соціальна підтримка після повернення населення до місць постійного проживання поступово переорієнтовуватиметься на надання субсидій на оплату послуг ЖКГ. Високе боргове навантаження визначатиме подальше зростання видатків на обслуговування боргу, що потребуватиме поступової фіскальної консолідації.

Монетизація дефіциту в 2022 році не перевищила анонсовані обсяги та надалі не передбачається

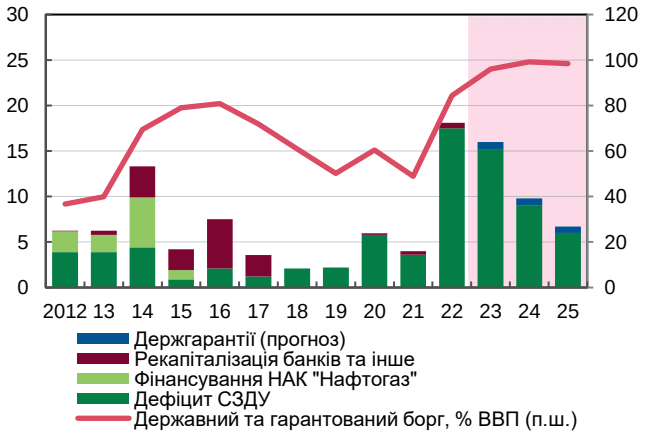
Попит на ринкові державні цінні папери завдяки підвищенню дохідності наприкінці року зріс, але загалом протягом 2022 року був слабким. Так, роловер за гривневими та валютними ОВДП становив 65% та 70% відповідно. Ураховуючи неритмічність зовнішньої фінансової допомоги на початку повномасштабної війни, НБУ розпочав монетизацію дефіциту для підтримки безперервності бюджетних видатків у перші місяці 2022 року після вторгнення рф. З огляду на ризики для макрофінансової стабільності обсяги монетизації були суттєво зменшені в другому півріччі. Завдяки більшій та ритмічнішій міжнародній допомозі монетизація була обмежена обсягом у 30 млрд грн на місяць. Загалом у 2022 році НБУ викупив ОВДП на 400 млрд грн. Дотримання стратегії щодо монетизації сприяло стабілізації очікувань та послабленню тиску на валютний ринок.

У подальшому очікується інтенсивніше використання урядом потенціалу внутрішнього боргового ринку, зокрема завдяки наближенню дохідності ОВДП до ринкового рівня. Це дасть змогу, як задекларовано урядом та НБУ, уникнути монетарного фінансування дефіциту на прогнозному горизонті. Крім того, поступове зниження премії за ризик за відносно високої ставки сприятиме відновленню інтересу й іноземних інвесторів до внутрішніх боргових інструментів, а надалі – створити підґрунтя для повернення України на міжнародні ринки капіталу.

Значні фіскальні потреби зумовлять подальше зростання боргу в 2023 році, попри грантову підтримку. Надалі відношення боргу до ВВП стабілізується, але на високому рівні

Державний та гарантований державою борг у 2022 році перевищив 80% ВВП за оцінкою НБУ. Значні кредитні кошти міжнародної допомоги, особливо в IV кварталі, державні гарантії для підтримки підприємств та випуск ОВДП з метою капіталізації ПАТ "Українська фінансова житлова компанія" зумовили збільшення боргу. Вагомий внесок мала й курсова переоцінка валютного боргу, ураховуючи велику його частку в загальному обсязі. Натомість чисті внутрішні погашення обмежували зростання боргу. Незважаючи на значні обсяги, міжнародна кредитна допомога надається Україні на пільгових умовах – крім низьких ставок, виплати основних сум відтерміновано у часі. Це частково послаблює борговий тиск на бюджет у найближчі роки.

Графік 2.4.9. Широкий дефіцит СЗДУ та державний і гарантований державою борг, % ВВП



Джерело: МВФ, ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

З огляду на збереження значних дефіцитів, їх переважно боргове фінансування та стримані темпи росту ВВП з 2024 року, відношення боргу до ВВП зросте у 2023 році, проте надалі стабілізується на високому рівні завдяки поступовій фіскальній консолідації. Порівняно з попереднім прогнозом це співвідношення помітно погіршилося на всьому прогнозному горизонті, насамперед через більші бюджетні дефіцити за довшого збереження безпекових ризиків та повільнішого відновлення економіки.

Вставка 3. Параметри державного бюджету України у 2023 році

Державний бюджет на 2023 рік формувався та виконуватиметься в умовах надзвичайної невизначеності з огляду на безпрецедентні безпекові ризики. Тому ймовірним є неодноразовий перегляд його параметрів протягом року. Наразі затверджений Законом України "Про Державний бюджет України на 2023 рік" (далі – Закон) дефіцит у номінальному виразі та у відношенні до ВВП менший як за плановий, так і за фактичний рівень 2022 року без урахування грантів у доходах. Проте він залишається значним – 20.6% ВВП[27]. Усі параметри бюджету перебувають під значним ризиком, однак основні з них сконцентровані в ресурсній частині. Зокрема, втрати економіки з огляду на дефіцит електроенергії містять ризики для отримання планових податкових надходжень.

Законом не передбачено фінансування дефіциту за рахунок емісійних коштів, але ризик його зберігається. Перспективи отримання запланованих обсягів зовнішнього фінансування, за рахунок якого покривається майже увесь дефіцит, істотно поліпшилися як відносно часу ухвалення Закону, так і публікації жовтневого прогнозу НБУ. Водночас за окремими програмами зовнішньої підтримки ще тривають перемовини. Крім того, викликом для виконання бюджету, як і у 2022 році, може стати неритмічність надходження зовнішньої допомоги.

Запланований дефіцит Державного бюджету в 2023 році нижчий, ніж фактичний показник 2022 року (без урахування грантів у доходах), а первинний дефіцит різко звужується (до 15.5% ВВП з майже 26% ВВП у 2022 році без урахування грантів у доходах). Це свідчить про наміри уряду зміцнити фіскальну дисципліну навіть в умовах викликів воєнного часу, що дасть змогу підтримати макроекономічну стабільність та зменшити ризики для стійкості державних фінансів у майбутньому. Це також має позитивно відобразитися на сприйнятті міжнародними партнерами України як відповідального партнера.

Урядовим прогнозом у 2023 році передбачається доволі млявий приріст доходів Державного бюджету за одночасно менших видатків порівняно з фактичними показниками 2022 року. Також суттєво знижується перерозподіл ВВП, що насамперед пов'язано з очікуваним на час розробки бюджету відновленням економічного зростання у 2023 році за збереження доволі високих темпів інфляції.

Таблиця 1. Основні параметри Державного бюджету*, млрд грн

Показник	2021	2022	2023
			Закон
Доходи	1 296.9	1 306.7	1 329.3
річна зміна, %	20.5	0.8	1.7
% ВВП	23.8	27.1	21.2
Видатки	1 490.3	2 705.4	2 580.7
річна зміна, %	15.7	81.5	-4.6
% ВВП	27.3	56.1	41.1
Кредитування	4.5	-3.3	45.1
Сальдо (- дефіцит)	-197.9	-1 395.4	-1 296.5
% ВВП	-3.6	-28.9	-20.6

* Доходи та дефіцит 2022–2023 років – без урахування грантів, крім законодавчо затверджених. ВВП 2022 рік – оцінка НБУ.
Джерело: ДКСУ, ВРУ, розрахунки НБУ

Однак плановий дефіцит бюджету є значним, а з огляду на дефіцит е/е, який може зберігатися впродовж усього року (детальніше – у вставці "Вплив дефіциту е/е на економіку України" на стор. 21), вірогідним є його розширення. Гірші економічні показники у 2023 році, ніж передбачалося під час розроблення Закону, можуть зменшити базу оподаткування та відповідно доходи бюджету (у разі реалізації базового макроекономічного сценарію НБУ недовиконання доходів може становити близько 4.5%). За обмеженого потенціалу оптимізації видатків в умовах війни це може збільшити дефіцит бюджету. Пом'якшити ці ризики можуть подальші кроки щодо згортання екстрених податкових пільг[28] та поліпшення адміністрування. Водночас навіть у разі досягнення планових показників доходів, їх буде достатньо для покриття лише половини запланованих видатків.

Таблиця 2. 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

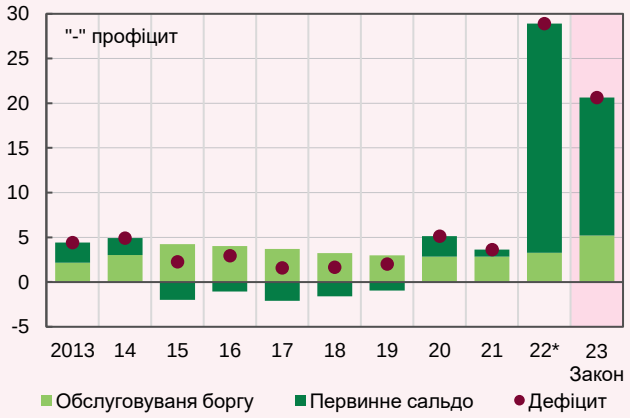
Джерело: ВРУ (пояснювальна записка до другого читання), прогноз НБУ (січень 2023 року).

Основний акцент у видатках зроблено на обороноздатності та соціальній підтримці населення. Хоча основні соціальні стандарти[29] збережено на рівні 2022 року, передбачено значні кошти на підтримку Пенсійного фонду України, у тому числі для забезпечення індексації пенсій, продовжено надання допомоги ВПО, пільги і субсидії населенню на оплату послуг ЖКГ. Економічну активність підтримають видатки з Фонду ліквідації наслідків збройної агресії (за рахунок частини коштів, які перераховуються НБУ) та Дорожнього фонду (за рахунок надходжень акцизу на пальне). Однак, попри стриманий підхід до формування видатків, є ризик їх вимушеного збільшення, насамперед у разі посилення безпекових ризиків і втрат критичної інфраструктури. Також через значну кількість вимушених мігрантів за кордон формується ризик менших власних доходів

[27] Тут і далі використано ВВП відповідно до прогнозу КМУ, на якому ґрунтується бюджет на 2023 рік, якщо не зазначено інше.
[28] Бюджет розроблено на підставі редакції Податкового кодексу України, яким передбачено повернення з 01 липня 2023 року оподаткування пального, яке діяло до введення воєнного стану. На початку 2023 року розроблено законопроєкт щодо відновлення системи оподаткування, які діяла до 24 лютого 2022 року, зокрема скасування можливості для ФОП та юридичних осіб бути платниками єдиного податку III групи зі ставкою 2% від суми доходу, для ФОП I та II групи не сплачувати єдиний податок тощо.
[29] Мінімальна заробітні плата – 6 700 грн, прожитковий мінімум – 2 589 грн.

Пенсійного фонду України та, як наслідок, потреби додаткової бюджетної підтримки.

Графік 1. Сальдо* державного бюджету, % ВВП



* Для розрахунку первинного сальдо 2013–2022 років використано функціональну класифікацію та 2023 року – програмну класифікацію. Дефіцити 2022-2023 – без урахування грантів, крім законодавчо затверджених. ВВП 2022 рік – оцінка НБУ.
Джерело: ДКСУ, ВРУ, розрахунки НБУ.

Згідно із Законом дефіцит планується майже повністю профінансувати за рахунок зовнішнього фінансування. Обсяг залучень оцінюється у понад 27% ВВП, із них зовнішні запозичення становлять 25.7% ВВП (понад 1 612 млрд грн, або 38.2 млрд дол. США). Перспективи отримання такого амбітного міжнародного фінансування поліпшилися порівняно з тими, що були на час ухвалення Закону, та зазначеними в жовтневому макроекономічному прогнозі НБУ. Однак наразі підтвердженими є лише 30.5 млрд дол. у еквіваленті, з них 18 млрд євро від ЄС та майже 11 млрд дол. від США. Ризик ритмічності надходження цих коштів є все ще актуальним.

Водночас для досягнення планових показників фінансування потрібна подальша активна співпраця як з країнами-партнерами, так і з міжнародними організаціями, насамперед із МВФ. Виконання умов моніторингової програми МВФ не лише сприятиме запровадженню програми, що передбачає фінансування потреб бюджету, а й дасть потужний сигнал іншим партнерам щодо готовності України виконувати зобов'язання та проводити реформи, незважаючи на виклики війни.

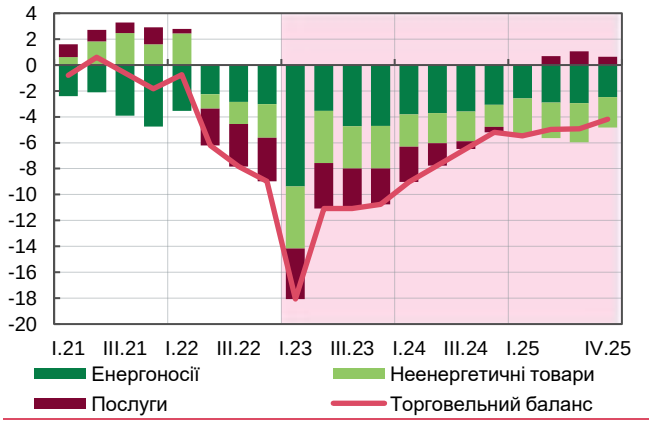
Натомість внутрішні залучення плануються незначними (близько 91 млрд грн). З одного боку, це свідчить про відсутність планів щодо монетарного фінансування бюджетних потреб. З іншого боку, з огляду на значну ліквідність банківської системи, зміни вимог до обов'язкових резервів банків та домовленості з Міністерством фінансів України щодо наближення дохідностей за ОВДП до ринкових рівнів, закріплені, зокрема, в Меморандумі згідно з умовами Моніторингової програми з МВФ, є значний потенціал до збільшення запозичень на первинному ринку ОВДП. Це дасть змогу залучати достатні кошти для проведення видатків та зменшить ризики використання емісійного фінансування в разі недоотримання доходів та/чи зовнішнього фінансування.

.

2.5. Платіжний баланс

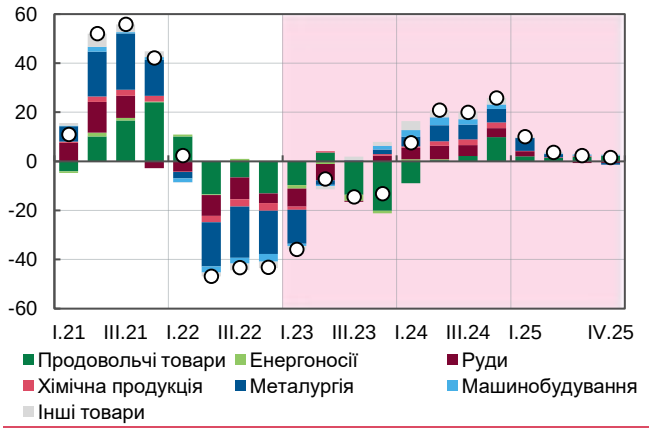
- У IV кварталі, попри обстріли та перешкоджання рф роботі "зернового коридору", надходження від експорту залишалися порівняно стійкими. Водночас активна підготовка населення та бізнесу до зими на тлі дефіциту е/е призвела до збільшення попиту на валюту. Однак значні обсяги офіційного фінансування дали змогу наростити резерви до 28.5 млрд дол. на кінець року, що перевищило рівень напередодні повномасштабного вторгнення.
- У 2023 році дефіцит торгівлі товарами стрімко розшириться через зниження обсягів експорту на тлі гірших урожаїв та підвищений попит на товари, що забезпечують енергоавтономність. Разом зі збільшенням чисельності мігрантів, і відповідно їх витрат за кордоном, це спричинить зниження резервів до 27 млрд дол. на кінець року попри значні обсяги міжнародної допомоги.
- З 2024 року резерви зростатимуть завдяки офіційному фінансуванню, поверненню мігрантів та відновленню експорту. Станом на кінець 2025 року вони сягнуть майже 35 млрд дол.

Графік 2.5.1. Торговельний баланс, млрд дол.



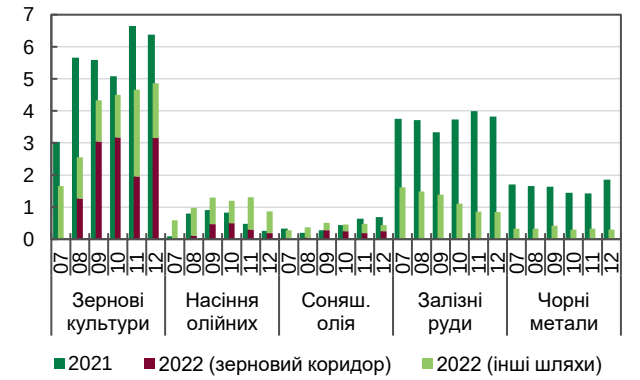
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.2. Внески в річну зміну експорту товарів, в.п.



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.3. Експорт окремих товарів, млн т



Джерело: ДМСУ, Black Sea Grain Initiative JCC.

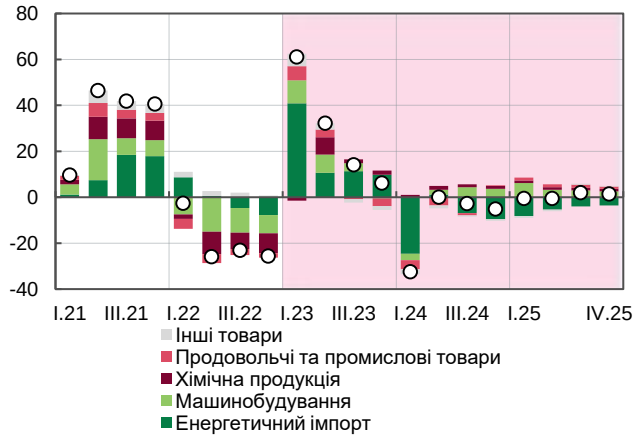
Експорт у 2023 році скоротиться через низькі врожаї та негативний вплив дефіциту е/е на виробників. Однак надалі експорт зростатиме завдяки відновленню економіки та повноцінної роботи портів

У IV кварталі експорт товарів залишався доволі стійким, попри всі виклики для експортерів. Так, навмисне затягування інспекцій суден представниками рф дещо сповільнило поставки через "зерновий коридор" у листопаді. Крім того, через логістичні труднощі та високі ризики українське збіжжя продається зі значним дисконтом. Разом із нижчим урожаєм це призвело до суттєво нижчих обсягів експорту продовольчих товарів порівняно з попередніми роками. Проте за результатами IV кварталу він зріс майже удвічі порівняно з III кварталом. Цьому сприяла робота "зернового коридору", а також нарощування поставок продовольства й іншими видами транспорту. У результаті експорт продовольчих товарів становив майже дві третини загального експорту товарів.

На динаміку експорту товарів вплинули й ракетні обстріли рф енергетичної інфраструктури. Унаслідок внутрішнього дефіциту е/е повністю припинився її експорт до ЄС. Також знизилися експортні поставки вугілля на тлі вищих потреб вітчизняної генерації. Унаслідок зменшення виробництва підприємствами ГМК, звуження попиту з боку виробників ЄС та дорогої й ускладненої логістики тривало скорочення експорту чорних металів та залізних руд. Експорт продукції деревообробної промисловості знизився через збільшення внутрішнього попиту на тверде паливо та заборону експорту паливної деревини. Натомість скорочення експорту продукції хімічної промисловості пригальмувало завдяки порівняно швидкій адаптації виробників добрив до енергодефіциту.

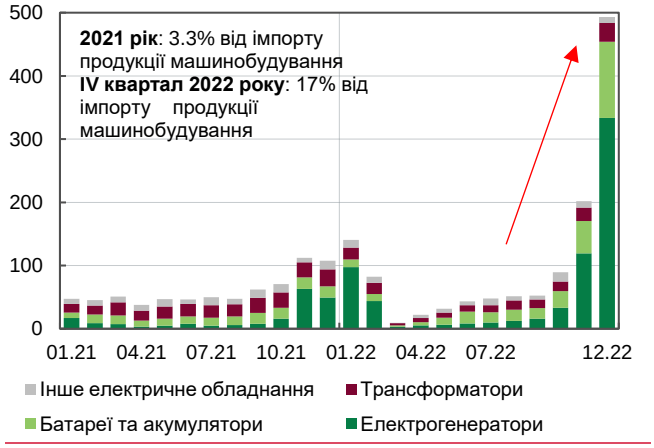
У 2023 році експорт товарів скоротиться і буде меншим, ніж передбачав попередній прогноз, передусім через ефекти війни, у тому числі збереження дефіциту е/е у 2023 році. Зниження попиту з боку країн ЄС на тлі глобальної рецесії та логістичні проблеми будуть додатковими факторами, що обмежуватимуть експорт, насамперед продукції ГМК. Також очікується скорочення експорту продовольчих товарів через низькі врожаї зернових та збереження значних дисконтів. На тлі дефіциту е/е сповільниться експорт соняшникової олії, що лише частково буде компенсовано поставками насіння соняшника.

Графік 2.5.4. Внески в річну зміну імпорту товарів, в.п.



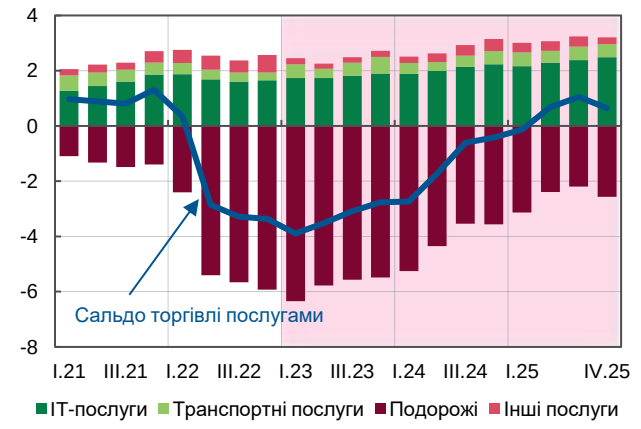
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.5. Імпорт обладнання для забезпечення енергоавтономності, млн дол.



Джерело: ДМСУ.

Графік 2.5.6. Сальдо торгівлі послугами, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

З 2024 року експорт товарів почне зростати, хоча й нерівномірно за секторами. Завдяки збільшенню врожаїв Україна поступово нарощуватиме експорт продовольства, попри зниження світових цін. Водночас експорт металів хоча й зростатиме після повноцінного запуску морських портів, буде суттєво нижчим, ніж до повномасштабного вторгнення, на всьому прогнозному горизонті через зруйновані потужності, а також значний внутрішній попит для відновлення інфраструктури.

Імпорт неенергетичних товарів залишатиметься високим, проте здешевлення енергоносіїв та відновлення експорту сприятимуть звуженню дефіциту торгівлі товарами з 2024 року

Енергетичний терор з боку рф у IV кварталі призвів до нарощування імпорту товарів для забезпечення енергоавтономності населення та бізнесу. Суттєво зросли закупівлі електрогенераторів, акумуляторів, різних типів батарей та іншого електричного обладнання, зокрема внаслідок звільнення цих товарів від митних платежів. Частка цих товарів в імпорті продукції машинобудування збільшилася з 3.3% у 2021 році до 17% у IV кварталі 2022 року. Активне використання генераторів відчутно підвищило попит на нафтопродукти, закупівлі яких сягнули найвищих значень від початку повномасштабної війни. Також зростали обсяги міжнародної гуманітарної допомоги, у тому числі обладнання для відновлення енергетичної інфраструктури. Значні потреби оборонного сектору зумовили нарощування імпорту продовольчих та промислових товарів (одягу, взуття тощо).

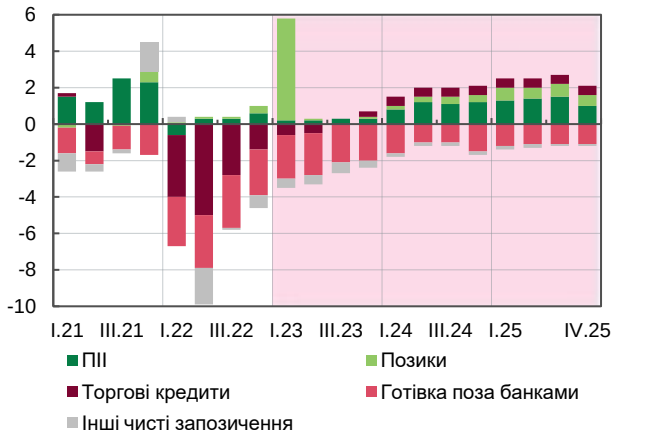
У результаті дефіцит торгівлі товарами значно розширився і становив 5.6 млрд дол. у IV кварталі. За результатами 2022 року він сягнув найвищого після 2013 року значення – 14.6 млрд дол. Ураховуючи високі ціни на енергоносії, потребу поповнення їх запасів та дефіцит е/е, енергетичний імпорт у 2023 році суттєво зросте. Утім, очікується, що значна частина цього імпорту буде профінансована за допомогою коштів від зовнішніх донорів.

Надалі низхідний тренд світових цін на енергоносії та поступове налагодження роботи енергосектору сприятиме скороченню частки енергетичного імпорту.

Складна ситуація в енергетиці зумовить збільшення й неенергетичного імпорту у 2023 році передусім унаслідок високого внутрішнього попиту на товари, що забезпечують енергоавтономність. Значних обсягів імпорту потребуватиме сектор оборони. У 2024–2025 роках неенергетичний імпорт залишатиметься високим через потреби післявоєнного відновлення. Отже, після стрімкого розширення на початку 2023 року дефіцит торгівлі товарами почне звужуватися, але буде значним на всьому прогнозному горизонті.

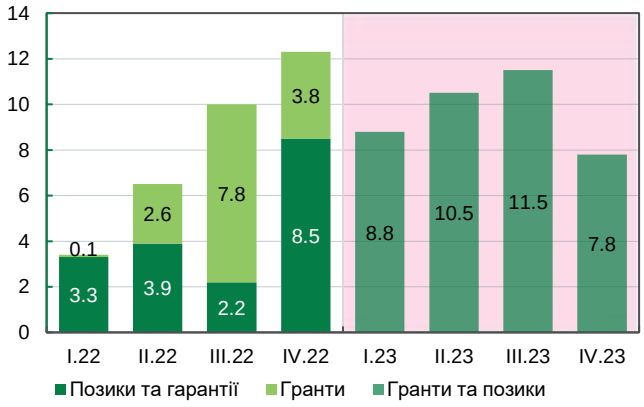
Прогноз імпорту товарів у 2023 році підвищено через більшу потребу в енергоносіях, продукції машинобудування та промислових товарах. Натомість імпорт добрив переглянуто в бік зниження через зменшення площ посівів.

Графік 2.5.7. Приватний сектор: чисті зовнішні зобов'язання, млрд дол.



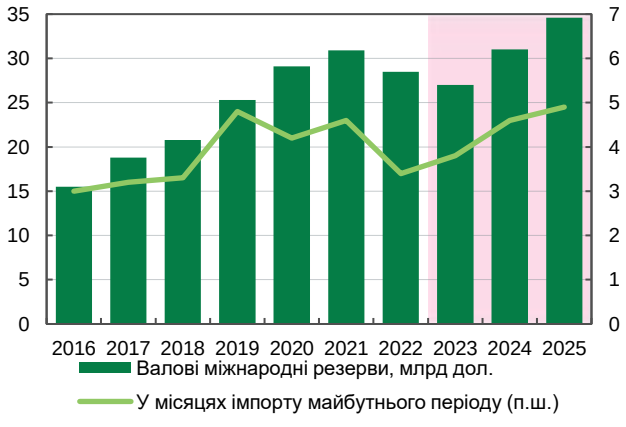
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.8. Міжнародна фінансова допомога, млрд дол.



Джерело: НБУ, МФУ, дані з відкритих джерел.

Графік 2.5.9. Валові міжнародні резерви



Джерело: розрахунки НБУ.

Значна кількість українських мігрантів зумовить суттєвий відплив валюти у 2023 році, який поступово сповільниться в міру їх повернення в Україну

Дефіцит торгівлі послугами залишався значним у IV кварталі (3.4 млрд дол.). Експорт послуг дещо збільшився порівняно з попередніми кварталами за рахунок IT-послуг. Цьому сприяла адаптація сектору до роботи в умовах перебоїв з електропостачанням. Водночас пожвавлення зовнішньої торгівлі товарами стимулювало збільшення імпорту транспортних послуг, а через значну кількість українських мігрантів тривало зростання імпорту послуг за статтею "подорожі".

Перебування українців за кордоном було вагомим чинником подальшого збільшення валюти поза банками. Зберігалися й значні обсяги заборгованості нерезидентів за торговими кредитами. Ці чинники й надалі формували значний відплив капіталу за приватним сектором. З іншого боку, мігранти активно працевлаштовувалися за кордоном. Це сприяло стабільним надходженням грошових переказів, які лише незначно поступалися минулорічним показникам.

Очікується збільшення кількості мігрантів у 2023 році через високі безпекові ризики та перебої з е/е. Це зумовить зростання імпорту послуг за статтею "подорожі", що лише частково компенсується збільшенням грошових переказів, а також зміною статусу резидента мігрантів, які перебувають за кордоном більше року. З 2024 року очікується поступове повернення українців із-за кордону на тлі зниження безпекових ризиків, відповідно обсяги відпливу валюти у 2024–2025 роках значно зменшаться.

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

Попри збільшення інтервенцій з продажу валюти в IV кварталі, валові міжнародні резерви зросли до 28.5 млрд дол. на кінець 2022 року, що було більше, ніж на початку повномасштабної війни. Основним джерелом покриття дефіциту платіжного балансу приватного сектору залишалася міжнародна фінансова допомога: у IV кварталі Україна отримала 12.3 млрд дол., а за весь час повномасштабного вторгнення – понад 32 млрд дол.

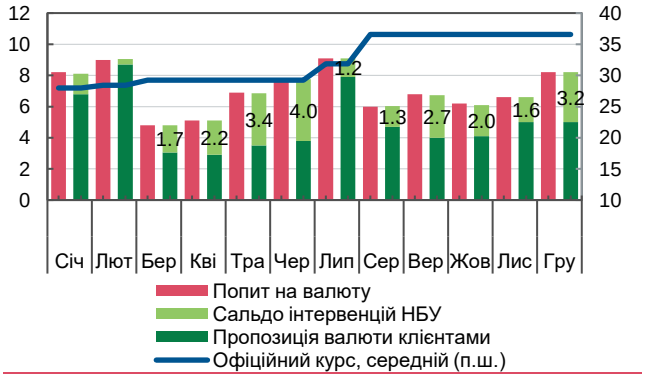
Попри очікуване збільшення міжнародної фінансової допомоги у 2023 році (порівняно з попереднім прогнозом її обсяги були суттєво збільшені з огляду на вже задекларовані суми підтримки від країн ЄС та США), вона разом із зовнішнім фінансуванням енергетичних потреб лише частково компенсує розширення торговельного дефіциту. У результаті резерви знизяться до 27 млрд дол. Утім, цього буде достатньо для покриття майже чотирьох місяців майбутнього імпорту.

Офіційне фінансування підтримуватиме достатній рівень міжнародних резервів і надалі. Зниження безпекових ризиків сприятиме відновленню припливу капіталу в приватний сектор та зменшенню відпливу готівкової валюти поза банками. У результаті валові резерви зростуть до 31 млрд дол. у 2024 році та майже до 35 млрд дол. у 2025 році.

2.6. Монетарні умови та фінансові ринки

- Фіксований обмінний курс залишається номінальним якорем для забезпечення макрофінансової стабільності. Інтервенції НБУ й надалі покриватимуть чистий попит на валютному ринку, який залишатиметься суттєвим з огляду на наслідки війни.
- На прогнозному горизонті зберігатимуться жорсткі монетарні умови через міцніший за свій рівноважний рівень РЕОК гривні і поступове підвищення реальної процентної ставки внаслідок зниження інфляції. У подальшому баланс монетарних умов дасть змогу перейти до зниження облікової ставки уже в II кварталі 2024 року.
- Збереження високої облікової ставки та поетапне підвищення вимог до обов'язкових резервів банків сприятиме посиленню монетарної трансмісії та абсорбуванню надлишкової ліквідності. Це збільшить привабливість гривневих інструментів та підтримає стійкість валютного ринку.

Графік 2.6.1. Попит і пропозиція на міжбанківському валютному ринку*, інтервенції НБУ, млрд дол., та офіційний курс гривні до долара у 2022 році



* Обсяг операцій купівлі/продажу безготівкової іноземної валюти клієнтами банків на умовах "тод", "том", "спот" та сальдо за операціями банків за рахунок власної позиції.
Джерело: НБУ.

Графік 2.6.2. Курси гривні до долара*

* Останні дані – за 25.01.2023.
Джерело: НБУ, відкриті джерела.

Графік 2.6.3. Курси гривні до долара на готівковому ринку*

* Останні дані – за 25.01.2023.
Джерело: НБУ, відкриті джерела.

Монетарні заходи НБУ спрямовані на підтримання курсової стабільності, це сприяє стабілізації очікувань та зниженню ризиків зростання інфляції

На валютному ринку все ще переважав попит, хоча співвідношення попиту та пропозиції в цілому поліпшилося. Попри масовані ракетні удари з боку росії, готівковий валютний ринок залишався стійким. Відхилення готівкового курсу від безготівкового протягом IV кварталу зберігалося на прийнятному рівні – близько 10-11%. Поліпшенню збалансованості та стійкості валютного ринку сприяли:

- збільшення обсягів і поліпшення ритмічності надходжень міжнародної фінансової допомоги;
- зростання експортних надходжень;
- утримання облікової ставки на високому рівні;
- корегування офіційного курсу гривні всередині 2022 року та його фіксація на новому рівні;
- дотримання узгоджених умов монетизації бюджету – не більше 30 млрд грн на місяць до кінця 2022 року і припинення емісії з початку 2023 року;
- калібрування валютних обмежень та запровадження спеціальних депозитних продуктів (онлайн-депозитів у валюті та депозитів із індексацією на зміну офіційного курсу гривні);
- поступова стабілізація інфляційних та девальваційних очікувань.

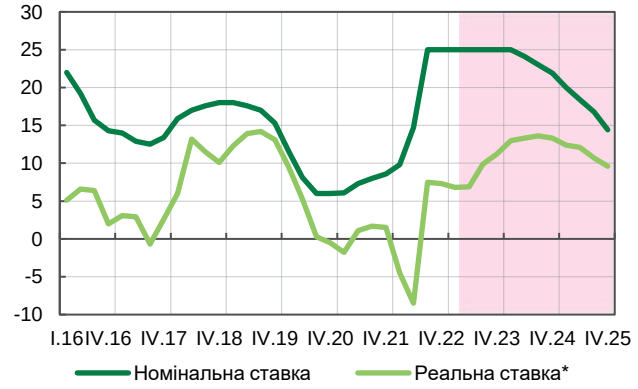
Основними продавцями іноземної валюти були підприємства АПК та IT-сектору. Попит на валюту формувався під впливом потреб із забезпечення обороноздатності, енергоресурсам та електротехнічним обладнанням. Наприкінці року активізації попиту сприяло також суттєве збільшення бюджетних витрат, що фінансувалися коштами від міжнародних партнерів. Попит на іноземну валюту генерували і банки, які купували іноземну валюту для розрахунків з міжнародними платіжними системами та для покриття її продажу населенню. У підсумку чистий продаж валюти НБУ у IV кварталі 2022 року становив 6.8 млрд дол. (загалом за 2022 рік – 25 млрд дол.).

З огляду на обмежену здатність валютного ринку до самостійного врівноваження НБУ й надалі здійснюватиме валютні інтервенції та вживатиме заходів для стримування відпливу капіталу з метою підтримання курсової стабільності. НБУ здійснює постійний моніторинг

Графік 2.6.4. Індекси РЕОК і НЕОК, 06.2015 = 1

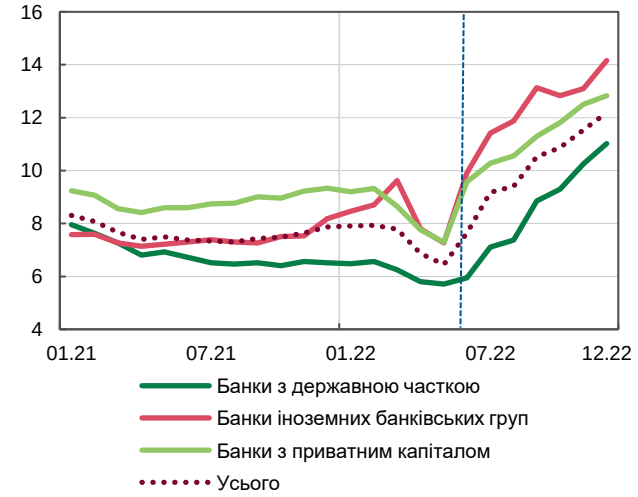
Джерело: IFS, розрахунки НБУ.

Графік 2.6.5. Облікова ставка, у середньому за період, %



* Дефльована на модельні очікування (КПМ).
Джерело: НБУ.

Графік 2.6.6. Середньозважені гривневі процентні ставки за строковими депозитами ДГ, %



Джерело: НБУ.

ефективності заходів контролю за рухом капіталу та коригує їх відповідно до потреб макрофінансової стабільності.

У міру зниження безпекових ризиків здатність валютного ринку до самозбалансування зростатиме. Цьому може сприяти нарощування обсягів пропозиції валюти з боку експортерів в умовах пожвавлення виробництва і відновлення транспортної логістики. Це дасть змогу зменшити роль НБУ у збалансуванні валютного ринку та поступово лібералізувати валютні обмеження. Проте необхідність у продажі валюти з боку НБУ зберігатиметься з огляду на випереджаючі темпи зростання попиту на імпорт порівняно з можливостями нарощування експорту через руйнування виробничих потужностей.

Липневе коригування офіційного курсу гривні до долара та зміцнення валют країн – ОТП до долара США у другому півріччі 2022 року зумовили послаблення РЕОК гривні навіть на тлі вищої інфляції в Україні порівняно із країнами – ОТП. Проте, РЕОК гривні залишається міцнішим за свій рівноважний рівень внаслідок масштабних інтервенцій з продажу валюти та збереження обмежень на валютні операції. Ці ж фактори разом зі збереженням вищої інфляції в Україні порівняно з країнами – ОТП сприятимуть відносній стійкості та міцності РЕОК на прогнозному горизонті.

Попри незмінну облікову ставку, в реальному вимірі вона зростатиме до початку 2024 року. Разом з міцним РЕОК гривні це формуватиме жорсткі монетарні умови, що сприятиме зниженню інфляції

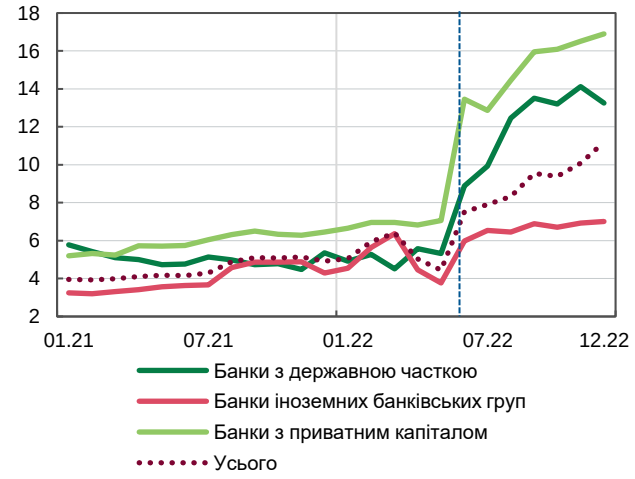
НБУ в січні зберіг облікову ставку на рівні 25%. Очікується, що такою ставка залишатиметься щонайменше до кінця I кварталу 2024 року. Однак у реальному вимірі вона зростатиме через прогнозоване зниження інфляції та відповідне згасання інфляційних очікувань. Разом з міцним РЕОК гривні це формуватиме жорсткі монетарні умови, що дасть змогу сформувати стійкий дезінфляційний тренд за рахунок вищої привабливості заощаджень та дешевшого імпорту.

Водночас НБУ й надалі готовий за потреби застосовувати заходи для уникнення емісійного фінансування дефіциту бюджету, підвищення привабливості гривневих активів, посилення стійкості валютного ринку та формування належних передумов для пом'якшення адміністративних обмежень.

НБУ вживає додаткових заходів для посилення монетарної трансмісії в умовах надлишкової ліквідності банківської системи

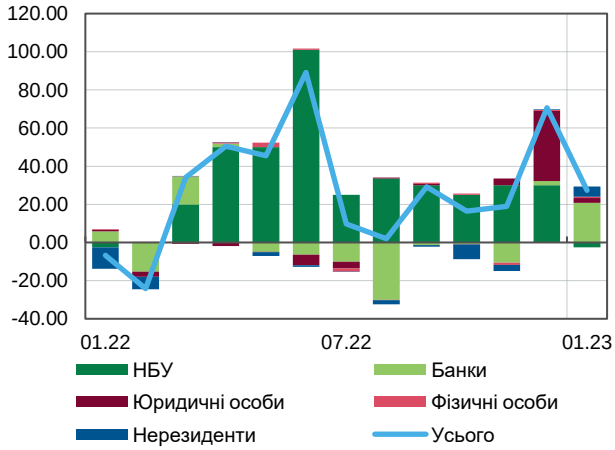
Реакція ринкових ставок на червневе підвищення облікової ставки та утримання її на високому рівні дещо посилилася наприкінці 2022 року. Цьому передусім сприяла поступова заякореність очікувань банків щодо тривалого збереження облікової ставки на незмінному рівні. Також у IV кварталі 2022 року помірно підвищилася

Графік 2.6.7. Середньозважені гривневі процентні ставки за строковими депозитами НФК, %



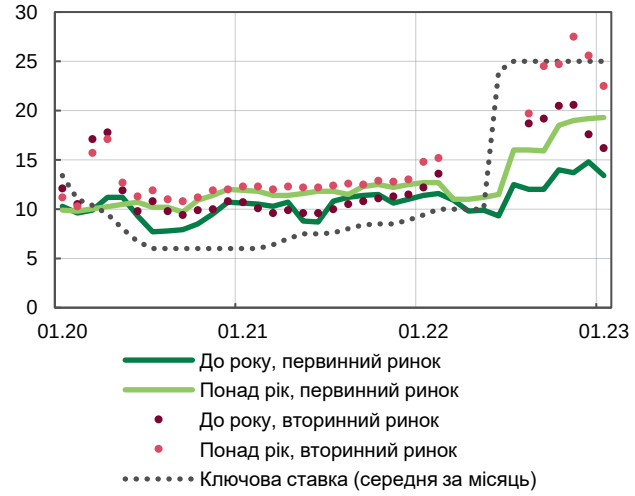
Джерело: НБУ.

Графік 2.6.8. Зміна обсягу гривневих ОВДП в обігу в розрізі власників*, млрд грн



* Останні дані – за 25.01.2023.
Джерело: НБУ.

Графік 2.6.9. Дохідність гривневих ОВДП*, %



* Останні дані – за 25.01.2023.
Джерело: розрахунки НБУ.

дохідність гривневих ОВДП під час первинного розміщення. Надалі тісніший зв'язок з обліковою ставкою мала дохідність ОВДП на вторинному ринку. Її незначне зменшення на короткому сегменті кривої в грудні пояснюється активізацією торгів з боку нерезидентів на тлі очікувань щодо можливості виведення коштів за кордон після 1 квітня 2023 року. Однак і дохідність за ОВДП, і ставки за депозитними продуктами банків все ще не створювали достатніх стимулів для формування значного ринкового попиту на ОВДП та надання переваги строковим гривневим інструментам порівняно з валютними.

Повільна реакція депозитних ставок зумовлена передусім значною надлишковою ліквідністю банківської системи, недостатньою конкуренцією на депозитному ринку та обмеженим набором альтернативних інструментів для заощаджень, особливо для фізичних осіб.

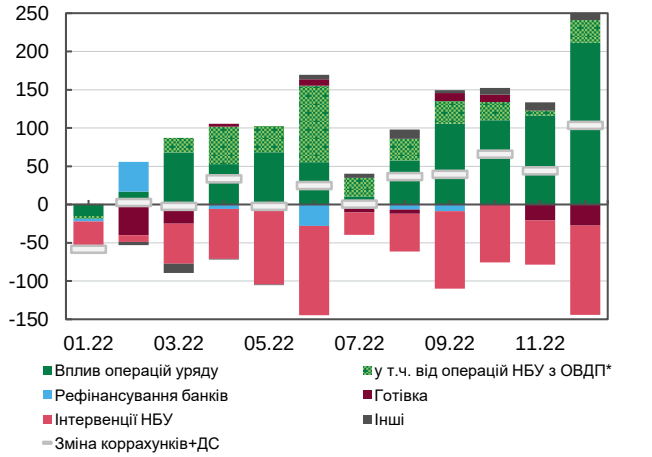
Ліквідність банківської системи надалі зростала в IV кварталі 2022 року. Основним чинником було суттєве нарощування урядом видатків, особливо наприкінці року, за рахунок продажу валютних коштів. Обсяги вилучення ліквідності також були значними, передусім унаслідок інтервенцій НБУ з продажу іноземної валюти та прискореного збільшення готівки в обігу наприкінці року як через сезонний фактор, так і короткострокову реакцію на атаки рф на об'єкти енергетичної інфраструктури. Попри це профіцит ліквідності банківської системи наприкінці року сягнув чергового рекорду (середньоденні залишки коштів на коррахунках і ДС становили майже 415 млрд грн порівняно з 268 млрд грн у III кварталі).

З початку повномасштабної війни концентрація на ринку гривневих депозитів як фізичних, так і юридичних осіб зросла. Так, надвисокий рівень ліквідності сконцентрований переважно в кількох найбільших банках-маркетмейкерах. Це пов'язано з нерівномірністю перерозподілу в банківській системі значних за обсягами соціальних та інших виплат громадянам, зокрема військовим. Інертна цінова політика банків призводить до зростання попиту на більш ліквідні кошти до запитання та утримання значного тиску на валютний ринок.

Значний обсяг ліквідності зберігатиметься і в майбутньому, насамперед через значні бюджетні витрати (у тому числі за рахунок конвертації урядом іноземної валюти). Водночас інтервенції НБУ з продажу валюти частково вилучатимуть надмірну гривневу ліквідність.

Для зв'язування вільної ліквідності НБУ з середини січня підвищив нормативи обов'язкового резервування. Це сприяло подальшому підвищенню ставок за строковими гривневими депозитами. Вже в грудні, коли було анонсовано цей захід, середньозважена ставка за строковими вкладами домогосподарств у гривні зросла до 12.2%.

Графік 2.6.9. Чинники впливу на ліквідність банківської системи (коррахунки+ДС), млрд грн



* Викуп НБУ військових ОВДП (+)/погашення та дохід за ДЦП (-) у портфелі НБУ.
Джерело: НБУ.

Водночас НБУ надав змогу банкам покривати до 50% від загального обсягу обов'язкових резервів за рахунок бенчмарк-ОВДП. Цей крок покликаний активізувати участь банків на первинному ринку ОВДП, що дасть змогу уникнути емісійного фінансування дефіциту бюджету у 2023 році. Перші аукціони з первинного розміщення після оголошення цих заходів засвідчили їх дієвість – окремі банки вже суттєво розширили свої портфелі гривневих ОВДП.

Після оцінки дієвості запроваджених заходів та динаміки ліквідності банківської системи НБУ прийняв рішення про додаткове поетапне підвищення вимог до обов'язкових резервів саме на поточні кошти та кошти до запитання. НБУ очікує, що ці заходи сприятимуть зниженню профіциту ліквідності в банківській системи. Також вони спонукатимуть банки до активнішої конкуренції за строкові кошти вкладників і відповідно сприятимуть суттєвішому підвищенню ставок за гривневими активами та зростанню частки строкових депозитів. У результаті посилиться стійкість валютного ринку до ситуативних чинників, а НБУ зможе в перспективі перейти до пом'якшення адміністративних обмежень для бізнесу та населення.

Вставка 4. 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, набув у 2022 році ознак серйозної проблеми і для провідних центробанків світу, і центробанків країн, ринки яких розвиваються (ЦБ ЕМ). Профіцит ліквідності послаблює здатність центральних банків (ЦБ) стримувати рекордний ціновий тиск. Тож, все більше провідних ЦБ для посилення ефекту від підвищення ставок згортають програми QE (кількісного пом'якшення) та переходять до QT (кількісного стиснення). Перед ЦБ ЕМ завдання оптимізації профіциту ліквідності постало ще гостріше: ураховуючи традиційно нижчу довіру до національних валют та менш заякорені інфляційні очікування, в таких країнах посилилися загрози розгортання валютних криз та інфляційних спіралей. Заради посилення впливу на інфляційні процеси дедалі більше ЦБ ЕМ застосовують як традиційні, так і доволі "екзотичні" комбінації з підвищення ключових ставок, нормативів обов'язкового резервування, запровадження інструментів для поглинання вільної ліквідності із тривалішими термінами обігу.

Значний структурний профіцит ліквідності у 2022 році став серйозним викликом для ЦБ. Його основне джерело – безпрецедентні за масштабами програми монетарного та фіскального стимулювання під час коронакризи у 2020–2021 роках. Зокрема для підтримки кредитування та сукупного попиту як провідні ЦБ, так і ЦБ ЕМ широко розгорнули програми QE (викупу цінних паперів), довгострокового та/або цільового рефінансування банків. Уряди також відчутно збільшили витрати на підтримку економік.

Таке потужне стимулювання стало одним з чинників суттєвого інфляційного сплеску та зрештою призвело до розбалансування очікувань. Як наслідок, у 2022 році інфляція у світі досягала рекордних рівнів за кілька останніх десятиліть. Водночас сформований профіцит ліквідності суттєво знизив дієвість каналів монетарної трансмісії, а відповідно – обмежив можливості ЦБ з ефективного приборкання інфляції.

Зниження ефективності монетарної політики відчули, у тому числі і ЦБ розвинених країн. Усвідомивши, що інфляційний сплеск не є транзитивним, вони розпочали цикли прискореного посилення процентної політики (див. розділ "Зовнішнє середовище" на стор. 8), але у відповідь зіштовхнулися із млявою реакцією ринкових ставок.

Для підвищення дієвості монетарної трансмісії ФРС згорнула програму QE та розпочала скорочення балансу. ЄЦБ для згортання обсягів цільового довгострокового рефінансування (TLTRO III) у жовтні 2022 року оголосив про прив'язку ставки за такими операціями до ключової ставки, фактично підвищивши її на 125 б. п. до 2%. Нещодавно ЄЦБ також анонсував початок циклу скорочення власного портфеля державних облігацій.

Утім, особливо гостро проблема профіциту ліквідності постала перед ЦБ ЕМ. Зростання споживчої інфляції в цій групі країн у 2022 році виявилося стрімкішим та відчутнішим. Враховуючи традиційно нижчу довіру до національних валют та менш заякорені інфляційні очікування, в таких країнах фінансові системи стали чутливішими до ситуативних чинників. Як наслідок, зросли загрози розгортання валютних криз та неконтрольованого прискорення інфляції. Усвідомлюючи ці ризики, ЦБ ЕМ здебільшого ще у 2021 році розпочали цикли підвищення ключових ставок. Для посилення дієвості процентної політики центробанки застосували різноманітні заходи з поглинання ліквідності банків.

Таблиця 1. Монетарні інструменти ЦБ окремих країн ЕМ з інфляційним таргетуванням у 2022 році, %

Країна	ІСЦ, % р/р		Ключова ставка		↑ Нормативів ОР	Боргові інструменти ЦБ
	макс. у 2022 р.	*на кінець 2023 р.**	*зміна, б.п.***	*на кінець року, %*		
Єгипет***	21.3	9.2	**+800**	16.75	✓	✓
Гана	54.1	17.5	**+1250**	27.00	✓	✓
Албанія	8.3	3.3	**+225**	2.75		
Польща	17.9	9.0	**+500**	6.75	✓	
Румунія	16.8	7.7	**+500**	6.75		
Угорщина	24.5	6.7	**+1060**	13.00	✓	✓
Чехія	18.0	4.0	**+325**	7.00		
Сербія	15.1	6.0	**+400**	5.00		
Грузія	13.9	3.8	**+50**	11.00		✓
Молдова	34.6	8.0	**+1500**	20.00	✓	
Індонезія	6.0	3.3	**+200**	5.50	✓	✓
Індія	7.8	4.9	**+225**	6.25	✓	
ПАР	7.8	4.5	**+325**	7.00		✓
Колумбія	13.1	6.0	**+900**	12.00		
Чилі	14.1	6.2	**+725**	11.25		✓

* IMF WEO, жовтень 2022.
** Сумарне підвищення у 2022 році.
*** ЦБ у процесі переходу до ІТ (AREAER, 2021).
Джерело: офіційні сторінки центральних банків, МВФ

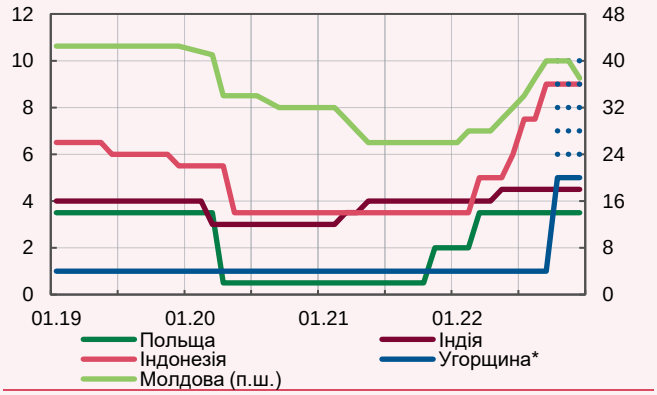
Наприклад, ЦБ Польщі, Молдови, Єгипту, Індії та Гани для посилення ефекту від підвищення ключової ставки збільшили нормативи обов'язкових резервів. Після багаторічного застосування цього інструменту здебільшого для макропруденційних цілей, зокрема зменшення доларизації економіки, у 2022 році ЦБ чітко вказали, що використовують його саме для посилення монетарних умов (наприклад, Польща, Молдова).

Перевагами обов'язкових резервів, які пояснюють широке застосування цього інструменту, є легкість імплементації та отримання швидких результатів. Також він дає змогу з досить високою точністю передбачити, який обсяг ліквідності буде абсорбований.

Так, ЦБ Польщі у 2022 році з метою сповільнення інфляції підвищив ключову ставку з 1.75% до 6.75% – до найвищого з 2002 року рівня. Додатково норматив обов'язкового резервування було збільшено з 0.5% до

2%–3.5% – до рівня, який утримувався тривалий час до пандемії коронавірусу. У результаті в банків і кредитних спілок станом на серпень було "зв'язано" близько 19% від загального обсягу ліквідності[30].

Графік 1. 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.

З липня 2021 року до жовтня 2022 року ЦБ Молдови збільшив ключову ставку з 2.65% до 21.5% з метою підвищення привабливості заощаджень в національній валюті в умовах стрімкого прискорення інфляції. Для посилення монетарної трансмісії ЦБ також неодноразово підвищував нормативи обов'язкового резервування (з 26% до 40% – за коштами в національній валюті та з 30% до 45% – за коштами у вільноконвертованій валюті).

ЦБ Індонезії та Угорщини запровадили доволі "екзотичні" комбінації монетарних інструментів для вилучення частини вільної ліквідності банків, посилення монетарної трансмісії та стримування інфляційного тиску.

У січні 2022 року в очікуванні посилення монетарної політики в розвинених країнах ЦБ Індонезії перейшов до політики "нормалізації ліквідності". Вона передбачала підвищення нормативів резервування в національній валюті в кілька етапів. Розпочавши з підвищення нормативу для комерційних банків з 3.5% до 5% у березні, ЦБ у травні пришвидшив їх підвищення до 9% – історичного максимуму. Такі заходи дали змогу в березні–вересні 2022 року абсорбувати близько 22% обсягу ліквідності банків.

Для додаткового "зв'язування" вільної ліквідності ЦБ Індонезії запровадив операції із продажу державних облігацій зі свого портфеля та емісії власних боргових інструментів терміном від 1 до 12 місяців. Із серпня ЦБ також розпочав цикл підвищення ключової ставки.

На стійке зростання інфляційного тиску ЦБ Угорщини також відреагував передусім поверненням до активної процентної політики. Із середини 2021 року ключову ставку низкою кроків було підвищено з 0.6% до 13%.

Додатково ЦБ сфокусувався на вилученні вільної ліквідності банків та посиленні монетарної трансмісії, у тому числі за допомогою нових інструментів. Саме з цією метою наприкінці 2021 року були започатковані нерегулярні операції з емісії одномісячних дисконтних векселів ЦБ. Результативність таких операцій спонукала ЦБ з жовтня 2022 року зробити розміщення одномісячних дисконтних векселів регулярними. За їх допомогою ЦБ у грудні абсорбував із банківської системи близько 13% обсягу ліквідності. Враховуючи подальше зростання інфляції (вище 20%), ЦБ додатково запропонував банкам можливість розміщувати ліквідність на депозити терміном до 6 місяців. Завдяки цьому в грудні 2022 року було вилучено близько 20% обсягу ліквідності банків. Також із жовтня ЦБ запровадив депозитні тендери овернайт за ставкою 18%. Значні обсяги вилучення ліквідності (~40% обсягу ліквідності банків у грудні) перетворили такі тендери овернайт на основну операцію ЦБ, а ставку за ними – на де-факто ключову ставку політики. Тож, незважаючи на те, що номінально ключова ставка залишилася на рівні 13%, фактичне посилення процентної політики і монетарних умов було суттєвішим.

Окрім того, з жовтня 2022 року ЦБ Угорщини стрімко підвищив норматив обов'язкового резервування: з 1% до 5-10%. Це дало змогу в грудні "зв'язати" в резервах близько 25% обсягу ліквідності банківської системи.

Завдяки комплексу цих заходів ЦБ вдалося посилити реакцію короткострокових ставок на попередні підвищення ключової ставки.

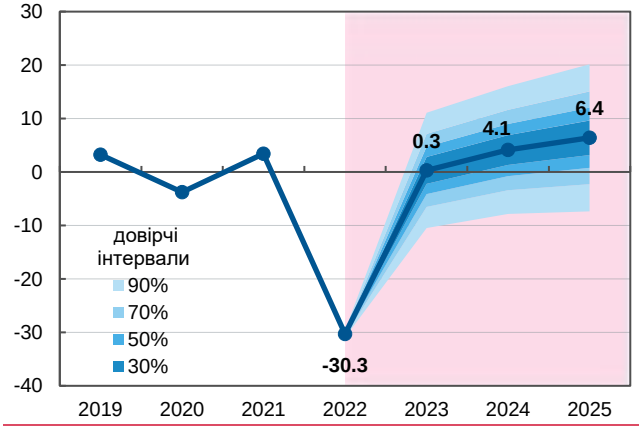
НБУ ще до війни зіштовхнувся з проблемою надмірного профіциту ліквідності банківської системи. В умовах воєнної агресії рф вона лише посилилася, адже НБУ був змушений тимчасово вдатися до емісійного фінансування бюджету для забезпечення обороноздатності країни. Разом з конвертацією урядом валюти, отриманої від міжнародних партнерів, монетизація ОВДП зумовила розширення профіциту ліквідності в банківській системі до рекордних рівнів (див. розділ "Монетарні умови та фінансові ринки" на стор. 37). З метою нівелювання можливих негативних наслідків для макрофінансової стабільності НБУ розробив низку заходів з оптимізації структурного профіциту ліквідності. У листопаді НБУ припинив проведення операцій з бланкового рефінансування банків, а в грудні оголосив про підвищення на 5 в. п. нормативів обов'язкового резервування за коштами на вимогу та на поточних рахунках у національній та іноземній валютах. Загальний обсяг обов'язкових резервів зріс на більше, ніж 70 млрд грн (близько 15% обсягу ліквідності банківської системи станом на 11.01.2023). У січні НБУ ухвалив рішення про подальше підвищення нормативів обов'язкового резервування (див. розділ "Монетарні умови та фінансові ринки" на стор. 37). НБУ також не виключає запровадження інших заходів для зниження профіциту ліквідності в банківській системі та активізації конкуренції банків за строкові кошти вкладників.

[30] Розрахунки НБУ. Тут і далі обсяг ліквідності в банківській системі розраховано як суму залишків на коррахунках банків у ЦБ та залишків за інструментами ЦБ з мобілізації ліквідності банків.

Частина 3. Ризики прогнозу

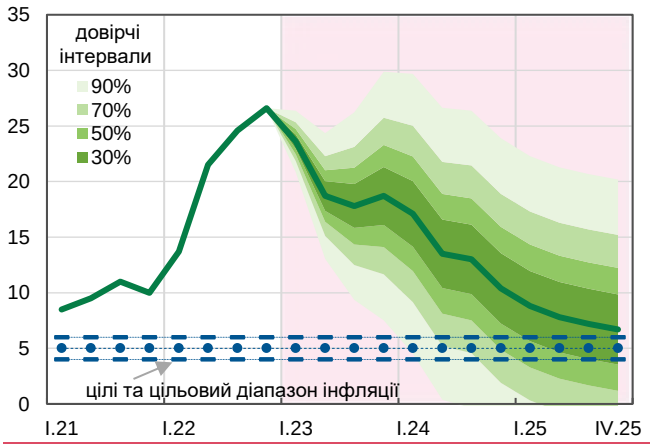
- Основним припущенням цього макропрогнозу є суттєве зниження безпекових ризиків з початку 2024 року завдяки успішним діям української армії. Тому найвагомішим ризиком є вища інтенсивність і триваліший термін повномасштабної воєнної агресії рф.

Графік 3.1. Прогноз реального ВВП, % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.2. Прогноз ІСЦ та інфляційні цілі, % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

Прогнози ключових макроекономічних змінних наведено у вигляді віялових діаграм (FanCharts). Довірчі інтервали симетричні. Вони відображають прогностичну силу попередніх прогнозів починаючи з 2016 року. Довірчі інтервали розширюються лише протягом двох років і після цього лишаються сталими.

Економіка України майже рік функціонує в умовах повномасштабної війни. Безпекові ризики визначають перспективи її подальшого розвитку. Тому найвагомішим ризиком для цього макропрогнозу є інтенсифікація або довша тривалість активних бойових дій в Україні. Кожен місяць агресії рф призводить до значних людських та економічних втрат і погіршення перспектив розвитку. За сценарію довшого періоду високих безпекових ризиків економіка зазнає суттєвіших втрат ВВП і довше повертатиметься на шлях стійкого зростання, незважаючи на адаптацію бізнесу до умов воєнного часу. Відповідно повільнішим буде і відновлення ринку праці, як в частині зменшення безробіття, так і зростання зарплат. Разом із погіршенням споживчих настроїв зростуть девальваційні очікування, пов'язані з тривалим послабленням валютних надходжень від експорту. Водночас інфляція в наступному році може бути меншою, ніж у базовому сценарії, через подальше продовження мораторію на зростання тарифів на ЖКП. Проте після його відміни інфляція може бути вищою, ніж передбачено в базовому сценарії, за рахунок внеску адміністративної компоненти.

У тяжких економічних умовах війни вразливими залишаються державні фінанси. Втрати економіки з огляду на дефіцит е/е містять ризики для отримання планових податкових надходжень. За обмеженого потенціалу оптимізації видатків в умовах війни це може збільшити дефіцит бюджету. Попри стриманий підхід до формування видатків існує суттєвий ризик їх вимушеного збільшення, насамперед у разі посилення безпекових ризиків і руйнування критичної інфраструктури. Також через значну кількість вимушених мігрантів формується ризик зменшення власних доходів Пенсійного фонду та, як наслідок, потреби додаткової бюджетної підтримки. З огляду на непередбачуваний характер війни можливі проблеми з ритмічністю надходження міжнародної допомоги та поява додаткових бюджетних потреб. Це зумовлює ризики повернення потреби в емісійному фінансуванні бюджету з боку НБУ. За реалізації такого сценарію погіршаться інфляційні та девальваційні очікування, НБУ буде змушений формувати більш жорсткі монетарні умови, ніж передбачено в базовому сценарії макропрогнозу.

Вагомим ризиком для наведеного прогнозу інфляції є терміни та величина майбутнього коригування енергетичних тарифів у сфері ЖКП. Висока соціальна значущість тарифів безперечно впливатиме на рішення щодо їх приведення до економічно обґрунтованих рівнів у повоєнний період. З одного боку, швидке підвищення вартості енергоносіїв для населення могло б усунути дисбаланси в енергетичному секторі та покращити

Ступінь впливу на базовий сценарій	Ймовірність настання ризику: Низька <15%	Середня 15–25%	Висока 25–50%
Слабкий			
Помірний	Затримка програми з МВФ Припинення роботи "зернового коридору"	Посилена еміграція Зростання дефіциту е/е 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

фінансовий стан державних енергокомпаній. З іншого, – це створить значний інфляційний тиск та посилить соціальну напруженість, збільшить пряме навантаження на бюджет через надання субсидій для населення. Утім, тривале відтермінування підвищення тарифів акумулюватиме квазіфіскальні дисбаланси в енергетичному секторі, які також несуть ризики для бюджету. Крім того, це відкладатиме ціновий тиск на майбутнє.

Подальше зростання дефіциту е/е через пошкодження енергетичної інфраструктури є суттєвим ризиком для прогнозу економічної активності. Значна нестача потужностей призведе до збільшення тривалості відключень споживачів, зокрема промислових, що гальмуватиме економічну активність. З урахуванням значимості енергетичного сектору для економіки та високого рівня невизначеності щодо подальших обстрілів це питання детально розглянуто у вставці "Вплив дефіциту е/е на економіку України" на стор. 21.

Ризики неповернення частини громадян, які виїхали з України, можуть посилюватися через довшу тривалість та інтенсивність воєнних дій, а також обстріли енергетичної інфраструктури. Крім того, несприятливі економічні та соціальні умови в країні в повоєнний період можуть посилити еміграцію після зняття обмежень на виїзд чоловіків віком 18–60 років. Це призведе до дефіциту робочої сили та посилення диспропорцій на ринку праці, що погіршуватиме перспективи економічного відновлення. Зростання витрат бізнесу на оплату праці збільшить інфляційний тиск, проте компенсуючим чинником буде слабший споживчий попит. У довгостроковій перспективі є ризик майбутньої демографічної кризи через значну кількість молодих людей, які виїхали з України.

Часткове розблокування чорноморських портів України для експорту продовольства пом'якшило негативні ефекти від порушення логістичних зв'язків з торговельними партнерами. Проте зберігається суттєвий ризик припинення або значного ускладнення роботи "зернового коридору". Це значно погіршить перспективи експорту сільськогосподарської продукції та зменшить валютні надходження в країну. Вимушені обмеження експорту тимчасово гальмуватимуть продовольчу інфляцію в Україні за рахунок збільшення пропозиції на внутрішньому ринку. Однак це негативно впливатиме на очікування сільгоспвиробників щодо перспектив реалізації майбутніх врожаїв та зумовлюватиме відповідні рішення щодо зменшення посівів, що стримуватиме економічну активність. У такому сценарії підвищиться тиск на обмінний курс, що може потребувати жорсткішої монетарної політики.

Повоєнні плани відновлення України наразі передбачають тісну співпрацю з міжнародними кредиторами та донорами. Необхідні обсяги інвестицій для відновлення ушкодженої війною інфраструктури та виробництв вимірюються вже сотнями мільярдів доларів

США. Масштабні надходження коштів на відбудову не закладено в припущення базового сценарію макроекономічного прогнозу, адже акумуляція таких ресурсів та деталізація відповідної програми наразі тривають. Започаткування такого проєкту в короткостроковій перспективі разом з євроінтеграційними реформами значно прискорить темпи економічного зростання. Доходи населення зростатимуть значно швидше, ніж передбачалося в базовому сценарії, що обумовлюватиме посилення фундаментального інфляційного тиску. Проте його компенсуватимуть курсові ефекти через приплив валюти в країну та зниження премії за ризик. Це дасть змогу НБУ раніше почати цикл пом'якшення монетарної політики.

Макроекономічний прогноз (січень 2023)

Показники	2019	2020	2021	2022						2023						2024						2025				
				I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 10.2022	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 10.2022	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 10.2022	I	II	III	IV	поточний прогноз
РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше																										
Номінальний ВВП, млрд грн	**3977**	**4222**	**5460**	1075	940	1374	1437	**4825**	4750	1097	1333	1713	1842	**5985**	6175	1387	1604	2003	2091	**7085**	7350	1578	1849	2328	2421	**8175**
Реальний ВВП	**3.2**	**-3.8**	**3.4**	-15.1	-37.2	-30.8	-35.0	**-30.3**	-31.5	-19.0	11.7	1.5	8.2	**0.3**	4.0	7.6	4.5	3.3	2.2	**4.1**	5.2	3.6	5.4	7.1	8.6	**6.4**
Дефлятор ВВП	8.2	10.3	25.1	24.0	26.0	28.0	27.8	26.8	26.9	26.0	27.0	25.0	18.5	23.7	25.0	17.5	15.2	13.0	11.1	13.7	13.1	9.8	9.3	8.7	6.6	8.4
ІСЦ (середнє за період)	7.9	2.7	9.4	-	-	-	-	20.2	20.5	-	-	-	-	20.3	25.8	-	-	-	-	14.4	13.2	-	-	-	-	7.9
ІСЦ (на кінець періоду)	**4.1**	**5.0**	**10.0**	13.7	21.5	24.6	26.6	**26.6**	30.0	23.6	18.7	17.8	18.7	**18.7**	20.8	17.1	13.5	13.0	10.4	**10.4**	9.4	8.8	7.8	7.2	6.7	**6.7**
Базова інфляція	3.9	4.5	7.9	10.5	15.2	20.4	22.6	22.6	24.5	21.5	17.4	15.2	15.8	15.8	13.3	15.1	13.9	11.6	8.7	8.7	3.0	6.3	4.9	3.7	3.0	3.0
Небазова інфляція	4.8	5.9	13.5	17.6	29.2	29.6	30.6	30.6	36.6	25.6	19.6	20.1	21.9	21.9	28.2	19.4	13.2	14.4	12.3	12.3	14.5	11.4	10.9	10.8	10.5	10.5
Сирі продтовари	3.9	4.1	11.8	20.7	36.1	40.9	41.6	41.6	51.6	33.7	30.4	24.6	25.7	25.7	15.6	20.3	9.6	7.9	4.0	4.0	3.1	3.3	3.0	2.9	3.1	3.1
Адміністративно регульовані ціни	8.6	9.9	13.6	12.4	14.8	14.7	15.3	15.3	17.0	14.4	10.9	11.4	14.7	14.7	46.7	15.1	14.8	24.6	24.5	24.5	29.7	23.6	22.6	21.2	20.2	20.2
Номінальна заробітна плата (у середньому за період)	18.4	10.4	20.9	11.3	-2.7	-2.8	-2.7	0.5	-12.3	8.4	28.0	31.5	32.3	25.0	32.8	27.7	24.2	19.4	17.0	21.7	28.3	13.8	13.0	12.5	10.5	12.4
Реальна заробітна плата (у середньому за період)	9.8	7.4	10.5	0.1	-17.9	-21.2	-23.1	-15.8	-26.6	-13.8	6.3	11.4	12.1	3.3	4.6	8.1	8.1	4.9	5.2	6.5	13.4	4.3	4.7	4.8	3.5	4.3
Безробіття, % (МОП, у середньому за період)	8.2	9.5	9.8	-	-	-	-	25.8	28.3	-	-	-	-	26.1	26.9	-	-	-	-	20.0	18.2	-	-	-	-	17.6
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР																										
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	**-87.3**	**-224**	**-187**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-845**	-764	**-**	**-**	**-**	**-**	**-912**	-804	**-**	**-**	**-**	**-**	**-635**	-591	**-**	**-**	**-**	**-**	**-487**
% ВВП	-2.2	-5.3	-3.4	-	-	-	-	-17.5	-16.1	-	-	-	-	-15.2	-13.0	-	-	-	-	-9.0	-8.0	-	-	-	-	-6.0
без урахування грантів у доходах, % ВВП	-2.2	-5.3	-3.4	-	-	-	-	-27.5	-25.6	-	-	-	-	-22.6	-19.1	-	-	-	-	-12.2	-11.9	-	-	-	-	-7.2
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд грн	**-89.2**	**-243**	**-195**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-846**	-764	**-**	**-**	**-**	**-**	**-912**	-803	**-**	**-**	**-**	**-**	**-636**	-590	**-**	**-**	**-**	**-**	**-487**
% ВВП	-2.2	-5.8	-3.6	-	-	-	-	-17.5	-16.1	-	-	-	-	-15.2	-13.0	-	-	-	-	-9.0	-8.0	-	-	-	-	-6.0
ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)																										
Поточний рахунок, млрд дол.	-4.1	5.3	-3.9	2.5	0.8	5.6	-0.3	8.6	6.8	-8.9	-2.5	-2.7	-6.3	-20.4	-8.0	-3.7	-2.5	-1.9	-0.3	-8.4	-5.1	-1.8	-1.4	-1.6	-0.7	-5.5
Експорт товарів та послуг, млрд дол.	63.6	60.7	81.5	17.3	11.6	13.5	14.7	57.1	57.3	12.0	11.1	12.4	13.4	49.0	58.5	12.8	13.0	14.7	16.3	56.8	64.3	14.3	14.1	15.6	16.9	60.8
Імпорт товарів та послуг, млрд дол.	76.1	63.1	84.2	18.0	17.9	21.3	23.7	80.9	82.1	30.1	22.1	23.5	24.2	99.9	95.1	21.8	20.8	21.2	21.5	85.2	89.2	19.7	19.1	20.5	21.1	80.4
Приватні грошові перекази в Україну, млрд дол.	11.9	12.0	14.0	3.3	3.2	3.3	3.3	13.1	13.9	4.1	4.0	3.9	3.9	15.9	16.4	3.8	3.7	3.6	3.9	15.0	13.8	3.7	3.6	3.6	3.9	14.8
Фінансовий рахунок, млрд дол.	-10.1	3.3	-4.4	5.8	5.6	3.4	-3.3	11.5	11.7	-7.4	-1.2	-2.0	-2.6	-13.2	1.9	-1.1	-2.1	-1.9	-1.7	-6.8	-5.1	-1.8	-2.6	-1.1	-1.9	-7.4
Зведений баланс, млрд дол.	**6.0**	**2.0**	**0.5**	**-3.3**	**-4.8**	**2.2**	**3.0**	**-2.9**	-4.9	**-1.6**	**-1.2**	**-0.7**	**-3.7**	**-7.2**	-9.9	**-2.6**	**-0.4**	**0.0**	**1.4**	**-1.6**	0.0	**0.0**	**1.2**	**-0.5**	**1.2**	**1.9**
Валові резерви, млрд дол.	**25.3**	**29.1**	**30.9**	**28.1**	**22.8**	**23.9**	**28.5**	**28.5**	26.0	**26.3**	**26.8**	**28.1**	**27.0**	**27.0**	21.7	**25.5**	**26.8**	**28.0**	**31.0**	**31.0**	27.4	**31.1**	**32.7**	**32.7**	**34.6**	**34.6**
Місяців імпорту майбутнього періоду	4.8	4.2	4.6	3.6	2.8	2.9	3.4	3.4	3.3	3.4	3.6	3.8	3.8	3.8	2.9	3.7	3.9	4.2	4.6	4.6	3.5	4.6	4.8	4.7	4.9	4.9
МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)																										
Грошова база, %	**9.6**	**24.8**	**11.2**	10.6	10.1	11.8	19.6	**19.6**	15.0	24.9	20.6	23.1	26.3	**26.3**	9.3	2.0	5.6	8.8	12.0	**12.0**	6.2	-1.0	2.8	5.8	8.4	**8.4**
Грошова маса, %	**12.6**	**28.6**	**12.0**	0.4	3.7	9.9	21.0	**21.0**	13.0	3.0	5.8	12.8	17.8	**17.8**	15.0	1.5	5.5	8.1	11.9	**11.9**	9.5	0.0	5.2	8.5	11.2	**11.2**
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	**2.8**	**2.3**	**2.6**	-	-	-	-	**1.9**	2.0	-	-	-	-	**2.0**	2.3	-	-	-	-	**2.1**	2.5	-	-	-	-	**2.2**

Припущення прогнозу

Показники		2019*	2020*	2021*	2022	2023	2024	2025
Повна доступність портів Чорного моря					-	-	+	+
Офіційне фінансування	млрд дол.				32,5	38,6	20,0	8,0
Міграція (чиста)	млн осіб				-8,0	-0,8	1,5	1,4
Реальний ВВП країн - ОТП України (UAwGDP)	% р/р	2,7	-3,4	6,2	3,5	2,0	3,1	3,0
ІСЦ торговельних партнерів (UAwCPI)	% р/р	2,9	2,1	6,4	13,0	4,7	3,2	2,9
Світові ціни:**								
Сталь, Steel Billet Exp FOB Ukraine	дол./т	410,9	389,4	615,0	618,1	597,8	549,3	497,2
	% р/р	-17,2	-5,2	57,9	0,5	-3,3	-8,1	-9,5
Залізна руда, China import Iron Ore Fines 62% FE	дол./т	93,8	108,9	161,7	121,4	106,5	82,8	74,7
	% р/р	34,6	16,1	48,5	-24,9	-12,3	-22,3	-9,8
Пшениця, No.1 Hard Red Winter, ordinary protein, Kansas City	дол./т	164,7	185,5	263,5	360,2	310,3	272,6	251,8
	% р/р	-11,5	12,6	42,0	36,7	-13,9	-12,1	-7,6
Кукурудза, Yellow #2 Delivery USA Gulf	дол./т	170,1	165,5	259,4	318,4	259,9	229,2	215,8
	% р/р	3,5	-2,7	56,7	22,7	-18,4	-11,8	-5,8
Нафта, Brent	дол./бар.	64	42,3	70,4	99,8	89,9	81,4	69,5
	% р/р	-9,9	-33,9	66,4	41,8	-9,9	-9,5	-14,6
Газ, Netherlands TTF	дол./тис. $м^3$	161,4	115,0	575,5	1362,9	1371,0	932,3	704,3
	% р/р	-43,5	-28,7	400,4	136,8	0,6	-32,0	-24,5
Транзит газу	млрд $м^3$	90,4	55,8	41,6	20,6	20,0	20,0	20,0
Урожай зернових та зернобобових	млн т	75,1	64,9	86,0	53,8	45,6	49,7	54,4
Мінімальна зарплата**	грн	4173	4815	6042	6550	7176	7665	8200

** Фактичні дані.*

*** У середньому за рік.*

Абревіатури та скорочення

АПК	Агропромисловий комплекс
ВВП	Валовий внутрішній продукт
ВПО	Внутрішньо переміщені особи
ГМК	Гірничо-металургійний комплекс
ДГ	Домогосподарства
ДКСУ	Державна казначейська служба України
ДМСУ	Державна митна служба України
ДС	Депозитні сертифікати
ДССУ	Державна служба статистики України
ДЦЗ	Державний центр зайнятості
е/е	Електроенергія
ЄБА	Європейська бізнес-асоціація
ЄКР	Єдиний казначейський рахунок
ЄС	Європейський Союз
ЄЦБ	Європейський центральний банк
ЖКП	Житлово-комунальні послуги
ІЕД	Інститут економічних досліджень
ІСЦ	Індекс споживчих цін
КМП	Комітет з монетарної політики
КМІС	Київський міжнародний інститут соціології
КПМ	Квартальна прогнозна модель
МВФ	Міжнародний валютний фонд
МОМ	Міжнародна організація міграції
МОП	Міжнародна організація праці
МСБ	Малий та середній бізнес
МФО	Міжнародні фінансові організації
МФУ	Міністерство фінансів України
НБУ	Національний банк України
НЕОК	Номінальний ефективний обмінний курс
ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
ООН	Організація Об'єднаних Націй
ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти
ОТП	Основні торговельні партнери
ПДВ	Податок на додану вартість
ПФУ	Пенсійний фонд України
РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
рф	російська федерація
с/г	Сільське господарство
СЗДУ	Сектор загального державного управління
США	Сполучені Штати Америки
УЕБ	Українська енергетична біржа
ФРС	Федеральна резервна система США
ЦБ	Центральний банк
ЦЕС	Центр економічної стратегії
ЦСЄ	Центральна та Східна Європа
EM	Emerging Markets, країни, ринки яких розвиваються
IIF	Institute of International Finance
PMI	Purchasing Managers' Index, індекс ділової активності
UAwCPI	Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України
UAwGDP	Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України
UIIR	Український індекс міжбанківських ставок

тис.	тисяча
млн	мільйон
млрд	мільярд
грн	гривня
долар, дол.	долар США
п.	пункт
б. п.	базисний пункт
в. п.	відсотковий пункт
бар.	барель
р/р	у річному вимірі, річна зміна, до відповідного періоду попереднього року
кв/кв	до попереднього кварталу, у квартальному вимірі
с/с	у сезонно скоригованому вимірі
м/м	до попереднього місяця, у місячному вимірі
п. ш.	права шкала