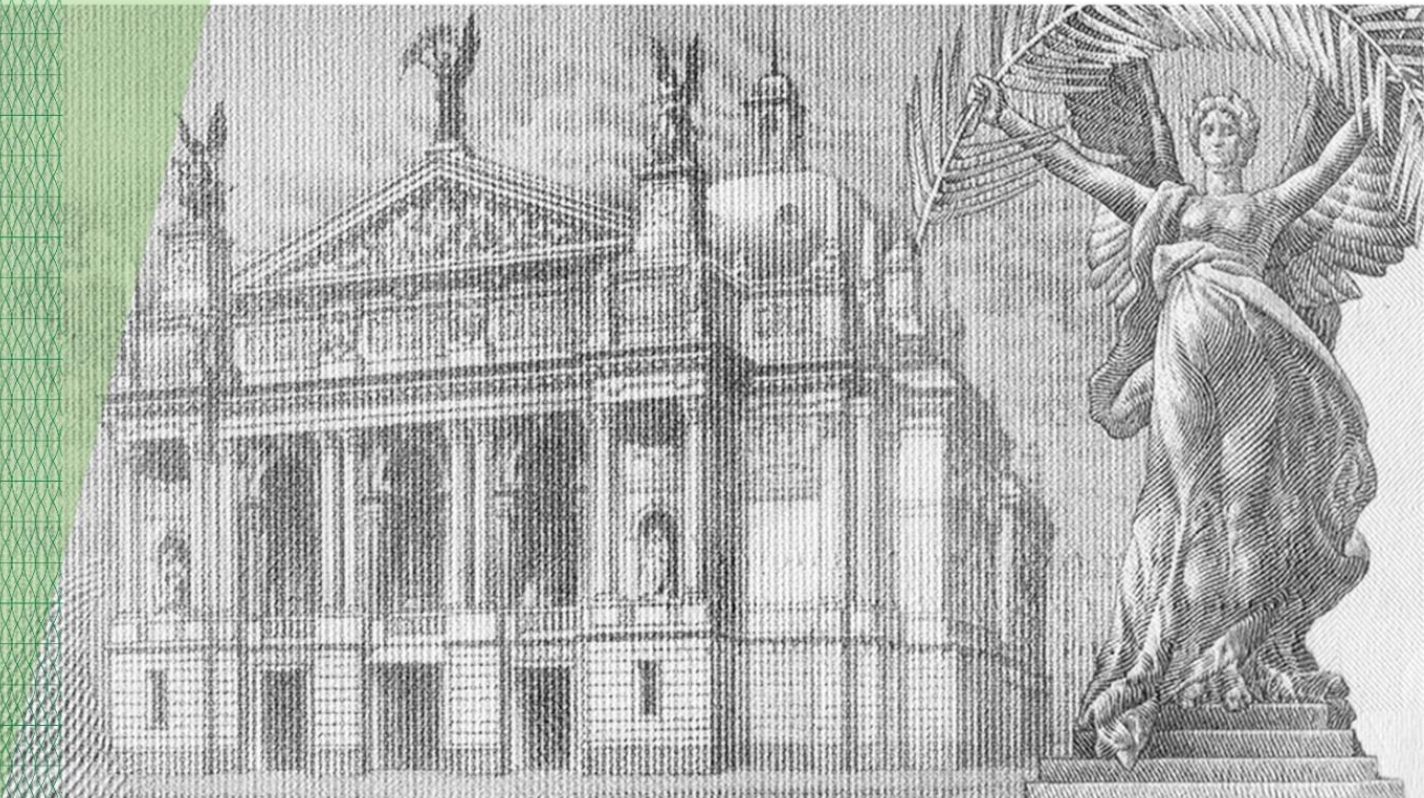




Національний
банк України

Інфляційний звіт

Квітень 2023 року



Попри широкомасштабну війну НБУ залишається відданим своєму мандату із забезпечення цінової та фінансової стабільності як запоруки стійкого економічного зростання. Водночас зниження дієвості ринкових інструментів і висока невизначеність тимчасово унеможливили здійснення монетарної політики в традиційному форматі інфляційного таргетування. Підходи до виконання пріоритетних функцій НБУ, завдання та принципи реалізації монетарної політики зазнали вимушених змін, що було закріплено [Основними засадами грошово-кредитної політики на період воєнного стану](#).

Ключовим стабілізаційним засобом забезпечення сталого зниження інфляції та підтримки адаптації економіки до умов повномасштабної війни залишається збереження курсової стійкості. Це дає змогу не лише безпосередньо стримувати зростання собівартості товарів і послуг, але й пом'якшує фундаментальний ціновий тиск, позитивно впливаючи на очікування.

Підтримці стійкої ситуації на валютному ринку, серед іншого, сприяють активні валютні інтервенції НБУ, збереження та калібрування низки адміністративних обмежень (зокрема на валютні операції та рух капіталу), припинення емісійного фінансування, а також забезпечення привабливості гривневих активів. Так, НБУ спрямовує свою процентну політику, адаптує операційний дизайн, а також застосовує інші інструменти монетарної політики (зокрема регулювання норм обов'язкових резервів) передусім для забезпечення належної привабливості строкових заощаджень у гривні. Це стримує попит на іноземну валюту, дозволяючи захистити міжнародні резерви, зберегти курсову стійкість, а відповідно – підтримати подальше сповільнення інфляції в умовах все ще значних ризиків, високої невизначеності та вимушено значного дефіциту державного бюджету. Така політика НБУ також сприяє формуванню належних передумов для пом'якшення адміністративних обмежень, ефективність яких з часом послаблюється, та дасть змогу повернутися до традиційного формату інфляційного таргетування в міру нормалізації функціонування економіки.

Аналіз у поточному Інфляційному звіті (квітень 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 – 26 квітня 2023 року. Інфляційний звіт містить прогноз економічного розвитку країни у 2023–2025 роках, підготовлений Департаментом монетарної політики та економічного аналізу і 27 квітня 2023 року схвалений на засіданні Правління НБУ з питань монетарної політики¹.

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, даними таблиць і графіків можна ознайомитися за [посиланням](#).

¹ Рішення Правління Національного банку України від 27 квітня 2023 року №-160рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

Зміст

Головне	4
Частина 1. Зовнішнє середовище	7
Вставка 1. Ціни на природний газ на європейському ринку: час тренду на зниження	11
Частина 2. Економіка України	13
2.1. Інфляційний розвиток	13
Вставка 2. Вплив включення плати за проживання у власному житлі на інфляцію	17
2.2. Попит і випуск	19
Вставка 3. Оцінювання точності макроекономічних прогнозів НБУ	24
2.3. Ринок праці та доходи домогосподарств	27
Вставка 4. Ринок праці в Україні під час повномасштабної війни	31
2.4. Фіскальний сектор	33
2.5. Платіжний баланс	36
Вставка 5. Фактори стійкості українського експорту під час повномасштабної війни	39
2.6. Монетарні умови та фінансові ринки	41
Частина 3. Ризики прогнозу	44
Абревіатури та скорочення	49

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 послідовне дотримання Україною зобов'язань нової програми співпраці з МВФ, проведення злагодженої монетарної та фіскальної політики, поступове 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 знижується, у тому числі завдяки заходам НБУ з підтримання курсової стійкості, проте через вплив війни ціновий тиск залишається високим

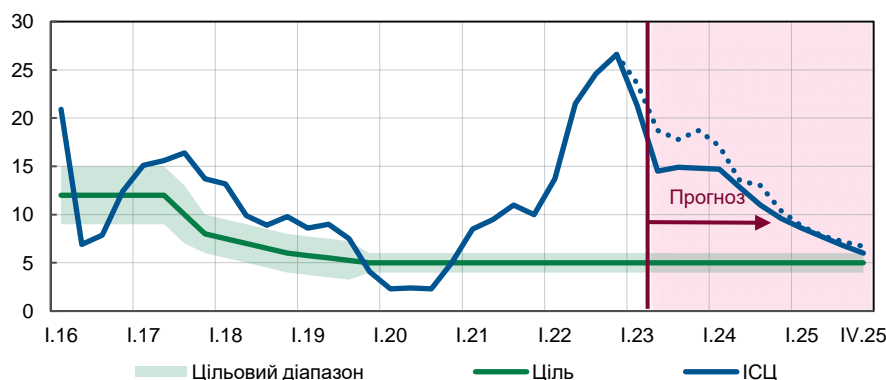
З початку року інфляція знижувалася швидше, ніж очіувалося. У березні зростання споживчих цін сповільнилося до 21.3% в річному вимірі. Послабленню інфляційного тиску сприяли достатня пропозиція продовольства та пального, а також досить швидке відновлення енергетичної системи від наслідків російських терактів. Важливим чинником було поліпшення інфляційних очікувань з початку року на тлі припинення емісійного фінансування, зміцнення готівкового курсу гривні та підвищення привабливості гривневих активів завдяки вжитим заходам НБУ.

Однак інфляційний тиск залишається суттєвим. Зниження інфляції в річному вимірі значною мірою спричинене високою базою порівняння минулого року, а також посилене теплою для зими погодою. Натомість тиск на виробничі витрати бізнесу зберігається, у тому числі через складнощі з веденням діяльності та налаштуванням логістичних ланцюгів в умовах війни.

У 2023 році інфляція сповільниться до 14.8%, а в наступні роки – повернеться до однознакового рівня

Інфляція знижуватиметься й надалі, зокрема через здешевлення енергоносіїв на світових ринках, стриманий внутрішній попит, а також вплив монетарної політики НБУ. Ураховуючи комбінований ефект зазначених чинників і значно кращу, ніж очіувалося, ситуацію в енергетичному секторі, НБУ переглянув прогноз інфляції на 2023 рік – із 18.7% до 14.8%.

Графік 1². ІСЦ (станом на кінець періоду, % р/р) та інфляційні цілі



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Послабленню цінового тиску в наступні роки насамперед сприятиме зменшення безпекових ризиків, яке є основним припущенням прогнозу НБУ. За таких умов прогнозується поліпшення інфляційних очікувань, а також нарощування пропозиції товарів завдяки відновленню оптимальних логістичних шляхів та виробничих потужностей. З огляду на це НБУ очікує, що інфляція знизиться у 2024 році до 9.6%, а в 2025 році – до 6.0%.

² Якщо не позначено інше – пунктирна лінія на графіках означає попередній прогноз.

Економіка вже цього року повернеться до зростання, яке пришвидшиться в наступні роки на тлі закладеного у прогноз зниження безпекових ризиків

З огляду на швидке відновлення енергетичної системи, а також м'яку фіскальну політику прогноз економічного зростання у 2023 році поліпшено з 0.3% до 2.0%. За реалізації припущень про безпекову ситуацію суттєвих дефіцитів електроенергії надалі не передбачається, за винятком локальних та ситуативних дефіцитів у другому півріччі. Водночас збільшення видатків бюджету на тлі значних обсягів міжнародної фінансової допомоги підтримає економічну активність та споживання.

Зниження безпекових ризиків із наступного року сприятиме прискоренню економічного зростання – до 4.3% у 2024 році та до 6.4% у 2025 році. Так, деокупація територій і повноцінне відкриття чорноморських портів дадуть змогу поступово збільшити промислове виробництво та наростити врожаї. Крім того, очікується розширення внутрішнього попиту завдяки поверненню частини вимушених мігрантів.

Чистий приплив валюти в Україну зберігається завдяки суттєвим обсягам міжнародної допомоги

У 2023 році очікується значний дефіцит поточного рахунку. Це, зокрема, пов'язано зі збільшенням імпорту на тлі поступового відновлення внутрішнього попиту, витратами значної кількості вимушених українських мігрантів за кордоном та все ще стриманим експортом внаслідок зниження врожаїв та обмеженості логістичних шляхів. Водночас надходження міжнародної допомоги компенсуватиме ці чинники.

Загалом у цьому році обсяг надходжень від міжнародних партнерів може перевищити 42 млрд дол. США. Надходження від партнерів сприятимуть зростанню міжнародних резервів до близько 35 млрд дол. США станом на кінець року. Це посилить спроможність НБУ й надалі підтримувати курсову стійкість та поступово пом'якшувати валютні обмеження.

Із 2024 року нарощування експортних потоків та поступове повернення вимушених мігрантів додому сприятимуть скороченню дефіциту поточного рахунку, який, однак, і надалі перекриватиметься значними обсягами зовнішнього офіційного фінансування. Це дасть змогу зберігати обсяг міжнародних резервів на відносно комфортному рівні.

Значні обсяги офіційного фінансування на тлі розвитку внутрішнього боргового ринку дадуть змогу уникнути емісійного фінансування бюджету

Уряд нарощує податкові надходження та обсяги внутрішніх залучень, проте цих ресурсів недостатньо для фінансування значних видатків державного бюджету в умовах воєнного часу та післявоєнної відбудови. Вагомим джерелом фінансування бюджетних потреб залишатиметься міжнародна допомога. Водночас після рекордних показників дефіциту та офіційного фінансування у 2023 році з наступного року прогнозується їх поступове зниження.

Ураховуючи невизначеність, пов'язану з війною, а також суттєві видатки державного бюджету, збереження курсової стійкості на тлі планів з валютної лібералізації потребуватиме забезпечення високої привабливості заощаджень у гривні. З огляду на це облікова ставка утримується на рівні 25%

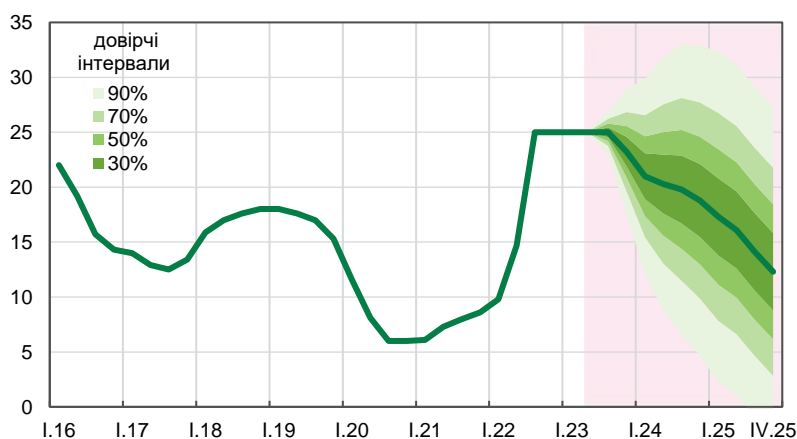
Тривале утримання облікової ставки на рівні 25%, запровадження інших заходів із підвищення привабливості заощаджень у гривні, зокрема за рахунок активізації конкуренції банків за строкові депозити, сприяли посиленню курсової стійкості. У тому числі завдяки цим заходам попит на гривневі інструменти почав зростати, тоді як на іноземну валюту – скоротився. Про це, зокрема, свідчило й суттєве зміцнення готівкового курсу гривні з початку 2023 року, яке позитивно позначилося на очікуваннях і підтримало тенденцію до сповільнення інфляції.

Водночас значною мірою курсова стійкість забезпечується жорсткими валютними обмеженнями. Ефективність останніх з часом послаблюється, а їх обмежувальний вплив на економічну активність, навпаки, посилюється. Тому проведення валютної лібералізації в осяжній перспективі стає дедалі актуальнішим.

Відповідно НБУ спрямовує свою політику на формування належних передумов для пом'якшення адміністративних обмежень. З огляду на все ще високу невизначеність та ризик подальшого зростання залишків коштів на поточних рахунках на тлі значних видатків бюджету забезпечення привабливості строкових заощаджень у гривні є важливою передумовою для збереження курсової стійкості та подальшого зниження інфляції. Це зумовлює необхідність збереження облікової ставки на рівні 25% річних.

НБУ і надалі забезпечуватиме необхідні монетарні умови для підтримки курсової стійкості, поліпшення очікувань та сталого зниження інфляції. Облікова ставка ще тривалий час утримуватиметься на високому рівні, що підтримає ефекти від попередніх заходів НБУ та залишатиме простір для зростання привабливості заощаджень в гривні. Водночас поліпшення макроекономічної ситуації, зокрема стрімкіше зниження інфляції та накопичення комфортного рівня міжнародних резервів, створює передумови для перегляду прогнозу облікової ставки. Оновлений макропрогноз передбачає початок циклу зниження облікової ставки в IV кварталі 2023 року. Навіть за такого сценарію монетарні умови залишатимуться достатньо жорсткими на прогнозованому горизонті з огляду на подальше сповільнення інфляції, поліпшення інфляційних очікувань і, відповідно, збереження високої реальної доходності гривневих активів.

Графік 2. Облікова ставка НБУ, середня, %



Джерело: розрахунки НБУ.

НБУ готовий коригувати час і темп зміни облікової ставки з огляду на розвиток подій на валютному ринку, інфляційну динаміку, стійкість міжнародної підтримки та результативність заходів із забезпечення привабливості гривневих інструментів.

Ключовим ризиком для цього прогнозу залишається триваліший термін та інтенсивність війни

Основним припущенням прогнозу, як і раніше, є суттєве зниження безпекових ризиків з початку 2024 року. Триваліший термін воєнних дій може загальмувати економічне відновлення та погіршити інфляційні та курсові очікування. Це створюватиме додаткові виклики для макрофінансової стійкості. Війна генерує й інші ризики:

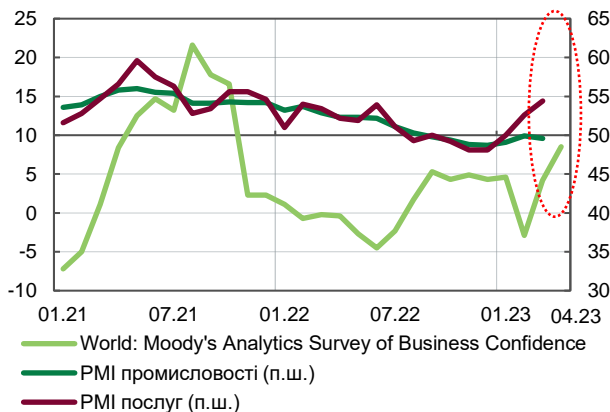
- виникнення додаткових бюджетних потреб і значних квазіфіскальних дефіцитів, зокрема в енергетичній сфері;
- ускладнення чи припинення роботи "зернового коридору", а також загострення проблем, пов'язаних з обмеженнями імпорту українського продовольства окремими європейськими країнами;
- подальші руйнування агресором енергетичної інфраструктури, які можуть призвести до поновлення суттєвого дефіциту електроенергії, що обмежуватиме економічну активність та експорт і спричинить підвищення попиту на імпортне обладнання та енергоресурси, а отже й на іноземну валюту;
- повільніше, ніж очікується, зниження світової інфляції.

Натомість швидка реалізація проекту відбудови України разом із євроінтеграційними реформами значно прискорить економічне зростання. Значні обсяги фінансування для відбудови також зумовлять більші можливості для послаблення валютних обмежень.

Частина 1. Зовнішнє середовище

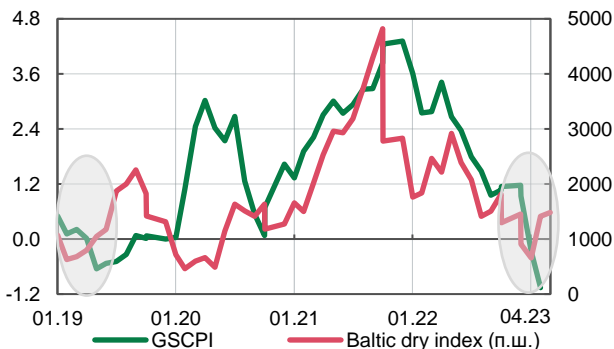
- Глобальна економіка уникнула рецесії, але економічне зростання країн – ОТП України мляве через геополітичну невизначеність, жорсткі фінансові умови та все ще високий інфляційний тиск. Водночас поступове зниження інфляції в умовах стійкого ринку праці сприятиме подальшій активізації економічного зростання.
- Ситуація на світових товарних ринках поліпшуватиметься завдяки поступовому нарощуванню пропозиції, внаслідок чого ціни поволі знижуватимуться. Ціни на природний газ на європейському ринку, які мали найсуттєвіший вплив на динаміку інфляції, демонструватимуть низхідну тенденцію завдяки слабшому попиту на тлі збільшення виробництва СПГ.
- Після досягнення піку процентних ставок центральних банків у середині 2023 року очікується поступовий перехід до їх зниження в умовах послаблення інфляційного тиску.

Графік 1.1. Глобальний PMI та індекс ділової впевненості



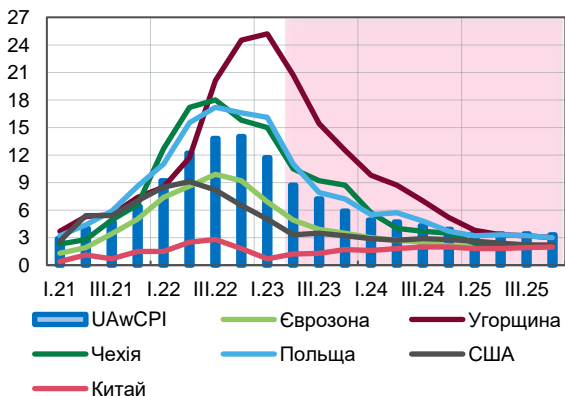
Джерело: J.P.Morgan, S&P Global, Moody's.

Графік 1.2. Глобальні індекси тиску ланцюгів постачання (GSCPI) та вартості перевезень сухого вантажу морем (Baltic Dry Index)



Джерело: FRB of New York, Investing.

Графік 1.3. UAwCPI (середній за квартал) та споживча інфляція окремих країн – ОТП України на кінець періоду, % р/р



Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Глобальна економіка уникнула рецесії, але зростання все ще мляве. Надалі зниження інфляції на тлі стійкого ринку праці активізує економічне зростання

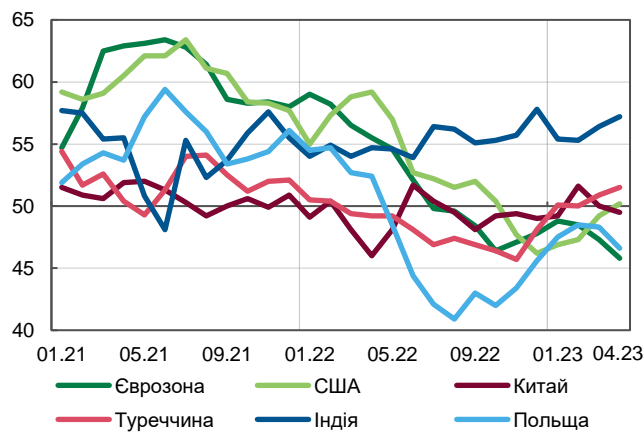
Глобальної рецесії вдалося уникнути завдяки поліпшенню ситуації з енергетикою в Європі, зняттю карантинних заходів у Китаї та стійкому ринку праці у США. [Зростання глобальної економіки](#) та економіки розвинутих країн ОТП – України зокрема (передусім США та Єврозони), було підтримане сферою послуг завдяки збільшенню кількості нових замовлень в умовах стійкого внутрішнього попиту, підтриманого підвищенням доходів домогосподарств. Водночас, економіки країн ЕМ – ОТП України розвивалися асинхронно. Економіки країн ЦСЄ зростали доволі мляво в умовах високої інфляції, зниження інвестицій та зменшення реальних доходів населення. Натомість країни Азії зростали швидше завдяки відкриттю Китаю, що підтримало зовнішню торгівлю, а також поступовому відновленню внутрішнього попиту та суттєво нижчому рівню інфляції.

Зростання [глобальної промисловості](#), хоча й залишалося відносно млявим, поліпшилося з кінця 2022 року завдяки налагодженню ланцюгів постачання (відповідно до Global Supply Chain Pressure Index). Додатковим свідченням поступової активізації в промисловості стало відновлення здорожчання вартості перевезень морем відповідно до [Baltic dry index](#), що відображає зміни в попиті та пропозиції на сировину, зокрема вугілля, руду та зерно. Натомість у США та Єврозоні ситуація в промисловості зберігалася складною, що посилює побоювання щодо можливої рецесії у другій половині 2023 року.

Попри загалом позитивні поточні тенденції в глобальній економіці, впевненість бізнесу залишалася слабкою. Вагомими причинами були: геополітична напруженість (насамперед, війна росії в Україні), все ще висока інфляція та посилення фінансових умов (зокрема й через проблеми з окремими банками у США та Європі, хоча це мало тимчасовий характер), що ускладнило [отримання кредитів](#). Через дію цих же факторів зростання світової торгівлі товарами у 2023 році сповільниться – до 1.7% з 2.7% у 2022 році, а глобальне зростання буде млявим.

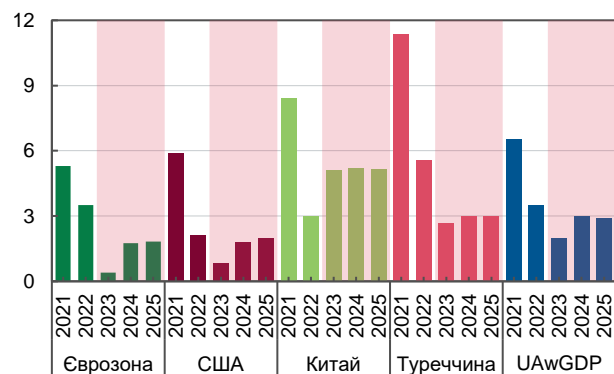
У наступні роки зростання глобальної економіки активізується завдяки поступовому зменшенню інфляційного тиску на тлі стійкого ринку праці, що стимулюватиме споживчий попит. Навіть стримане відновлення економіки Китаю матиме стимулюючий вплив на зовнішній попит і надалі. Зростання інвестицій

Графік 1.4. PMI обробної промисловості окремих країн



Джерело: S&P Global.

Графік 1.5. Реальний ВВП окремих країн – ОТП України та UAWGDP, %, р/р



Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Графік 1.6. Світові ціни на сталь та залізну руду*, дол./т



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

Джерело: Refinitiv, Delphica, Світовий банк, прогноз НБУ.

відновлюватиметься на тлі поступового зниження процентних ставок, насамперед ФРС, яке може розпочатися наприкінці 2023 року. Низький рівень безробіття та значна кількість вакансій, а також тривалий період високої інфляції надалі тиснутимуть на зростання номінальної заробітної плати, що на тлі подальшого послаблення інфляційних процесів зумовить відновлення зростання реальних доходів населення. Однак посилення фінансових умов через поступове збільшення ефекту від підвищення процентних ставок ЦБ стримуватиме економічне зростання, насамперед через вплив на приватні інвестиції.

На тлі стримуючих ефектів монетарної політики глобальна інфляція поволі знижуватиметься. Вагомими чинниками виступатимуть вичерпання ефектів від високих цін на енергоносії та нарощування пропозиції. Додатковий внесок матиме й стабілізація роботи глобальних ланцюгів постачання (GSCPI). Однак інфляційні цілі в більшості країн – ОТП України будуть досягнуті лише у 2024 році.

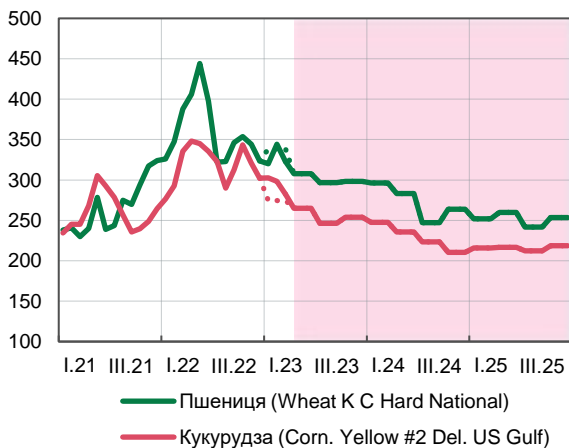
Збільшення пропозиції зумовить зниження цін на світових товарних ринках

Світові ціни на товари, що превалюють в українському експорті, знижуватимуться під впливом збільшення пропозиції. За оцінками НБУ, вони досягнуть свого допандемічного рівня у 2025 році.

Попри збереження тенденції до зниження на прогнозованому горизонті, рівень світових цін на сталь та залізну руду був переглянутий у бік підвищення у 2023 році порівняно з попереднім прогнозом. Це пов'язано із суттєвим зростанням попиту з боку Туреччини у зв'язку з необхідністю відбудови територій, постраждалих від землетрусу (відповідно до планів уряду – протягом трьох-чотирьох місяців). Водночас вплив від активізації Китаю після зняття карантинних обмежень наприкінці 2022 року буде відносно стриманим через потребу дотримання вимог щодо надмірних викидів вуглецю та недопущення фінансових дисбалансів (зокрема на ринку нерухомості). Очікується, що світові ціни на сталь та залізну руду надалі знижуватимуться: активізація економічної діяльності у всіх регіонах світу призведе до випереджаючого зростання пропозиції (насамперед руди) порівняно з попитом, що посилить конкуренцію на ринках.

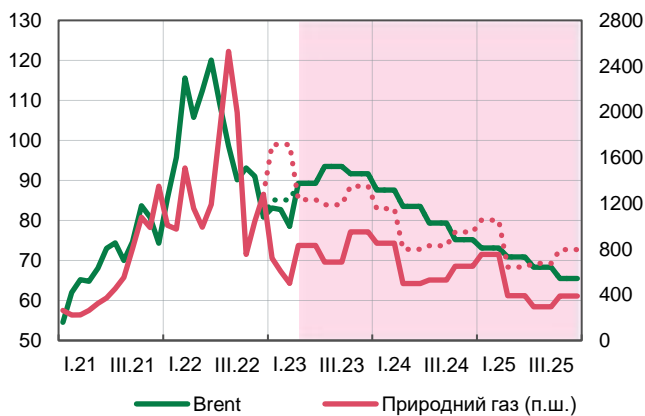
Світові ціни на зернові також поволі знижуватимуться. Робота "зернового коридору" і надалі буде вагомим чинником, що підтримуватиме пропозицію зернових на світовому ринку. Світові ціни на пшеницю у 2023 році коливатимуться у відносно вузьких межах. Нарощування експорту з Казахстану, Австралії та Бразилії компенсує менші обсяги поставок з Аргентини через посуху та Індії, яка, попри очікуваний рекордний врожай, має потребу в суттєвому відновленні внутрішніх запасів. Глобальне споживання підтримуватиме збільшення використання зерна в харчовій промисловості та в якості кормів. Утім, кінцеві запаси зменшуватимуться другий рік поспіль (хоча й меншими темпами – на 2.6% р/р порівняно з 5% р/р у 2021/2022 МР), що утримуватиме ціни від падіння. У наступні роки поступове нарощування виробництва

Графік 1.7. Світові ціни на зернові, дол./т



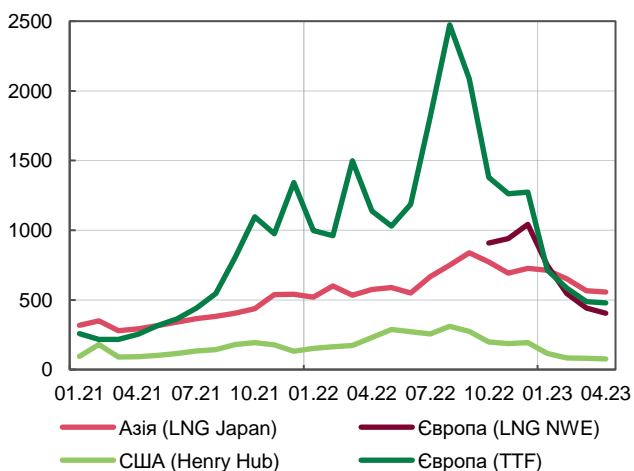
Джерело: Refinitiv, прогноз НБУ.

Графік 1.8. Світові ціни на нафту марки Brent (дол./бар.) та ціни на природний газ на нідерландському ринку, TTF (дол./тис. м³)



Джерело: Світовий банк, Refinitiv, прогноз НБУ.

Графік 1.9. Ціни на газ у Європі, Азії та США, дол./тис. м³*



*- Суттєва зміна структури європейського ринку газу призвела до зменшення ролі трубопровідного газу та збільшення частки СПГ. Агентством ЄС зі співробітництва органів регулювання енергетики (ACER) з метою коректного відображення ціни на газ був запроваджений наприкінці 2022 року бенчмарк, що ґрунтується на цінах на СПГ (зокрема, LNG North West Europe) замість трубопровідного TTF.

Джерело: Світовий банк, Bloomberg.

пшениці на тлі збільшення запасів дасть змогу знизити світові ціни.

Світові ціни на кукурудзу поволи знижуватимуться під впливом гарного врожаю у США та рекордного в Бразилії, що компенсує гірший врожай в Аргентині. Додатково світовий імпорт, зокрема з боку Китаю (на 17.7% р/р) та Єгипту (на 23.2% р/р), слабшатиме завдяки розширенню площ посівів у цих країнах.

Активізація економічної активності в більшості регіонів світу у весняний період призведе до збільшення попиту та, відповідно, короткострокового підвищення цін на енергоносії. За оцінками MEA, зростання світового попиту у 2023 році стрімко прискориться (з 710 тис бар./добу в I кварталі до 2.6 млн бар./добу в IV кварталі). Найвагоміший внесок матиме відкриття китайських кордонів для туристів та активізація незадоволеного попиту в Китаї. Надалі світові ціни на нафту перебуватимуть під тиском до зниження від нарощування виробництва у США та окремих країнах Латинської Америки й Африки (попри стримування видобування ОПЕК+), а також дешевої російської нафти через міжнародні санкції.

Ціни на природний газ на європейському ринку також поступово знижуватимуться, а їх рівень суттєво переглянуто в бік зниження на всьому прогнозованому горизонті. Це зумовлено швидким зменшенням залежності європейського ринку від трубопровідного російського газу на тлі збільшення виробництва та поставок СПГ у США та інших країнах. Однак через високий попит країни Азії продовжуватимуть конкурувати з Європою за СПГ, що стримуватиме ціни від стрімкого падіння (детальніше у вставці 1 "Ціни на природний газ на європейському ринку: час тренду на зниження" на стор. 11).

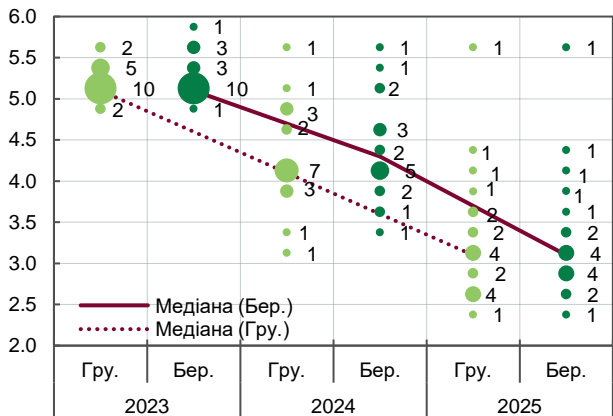
Після досягнення піку в середині 2023 року очікується поступове зниження процентних ставок центральних банків

В умовах тривалого інфляційного тиску та з метою запобігання закріпленню високих інфляційних очікувань більшість центральних банків надані утримуватимуть свою монетарну політику жорсткою.

Утримання реальних процентних ставок у додатній площині є необхідністю для досягнення сталого зниження інфляції, особливо там, де тиск попиту є вагомим джерелом інфляції. Так, ФРС підвищила цільовий діапазон ставки по 25 б.п. у березні та травні попри кризу в банківському секторі та продовжить зменшувати розмір балансу в умовах значного тиску з боку стійкого ринку праці. Ураховуючи, що медіана прогнозів ставки від членів FOMC збережена на рівні 5.1% наприкінці 2023 року, тож піку ставки скоріш за все досягнуто, а поступове пом'якшення передбачається лише у 2024 році. Натомість учасники ф'ючерсних ринків, всупереч представникам ФРС, продовжують очікувати збереження ставки на наступних двох засіданнях та її зниження вже з вересня 2023 року через очікуване суттєве просідання економіки США.

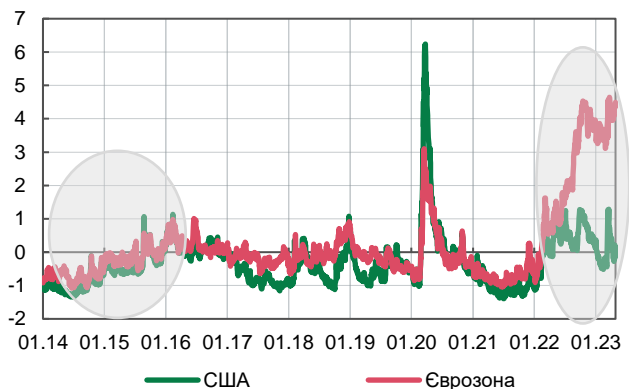
ЄЦБ також очікувано продовжив посилення монетарної політики, підвищивши ставки на 50 б. п. у березні та на

Графік 1.10. Кількість учасників FOMC, що очікують відповідну ставку на кінець року за результатами засідань*



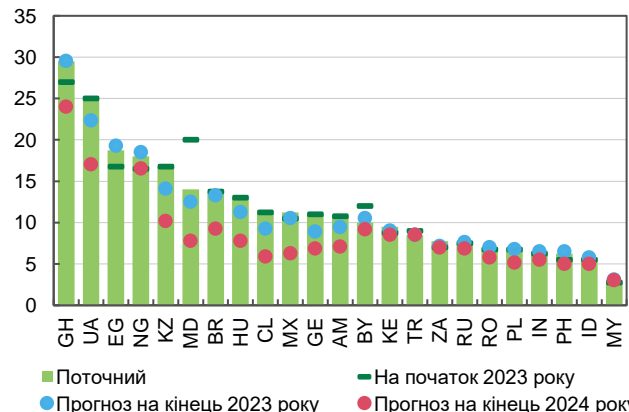
* Світло-зеленим кольором позначено попереднє засідання (грудень 2022 року), темно-зеленим – поточне (березень 2023 року).
Джерело: ФРС.

Графік 1.11. Індекси фінансових умов США та Єврозони (рівень фінансового стресу), обернений



Джерело: Bloomberg (+ посилення, - послаблення).

Графік 1.12. Ключові процентні ставки в окремих країнах ЄМ, %



Джерело: офіційні сторінки центральних банків, Focus Economics, Oxford Economics, станом на 02.05.23.

25 б.п. у травні. Сповільнення темпів підвищення, ймовірно, пов'язане із суттєвим ефектом перенесення від посилення на процес фінансування в банківському секторі, тоді як перенесення на реальну економіку залишається слабшим (на що вказує стійкий високий рівень базової інфляції). І хоча у своїх комунікаціях ЄЦБ не надає чітких сигналів щодо подальшого шляху ставок через високу невизначеність, окремі його представники сигналізували про продовження посилення монетарної політики. Зі свого боку фінансові ринки очікують пік депозитної ставки близько 3.75%, що свідчить про щонайменше ще одне додаткове підвищення. Ринок вважає, що досягнутий піковий рівень ставки утримуватиметься довший період часу, а перегляд політики в бік послаблення буде можливим лише наприкінці 2024 року. Це, відповідно, тиснутиме на зміцнення курсу євро до провідних валют, насамперед долара США.

Унаслідок підвищення процентних ставок на тлі скорочення балансів провідними ЦБ фінансові умови суттєво посилюються. Це поряд із потрясіннями в банківському секторі США та ЄС зумовило досягнення індексом фінансового стресу рівня глобального шоку від настання пандемії (і суттєво перевищило рівень монетарного посилення ФРС у 2014 – 2015 роках). За таких умов очікується послаблення інтересу до ризикових активів та зменшення доступності фінансування на ринку.

Подальше зростання процентних ставок у розвинутих економіках і постійний інфляційний тиск обмежують простір для маневру ЦБ більшості країн ЄМ через виникнення конфліктуючих завдань. Однак процентний диференціал між ставками на внутрішньому та зовнішньому ринках залишатиметься вагомим аргументом під час ухвалення рішень з монетарної політики, особливо в країнах із значною часткою боргу, деномінованого в іноземній валюті, і де інфляційні очікування чутливі до цін на продовольство та енергію.

Тому наразі більшість ЦБ країн ЄМ зайняли вичікувальну позицію з метою аналізу глобальних шоків та економічного впливу проведеного сукупного посилення. Очікується, що прогнозоване зниження інфляції протягом наступних двох років дасть змогу розпочати обережне пом'якшення політики в окремих економіках ЄМ уже наприкінці 2023 року. Особливо це стосується тих центральних банків, які розпочали цикл посилення заздалегідь (ще з березня 2021 року), коли відхилення інфляції від медіанного цільового рівня перебувало в діапазоні від 0.3 до 3 в.п. Проактивна політика дала змогу утримати від розбалансування інфляційні очікування та зменшити тиск на обмінний курс.

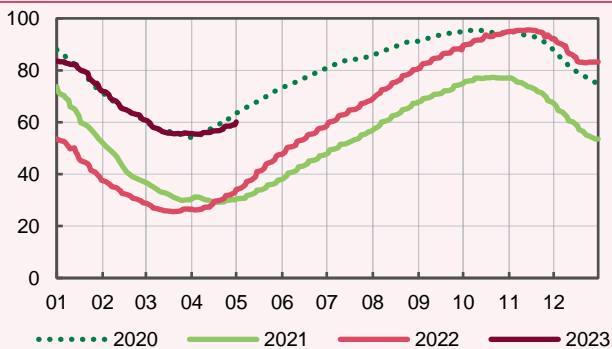
Вставка 1. Ціни на природний газ на європейському ринку: час тренду на зниження

Скорочення пропозиції природного газу на європейському ринку у 2022 році через шантаж з боку росії не призвело до очікуваної енергетичної кризи, хоча й спровокувало стрімке зростання цін. Натомість цей шантаж підштовхнув до швидкого формування європейського газового ринку з повноцінним механізмом ціноутворення та конкуренцією. Наразі цей ринок все ще залишається вразливим до обсягів поставок та конкуренції з боку покупців Азії, що зберігатиме ризики високої волатильності цін та підтримуватиме їх на значно вищому рівні, ніж до 2022 року. Утім, закладений фундамент дає змогу очікувати знижувальний тренд цін на газ у наступні роки.

Запаси як фундамент стійкості. Наприкінці лютого 2023 року запаси газу в ЄС перебували майже на найвищому рівні за останні п'ять років для даного періоду і становили **близько 60%** заповнення сховищ. Це у 2.2 раза більше, ніж минулого року та близько до рекордно високого рівня початку зими 2020 року. Завдяки значним закупівлям влітку 2022 року вже на 1 листопада газові сховища досягли 95% наповненості, суттєво перевищивши рівні попередніх періодів та 80% обов'язкової цілі наповненості. Прискорення закупівель газу зумовлювалося загрозами скорочення поставок росією. У поєднанні зі зниженням попиту та рекордним імпортом СПГ це дало змогу компенсувати втрати поставок російськими трубопроводами, одночасно підтримуючи значний буфер зберігання.

Високий поточний рівень запасів газу дещо зменшить необхідні обсяги закупівлі влітку цього року та підтримає понижувальний тиск на ціни. З іншого боку, залишаються ризики на зиму 2023-2024 років, оскільки саме тепліша погода була вагомим чинником зниження попиту в Європі цієї зими та, відповідно цін.

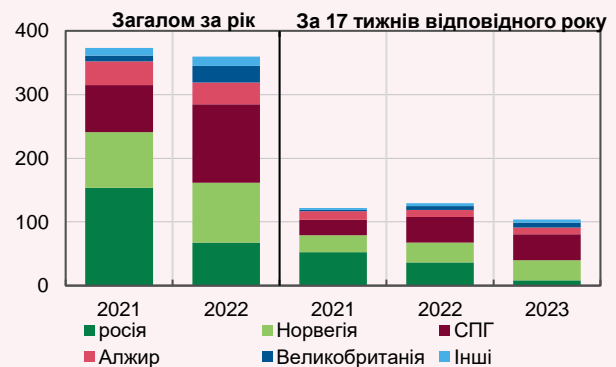
Графік 1. Рівень заповнення газових сховищ у ЄС у відповідному році, %



Джерело: Refinitiv.

Конкуренція – основа сучасного ринку. Як правило, механізм встановлення ціни на природний газ **поділяється на три категорії**: регульовані державою (ґрунтуються на вартості обслуговування); індексації цін на суміжні види палива (наприклад, нафту, так звана Гронінгенська модель); ціноутворення на спотовому ринку. Перший механізм зазвичай використовується під час встановлення державою цін для домогосподарств, оскільки дає змогу регулювати їх залежно від рівня їхнього доходу. Інші два види є основою для визначення цін у зовнішньоторговельних операціях (незалежно від терміну дії контракту). Ураховуючи, що країни Європи тривалий час співпрацювали з обмеженою кількістю постачальників газу, насамперед росією, відповідно домінували контракти на основі індексованих нафтових цін.

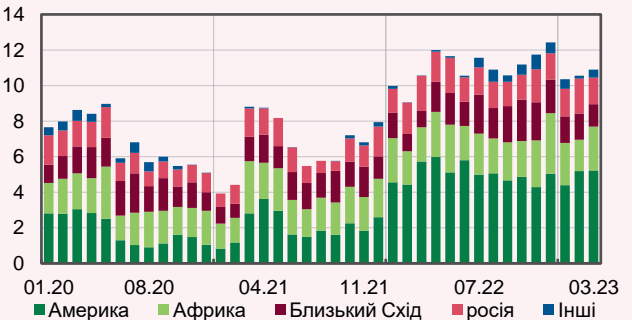
Графік 2. Імпорт природного газу до ЄС за джерелом походження, млрд м³



Джерело: Bvuegel (росія, Норвегія, Алжир – трубопровідний).

Завдяки сланцевій революції на початку 2010-х років, США перетворилися на значного експортера газу. Із стрімким нарощуванням пропозиції на світовому ринку за паралельного впровадження країнами ЄС регуляторних змін зі створення спільного ринку газу та стимулювання конкуренції на ньому ситуація на європейському ринку суттєво змінилася.

Графік 3. Імпорт СПГ в ЄС за регіонами походження, млрд м³

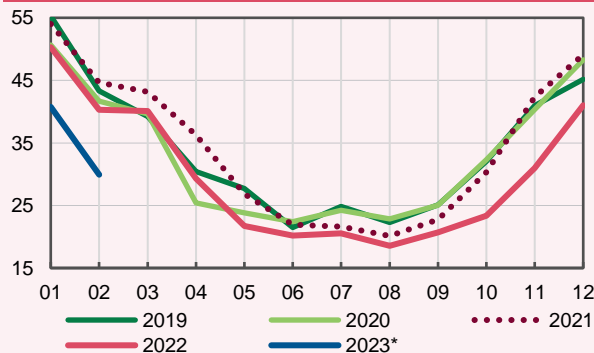


Джерело: Bvuegel.

У результаті частка імпортованих цін на газ, індексованих на нафту, в Європі скоротилася з 93% у 2005 році до **25% у 2019 році** і далі зменшується. Зростання обсягів торгівлі СПГ сприяло взаємопов'язаності ринків газу у світі, тоді як трубопровідний газ формує жорстку залежність споживача від постачальника, що уможливорює політичний тиск на залежні країни. Так, ураховуючи, що у 2021 році на російський газ припадало 45% загального імпорту газу ЄС та майже 40% його споживання, загрози часткового чи повного припинення постачання газу країнам ЄС з боку росії призвели до стрімкого зростання цін на європейському ринку. Водночас, попри суттєве скорочення трубопровідного газу до ЄС, росія намагалася максимально нарощувати експорт СПГ. Тому сукупний імпорт газу з росії до ЄС хоча й суттєво скоротився, однак за I квартал 2023 року все ще становив більше 15% від усього імпорту газу ЄС.

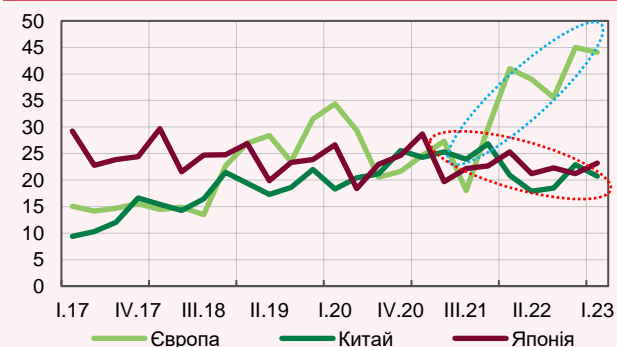
Попит: цілеспрямовані заходи зі зменшення споживання та сприятливий збіг обставин. За результатами 2022 року попит на газ у ЄС скоротився на майже 15% (найстрімкіше падіння за історію спостережень, відповідало поставленим цілям ЄК). Однак структурно він змінився відносно мало. За оцінками експертів [European gas hub](#) та [МЕА](#), суттєво м'якша зимова погода зумовила $\approx 1/3$ скорочення попиту. Також ускладнення в промисловості внаслідок стрімкого зростання цін, особливо в газоємних галузях, призвело до скорочення попиту на 20%. Перехід на мазут та вугілля забезпечили ще близько 25% скорочення. І лише трохи більше 20% становило структурне скорочення за рахунок прискореного розширення використання відновлюваних джерел енергії, теплових насосів та підвищення енергоефективності.

Графік 4. Щомісячні обсяги споживання ЄС природного газу у відповідному році, млрд м³



Джерело: Євростат (* - розрахунок НБУ на основі даних Євростату).

Графік 5. Імпорт СПГ, млрд м³

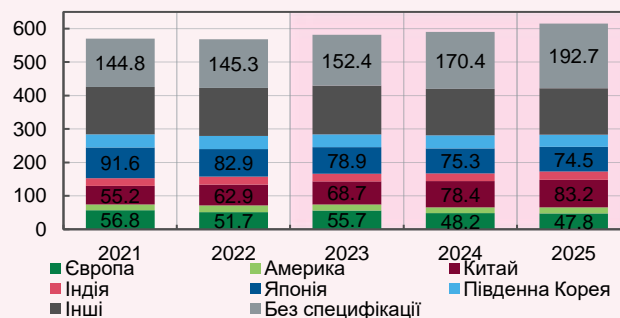


Джерело: Bloomberg.

Крім того, політика Китаю щодо нульової толерантності до COVID-19, як і тепла зимова погода, стали сприятливим для Європи збігом обставин. Унаслідок жорсткої стратегії боротьби з пандемією попит на газ у Китаї залишався пригніченим у 2022 році, що стало вагомим чинником можливості суттєво наростити обсяги поставок СПГ до Європи. Станом на кінець 2022 року частка Європи у світовому імпорті СПГ становила [близько 30%, тоді як Азії – 57%](#). Через відновлення Китаю після скасування карантинних обмежень Європа зіткнеться зі значною конкуренцією за СПГ з азійським ринком. Однак очікується, що закупівлі СПГ забезпечать [близько 48%](#) загального попиту на газ у ЄС у 2023 році і можуть перевищити 50% до 2025 року за умови, що фактичні закупівлі перевищуватимуть за контрактовані обсяги (за рахунок контрактів без специфікації країни призначення).

Газ у Європі все ж поволі дешевшатиме. За оцінками [МЕА](#), очікується, що глобальний попит на газ у 2023 році залишиться загалом незмінним порівняно з попереднім роком: збільшуватиметься в Азії, передусім завдяки Китаю (через очікуване відновлення економіки після пом'якшення карантину) та Індії (через зростання промисловості), та скорочуватиметься в Європі.

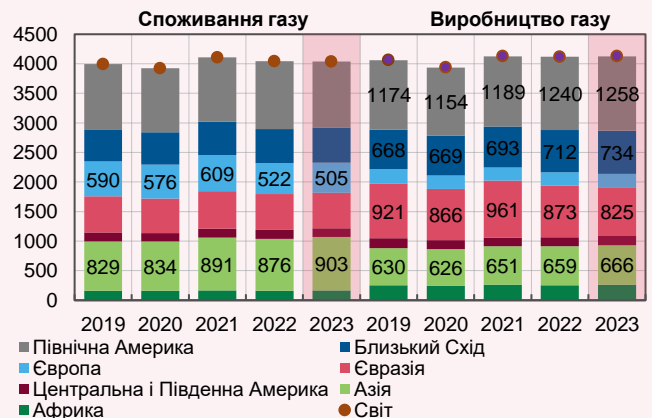
Графік 6. Наявні контракти у світі на імпорт СПГ на рік, млн т



Джерело: Bloomberg.

На 2023 рік ЄК знову рекомендувала скоротити попит на газ такими самими темпами – на 15%. Причому через високі ціни на викиди використання вугілля буде обмеженим навіть за відносно високих цін на газ. Ураховуючи незначну ймовірність повторення високих зимових температур попереднього року, активізуються структурні зміни. Попит на газ скорочуватиметься завдяки розширенню виробництва енергії з ВДЕ. Гідроенергетика відновиться до середнього значення за п'ять років, зросте виробництво атомної енергії (на близько 2% у 2023 році).

Графік 7. Глобальні обсяги споживання та виробництва, млрд м³



Джерело: MEA.

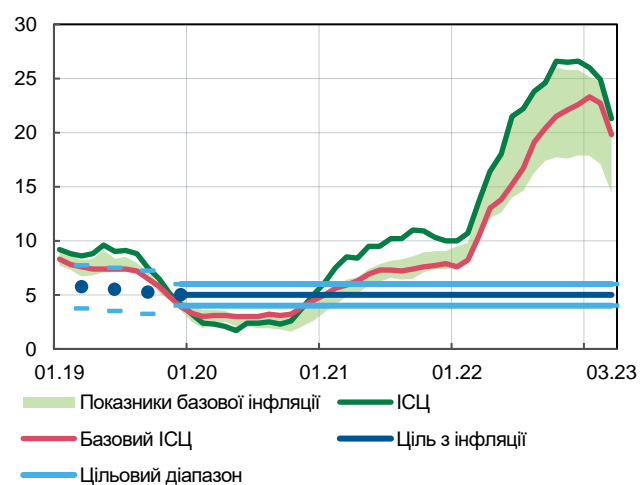
Зі свого боку глобальне виробництво газу зросте у 2023 році, за прогнозом MEA. Пропозиція СПГ збільшиться на 4.5%, а на США припаде половина цього приросту. Очікується також поліпшення доступності газу з Алжиру та Єгипту. Через посилення конкуренції з боку країн Азії приплив СПГ до Європи зросте лише на 9% у 2023 році. Цього може бути недостатньо, щоб компенсувати падіння російського трубопровідного постачання. Все це провокуватиме значну волатильність цін на газ на європейському ринку та підтримуватиме їх на вищому рівні, ніж до 2022 року. Утім, закладений фундамент структурних змін дає змогу очікувати знижувальний тренд цін на газ у наступні роки (див. розділ "Зовнішнє середовище" на стор. 7).

Частина 2. Економіка України

2.1. Інфляційний розвиток

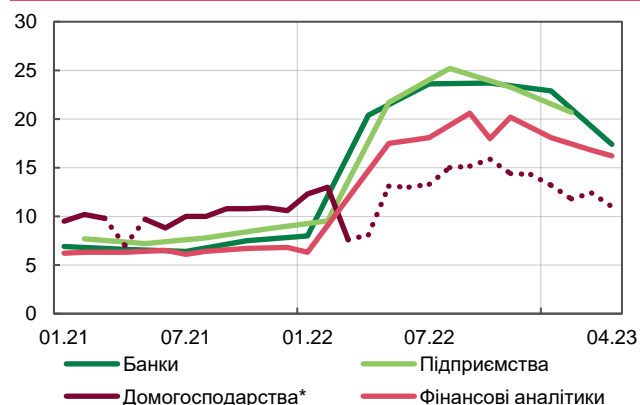
- Споживча інфляція почала знижуватися з початку року стрімкіше, ніж очіувалося. Цьому сприяли достатня пропозиція продовольства та пального, краща ситуація в енергетиці, поліпшення інфляційних очікувань в умовах зміцнення готівкового курсу гривні.
- На прогнозному періоді інфляція продовжить знижуватися під впливом дії жорстких монетарних умов, уповільнення світової інфляції та слабого попиту. Після очікуваного зниження безпекових ризиків, збільшення врожаїв та відновлення логістики дезінфляційні процеси пришвидшаться.
- Однак, інфляція залишатиметься значною та досягне цільового діапазону лише наприкінці 2025 року передусім через наслідки війни та потребу коригування 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: НБУ, Info Sapiens.

Споживча інфляція знижувалася раніше та швидше, ніж очіувалося

Упродовж I кварталу 2023 року зростання споживчих цін сповільнилося до 21.3% р/р. Знижувався і фундаментальний інфляційний тиск – зростання базового ІСЦ сповільнилося до 19.8% р/р. Фактичні темпи зростання цін були нижчими за січневий прогноз НБУ, передусім унаслідок теплішої погоди та кращої ситуації в енергетиці. Інфляцію також стримувало поліпшення інфляційних очікувань та сприятлива ситуація на готівковому сегменті валютного ринку, у тому числі завдяки вжитим НБУ заходам, а також незмінні тарифи на послуги ЖКГ. Ці чинники знівеливали ефекти від вищих витрат бізнесу, понесених, зокрема, з метою забезпечення безперервної діяльності в умовах відключень е/е.

Попри послаблення інфляційний тиск залишався значним та неоднорідним, що зокрема ілюструє збереження широкого діапазону оцінок основного інфляційного тренду. З одного боку, його обмежував стриманий та нерівномірно розподілений за товарами та послугами споживчий попит. Це передусім позначилося на сповільненні зростання цін на товари непершочергової потреби, зокрема деякі види побутової та комп'ютерної техніки, меблі, алкогольні напої, туристичні послуги, послуги готелів. Ще одним чинником стримування інфляції залишалися попередні адміністративні рішення з фіксації тарифів на послуги ЖКГ. З іншого боку, під впливом збільшення витрат та вищого попиту через наслідки війни, у тому числі відключення е/е, високими темпами зростала вартість ветеринарних, телекомунікаційних послуг, одягу та взуття, товарів особистого догляду, а подорожчання медичних та страхових послуг, послуг електриків та сантехніків пришвидшилося.

Зниження інфляції, адаптація до наслідків обстрілів в енергетиці, збереження незмінних тарифів на послуги ЖКГ, а також зміцнення готівкового курсу гривні сприяли поліпшенню інфляційних очікувань усіх груп респондентів, які в Україні є значною мірою [адаптивними](#). Крім того, на інфляційні очікування позитивно вплинула відсутність монетизації дефіциту бюджету.

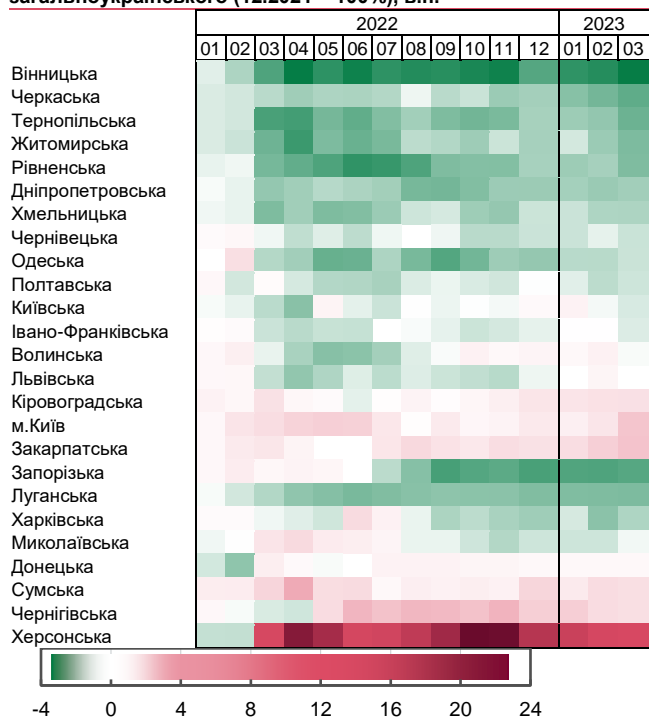
Згідно з [результатами опитувань щодо ділових очікувань підприємств](#), у I кварталі 2023 року підприємства зауважили послаблення впливу на формування очікувань

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



Джерело: НБУ.

Графік 2.1.4. Відхилення регіональних ІСЦ від загальноукраїнського (12.2021 = 100%), в.п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.5. Внески в річну зміну ІСЦ на кінець періоду за компонентами, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

щодо їхніх цін на товари та послуги більшості основних чинників, зокрема "курсу гривні до іноземних валют", "цін на енергоносії", "цін на сировину та матеріали". Це, серед іншого, стало результатом значно кращої, ніж очікувалося, ситуації в енергетиці та високої адаптивності українського бізнесу до складних умов. Також стрімко знизився за вагомістю чинник "проблем з логістикою".

Зокрема, загальний проінфляційний ефект від енерготерору рф в I кварталі 2023 року виявився меншим, ніж очікував НБУ (детальніше – в ["Інфляційному звіті" за січень 2023 року](#) на стор. 21–23). Це насамперед відобразилося в сповільненні темпів зростання цін на оброблені продукти харчування, що потребують термічної обробки (хліб та борошняні вироби, молочні продукти, соняшникова олія, напої, консерви), а також деяких послуг³. Однак дефіцит е/е все ж мав додатний внесок в інфляцію через відображення бізнесом витрат на закупівлю резервного обладнання та енергоресурсів у собівартості товарів та послуг.

Зберігалися й значні регіональні розбіжності в темпах зростання цін. У прифронтових областях ціни зростали порівняно швидше унаслідок вищих безпекових ризиків та ускладненої логістики, а в окремих західних регіонах та столиці – відносно вищого попиту. Відновлення економічної активності та логістики на деокупованій частині Херсонщини сприяло зниженню темпів зростання цін у регіоні та сусідній Миколаївській області.

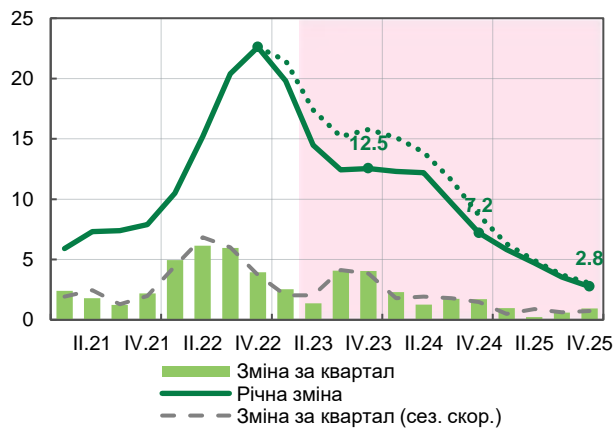
Споживча інфляція надалі знижуватиметься на тлі жорстких монетарних умов, вщухання світової інфляції, налагодження логістики та відносно слабого попиту

У поточному році інфляція знизиться до 14.8% р/р передусім під впливом жорстких монетарних умов, уповільнення світової інфляції та стриманого внутрішнього попиту, у тому числі через повільне відновлення доходів населення. Ці ж чинники сприятимуть й зниженню базової інфляції – до 12.5% р/р у 2023 році.

Зменшення безпекових ризиків із наступного року сприятиме подальшому поліпшенню інфляційних очікувань економічних суб'єктів, згасанню шоків пропозиції завдяки відновленню логістики та виробничих потужностей, а також вищим врожам. Це разом із відносно жорсткою монетарною політикою НБУ послаблюватиме інфляційний тиск навіть в умовах пожвавлення економіки та збереження м'якої фіскальної політики. У результаті загальна інфляція та базовий ІСЦ знизяться до однознакового рівня вже наступного року. У 2025 році інфляція повернеться в цільовий діапазон, а базовий ІСЦ становитиме близько 3%. Зростання цін сповільнюватиметься майже за всіма ключовими компонентами базової інфляції. У повоєнний період основним джерелом тиску на ціни стане відновлення попиту та зарплат, що найбільше позначатиметься на вартості послуг, зокрема пов'язаних з відновленням житла

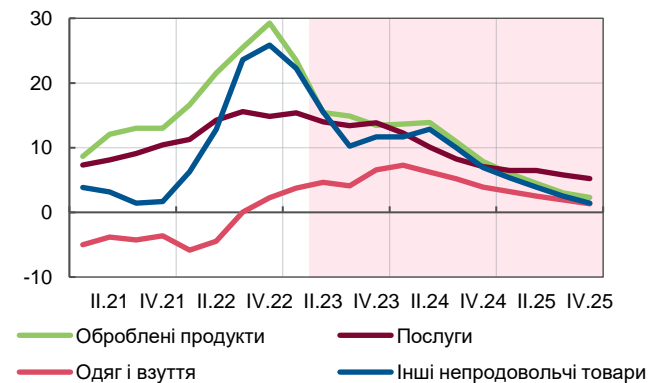
³ Згідно з результатами опитувань підприємств, тиск виробничих витрат, пов'язаних з відключеннями е/е, послабився в I кварталі 2023 року (середня оцінка зростання витрат сповільнилася до 6.3% порівняно з 7.4% у IV кварталі 2022 року).

Графік 2.1.6. Базовий ІСЦ, %



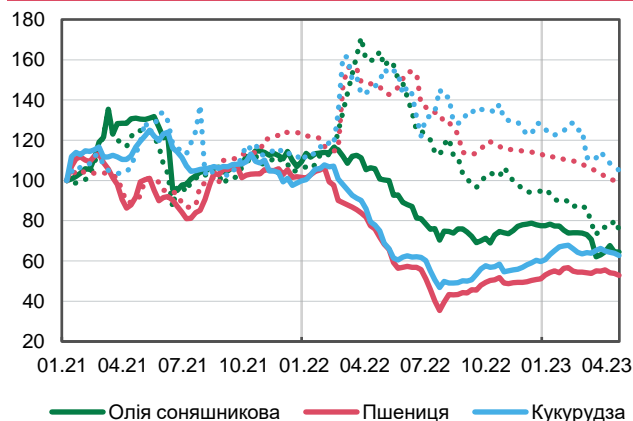
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.7. Компоненти базового ІСЦ на кінець періоду, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.8. 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.

(детальніше також у вставці "Вплив включення плати за проживання у власному житлі на інфляцію" на стор.17).

Дезінфляційним процесам сприятиме достатня пропозиція с/г продукції та зниження світових цін на продовольство

Попри нижчі урожаї попереднього року, пропозиція с/г продукції була достатньою для забезпечення внутрішніх потреб, що, серед іншого, було зумовлено теплими погодними умовами взимку. Крім того, тривало зниження світових цін на ці товари, а експортні ціни на українське збіжжя та іншу с/г продукцію були ще нижчими за світові через логістичні труднощі та високі ризики, навіть попри дію "зернового коридору". Як наслідок, зростання цін на сирі продукти харчування сповільнилося до 31.6% р/р. Зокрема, повільніше дорожчали борошно та крупи, а також продукція тваринництва під впливом вторинних ефектів від зниження цін на корми та слабого попиту. Це, зі свого боку, обмежувало зростання цін і на оброблені продукти харчування. Водночас, під кінець I кварталу через вичерпання ефектів теплої зимової погоди високими темпами зростали ціни на овочі, зокрема на цибулю, моркву та тепличні овочі, що дорожчали ще й з огляду на зростання витрат бізнесу в попередні місяці через дефіцит е/е, а також обмеження імпорту через наслідки землетрусу в Туреччині. Зберігалися високі темпи подорожчання яєць.

Продовольча інфляція в поточному році залишатиметься високою через продовження зростання цін на плодоовочеву продукцію у зв'язку з очікуваним зниженням урожаїв, а також ефекти від подорожчання палива в другому півріччі. Порівняно дешеві корми стримуватимуть підвищення цін на продукцію тваринництва.

У наступні роки зі зменшенням безпекових ризиків продовольча інфляція буде швидко знижуватися завдяки відновленню технологічних і логістичних зв'язків, збільшенню врожаїв та очікуваному зниженню світових цін на продовольство та енергоносії. Це переважить вплив від відновлення споживчого попиту, у тому числі через повернення мігрантів. Відповідно, прогнозується, що за умови відсутності значних нових шоків пропозиції наступного року інфляція сирих продуктів знизиться до однознакового рівня, а до кінця прогнозного періоду – майже до 3%.

У поточному році пальне дорожчатиме через повернення податків на довоєнний рівень, проте надалі ціни на пальне стабілізуються

Темпи подорожчання пального значно зменшилися на початку 2023 року (до 27.9% р/р у березні) під впливом падіння світових цін на нафту, значних запасів, накопичених бізнесом та населенням, а також зниження попиту в умовах зменшення дефіциту е/е та теплої погоди. Стабілізація цін на пальне сприяла зниженню темпів подорожчання транспортних послуг, а також послабленню тиску цієї компоненти на ІСЦ через вторинні ефекти.

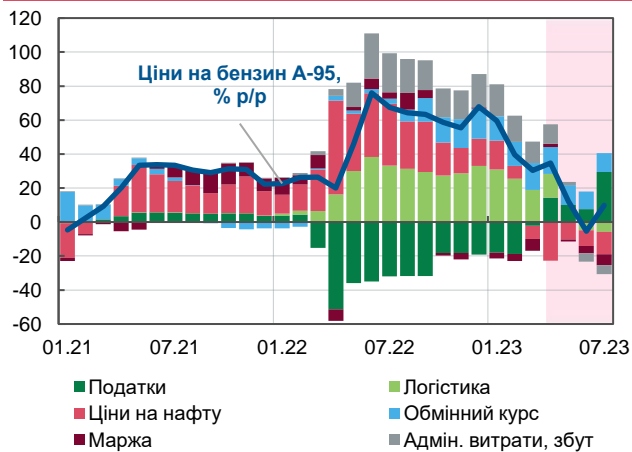
У найближчі місяці зростання цін на пальне в річному

Графік 2.1.9. Ціни на сири продовольчі товари, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.10. Внески чинників у зміну ціни на бензин А-95*, в.п.



* Квітень - липень 2023 року – оцінки НБУ.
Джерело: ДССУ, minfin.com.ua, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.11. Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

вимірі буде дуже волатильним – від незначного прискорення у квітні до падіння в червні та відновлення зростання з липня. Це відобразить вплив бази порівняння через паливну кризу минулої весни та податкових змін, зокрема торішню відміну акцизів та зниження ставки ПДВ і відновлення довоєнного оподаткування пального з цього липня, що матиме близько 1 в.п. прямого внеску в зміну ІСЦ. Зі свого боку, через ефекти перенесення вартості пального на ціни інших товарів та послуг, посиляться тиск і на вартість транспортних послуг. Надалі ціни на паливо стабілізується завдяки поступовому зниженню світових цін на нафту, а, починаючи з 2024 року, паливна компонента сприятиме гальмуванню загальної інфляції, як напругу, так і через вторинні ефекти.

Потреба приведення адміністративних цін і тарифів до їх економічно обґрунтованого рівня буде основним проінфляційним чинником у наступні роки

Темпи зростання адміністративно регульованих цін незначно сповільнилися в I кварталі 2023 року (до 13.5% р/р). Основним стримуючим чинником адміністративної інфляції залишався мораторій на підвищення окремих тарифів на послуги ЖКГ для населення. Також через зменшення тиску з боку виробничих витрат і стриманий попит сповільнювалося зростання вартості алкогольних напоїв, фармацевтичної продукції, хліба, транспортних послуг. Темпи подорожчання тютюнових виробів залишилися незмінно високими внаслідок планового підвищення акцизів.

На прогнозованому горизонті рівень адміністративної інфляції визначатимуть насамперед урядові рішення з приведення тарифів на послуги ЖКГ до ринкових рівнів у зв'язку з потребою усунення дисбалансів в енергетичному секторі. Зважаючи на високу соціальну значущість тарифів, очікується, що їх підвищення буде поетапним і триватиме впродовж декількох років, а також супроводжуватиметься розширенням соціальної підтримки. Прогноз НБУ враховує можливе підвищення тарифів на е/е для побутових споживачів в поточному році. Натомість припускається, що мораторій на підвищення тарифів на газ, гарячу воду та тепlopостачання завершиться лише в наступному році. Це разом із подальшим подорожчанням тютюнової продукції внаслідок підвищення акцизів спричинить зростання внеску адміністративної інфляції в ІСЦ у 2024–2025 роках.

Вставка 2. Вплив включення плати за проживання у власному житлі на інфляцію

На початку 2022 року ДССУ планово переглянула споживчий набір для розрахунку ІСЦ. Одним з найважливіших нововведень стало включення до розрахунку плати за проживання у власному житлі. Метою таких змін є подальше наближення споживчого набору до фактичних витрат населення з огляду на значну частину українців, які проживають у власному житлі, а також приведення національної статистики у відповідність до міжнародних стандартів. Наразі методологічні зміни, які відбулися, не мали значного впливу на показник інфляції попри високі темпи зростання цін у цій групі, зокрема через незначну частку витрат на власне житло в ІСЦ (лише 0.43% у 2023 році). Проте як свідчать дані інших країн, вага та вплив цієї компоненти на загальні показники інфляції може суттєво зрости, ураховуючи очікуване післявоєнне відновлення економіки, а також супутній розвиток ринків нерухомості та іпотечного кредитування. Тому включення в розрахунок ІСЦ плати за власне житло сприятиме ухваленню більш інформованих рішень з монетарної політики.

Метою розрахунку ІСЦ є вимірювання купівельної спроможності грошей, тому релевантний споживчий набір має складатися з усіх товарів та послуг, що споживаються домогосподарствами, включаючи житло. Плата за проживання у власному житлі – це витрати, що супроводжують придбання житла, здійснюються на утримання житла та проживання в ньому⁴. Однак, через складність обрахунку такої вартості багато країн виключають плату за проживання у власному житлі з розрахунку своїх ІСЦ, а в Україні до 2022 року вона враховувалася лише частково⁵.

Виклики обрахунку вартості проживання у власному житлі. Для тих, хто проживає в орендованому житлі, ціною житлових послуг є оренда, тоді як вартість проживання у власному житлі вимагає складніших підходів до оцінки. Загалом є чотири основні підходи⁶:

- **Витрати користувача** – підхід, що вимірює зміни у вартості користування житлом для власників, які його займають. Як правило, ці витрати складаються з двох елементів: поточні фактичні витрати (витрати на ремонт та утримання, податки на нерухомість) та альтернативна вартість інвестування в житло. Останнє може бути представлене нормою дохідності альтернативних активів або середньою відсотковою ставкою за іпотекою. Цей метод використовують Канада, Швеція та Ісландія. Однак, його вагомим недоліком є включення процентної ставки в ІСЦ, що ускладнює аналіз впливу монетарної політики, адже завжди матиме ефекти, протилежні до мети заходів.
- **Метод еквівалентності орендної плати.** Цей метод використовують США, Японія, Данія, Норвегія, Швейцарія, Чехія, Мексика та ПАР. Він також часто використовується для міжнародних порівнянь рівня життя. Проте він не завжди є репрезентативним для країн з порівняно невеликим ринком оренди житла, до яких належить і Україна. До того ж, оренда житла включена до ІСЦ в Україні окремою групою.
- **Метод придбання нерухомості** включає чисту купівлю житла (вартість купівлі за вирахуванням продажу), вартість будівництва нового житла, оновлення наявного житла, витрати на юридичні

послуги та послуги агентств нерухомості, що сплачуються під час передавання власності, ремонт та утримання житла, страхування, податки на нерухомість. У СНР придбання за вирахуванням вибуття житла відображається як валове нагромадження основного капіталу, що означає, що ці витрати слід виключати з кінцевих споживчих витрат домогосподарств. Проте житло є одночасно й активом, і джерелом послуг з проживання. Тому розробники ІСЦ відділяють інвестиційні витрати від споживчих, щоб включити до ІСЦ лише споживання послуг проживання. Хоча цей метод не використовує механізм імпутованих цін, як попередні два, він складний для розуміння та підвищує волатильність ІСЦ через цінові коливання на ринку житла. Проте саме цим методом користується Австралія, Нова Зеландія, Фінляндія та ЄС.

- **Метод платежів** вимірює зміну загальних платежів, здійснених домогосподарствами за всі товари та послуги для утримання житла, юридичні послуги з оформлення прав передачі власності, погашення відсотків за іпотекою, модифікацію, доповнення, ремонт та утримання житла, страхування, податки на майно. Такий метод є зрозумілішим для громадськості та вимірює витрати напряму, уникаючи інтерполяції, і використовується, зокрема, в Сполученому Королівстві.

Наразі немає єдиної узгодженої міжнародними організаціями методології її оцінки, тому під час вибору підходу статистичні служби мають ураховувати відповідність потребам споживачів та основній меті ІСЦ, міжнародний досвід та суспільне визнання, а також практичність впровадження. ДССУ зупинилася на методі платежів та на початку 2022 року разом із плановим переглядом споживчого набору для розрахунку ІСЦ, запровадила розрахунок плати за проживання у власному житлі, доповнивши та перерозподіливши наявний набір товарів та послуг.

Включення плати за проживання у власному житлі є одним з напрямків наближення національної статистики

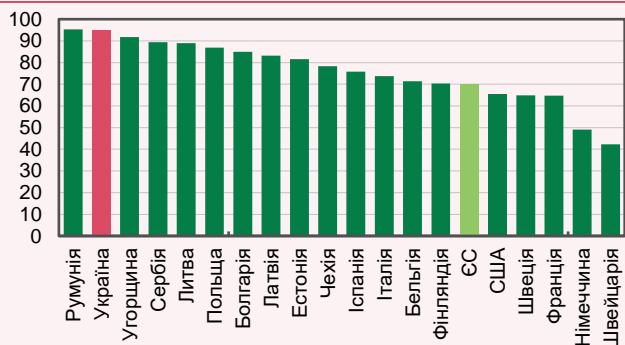
⁴ Ці витрати слід відрізняти як від оплати за житлово-комунальні послуги, що належать до поточних витрат, так і власне витрат на купівлю нерухомості, що належить до інвестиційної, а не споживчої діяльності. Водночас, платежі за обслуговування іпотечного кредиту, супутні витрати на придбання житла, зокрема оформлення іпотеки, страхування тощо, є складовими витрат на проживання у власному житлі та часто залежать від вартості самої іпотеки, тому мають включатися в споживчі витрати для розрахунку ІСЦ.

⁵ Частина товарів та послуг, пов'язаних із проживанням у власному житлі, включена до групи 04.3 "Утримання та ремонт житла".

⁶ Детальніше про підходи до розрахунку вартості проживання у власному житлі в ІСЦ – у посібнику МВФ "[Consumer Price Index Manual](#)".

до міжнародних стандартів. Так, [Європейська статистична система](#) з початку 2022 року також додала плату за проживання у власному житлі для розрахунку гармонізованого ІСЦ за країнами та в цілому по ЄС. Це має поліпшити зіставність показників інфляції між країнами, хоча це може посилити розбіжності в темпах інфляції і сповільнити процеси зближення інфляції у різних країнах через різну частку населення, що проживає у власному житлі, та розбіжності у динаміці внутрішніх цін на нерухомість у різних країнах.

Графік 1. Частка ДГ, що проживають у власному житлі, у 2021 році, %



Джерело: ДССУ, Евростат, BLS.

Вплив включення вартості проживання у власному житлі на динаміку інфляції в Україні. Повномасштабна війна росії проти України зумовила значні руйнування як житлової нерухомості, так і підприємств, що спеціалізуються на виробництві будівельних матеріалів. Це зумовило стрімке збільшення попиту на матеріали та послуги для відновлення пошкодженого та зруйнованого житла одночасно зі скороченням вітчизняної пропозиції. Крім того, значний, але нерівномірний тиск на вартість власного житла мав міграційний рух. Як наслідок, темпи зростання цін на матеріали та послуги для ремонту житла були одними з найвищих у 2022 році. Ці ефекти зберігатимуться і в повоєнний час.

Графік 2. Індекс вартості проживання у власному житлі, % р/р



* Розрахунок індексів вартості проживання у власному житлі запроваджено з 2022 року, тому річні зміни доступні лише з грудня 2022 року. Зеленим штрихом позначено річні зміни індексу ДССУ, комбінованого з розрахунками НБУ за попередні періоди.
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Наразі загальний вплив цієї компоненти на динаміку ІСЦ був незначний, передусім через її низьку частку (у 2023 році⁷ – лише 0.43%). З часом, однак, вага та вплив цієї

компоненти на загальні показники інфляції може суттєво зрости, ураховуючи очікуване післявоєнне відновлення економіки, а також супутній розвиток ринків нерухомості та іпотечного кредитування. У країнах з вищим рівнем економічного розвитку вага цієї компоненти значно більша, зокрема в країнах ЄС – у середньому 9%.

Графік 3. Складові групи 04.2 "Плата за власне житло" за їх відносною вагою, %



Джерело: ДССУ.

Включення цієї компоненти в ІСЦ може посилити проінформованість рішень з монетарної політики.

Включення до ІСЦ плати за власне житло сприяє поліпшенню репрезентативності показника інфляції відносно витрат домогосподарств та більш повному відображенню цінових тенденцій у країні, що особливо важливо для проведення ефективної монетарної політики. Крім того, власне житло є важливим активом для багатьох домогосподарств. Зміни у вартості їхнього житла можуть вплинути на добробут, фінансовий стан та споживчу поведінку, що, серед іншого, може визначати рівень сприйняття інфляції та інфляційні очікування, тому ретельне відстеження цих індексів сприятиме розумінню процесів прийняття рішень економічними агентами та розробленні ефективних заходів макроекономічної політики.

За своїми властивостями віднесення плати за власне житло до ІСЦ, як правило, посилює проциклічність інфляції. Так, період економічного піднесення може супроводжуватися бумом на ринку нерухомості, що характеризується вищими темпами зростання цін на неї порівняно із загальною інфляцією. Відповідно, темпи зростання ІСЦ без врахування плати за власне житло будуть нижчими, ніж з її урахуванням, тож монетарна політика може виявитися занадто м'якою. І, навпаки, падіння цін на нерухомість під час кризи має бути індикатором для більшого пом'якшення монетарної політики. За оцінками [Hill et al. \(2019\)](#), відсутність плати за житло в ІСЦ у США може частково пояснити згладжування кривої Філіпса та ситуацію, коли інфляція під час глобальної фінансової кризи не знизилася настільки, як очікувалося.

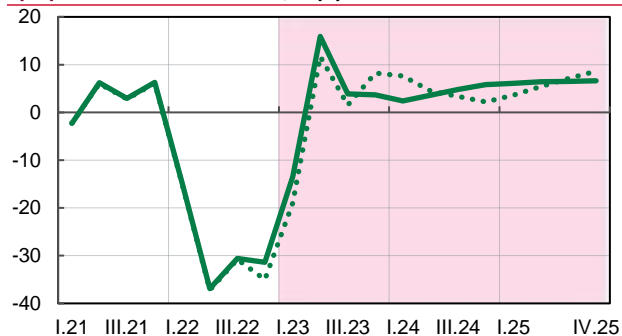
Водночас, включення цієї компоненти до ІСЦ може підвищити волатильність інфляції та посилити регіональні розбіжності, що може ускладнити прийняття рішень з монетарної політики.

⁷ Вага компонент у споживчому наборі для розрахунку ІСЦ у 2023 році ґрунтується на даних СНР за 2021 рік.

2.2. Попит і випуск

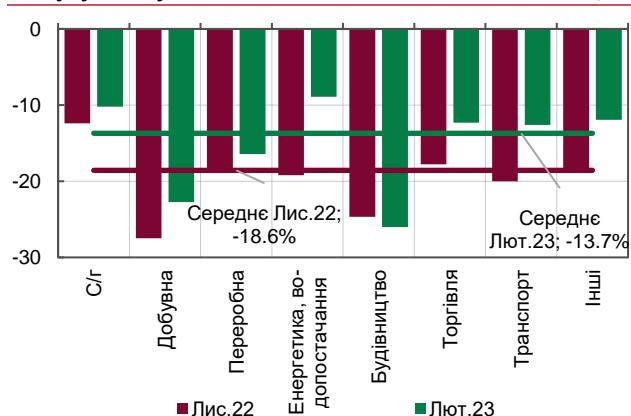
- Ситуація в енергетиці в I кварталі 2023 року виявилася кращою за очікування, що підтримало економічну активність. Попри значні руйнування фізичного капіталу, підприємства й надалі працювали значно нижче рівня завантаження потужностей, а споживчий та інвестиційний попит залишалися слабкими.
- Стрімке скорочення дефіциту е/е, поліпшення умов торгівлі та нарощування бюджетних видатків дало підстави покращити оцінку зростання реального ВВП у 2023 році до 2.0%.
- Із наступного року відновлення економіки пришвидшуватиметься завдяки зниженню безпекових ризиків та повосенній відбудові. Але від'ємний розрив ВВП зберігатиметься на всьому прогностичному горизонті через послаблення конкурентоздатності під час війни та тривале збереження викликаних війною структурних диспропорцій на ринках товарів і послуг, праці та капіталу, що гальмуватимуть відновлення сукупного попиту.

Графік 2.2.1. Реальний ВВП, % р/р



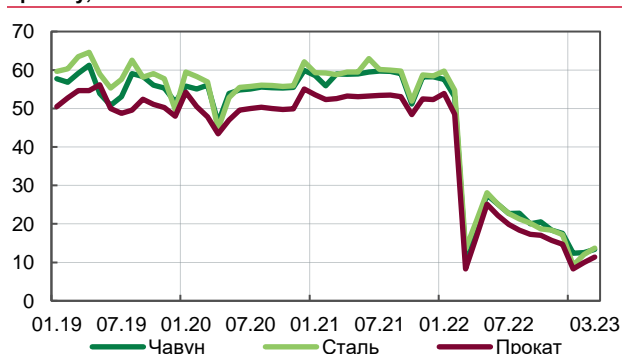
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.2. Середня зміна обсягу випуску продукції/надання послуг у зв'язку з відключеннями е/е за видами діяльності, %



Джерело: НБУ.

Графік 2.2.3. Середньодобове виробництво сталі, чавуну, прокату, тис. т



Джерело: Укрметалургпром.

⁸ Додаткові питання до щоквартального опитування щодо ділових очікувань підприємств, яке проводить НБУ. Перший раунд проведений із 31 жовтня до 30 листопада 2022 року; опитано 637 підприємств у 21 регіоні України. Другий раунд проведено з 30 січня до 28 лютого 2023 року, участь узяли 644 підприємства у 21 регіоні України.

⁹ У лютому температура повітря виявилася на 1.9°C вищою за кліматичну норму, що дещо зменшило попит на енергоресурси. Також унаслідок теплої погоди в I кварталі спостерігалася нехарактерне для зими водопілля, що сприяло збільшенню генерації ГЕС/ГАЕС, а ясна погода дала змогу збільшити генерацію електроенергії з відновлювальних джерел.

Стрімке поліпшення ситуації в енергетиці підтримало економічну активність на початку 2023 року

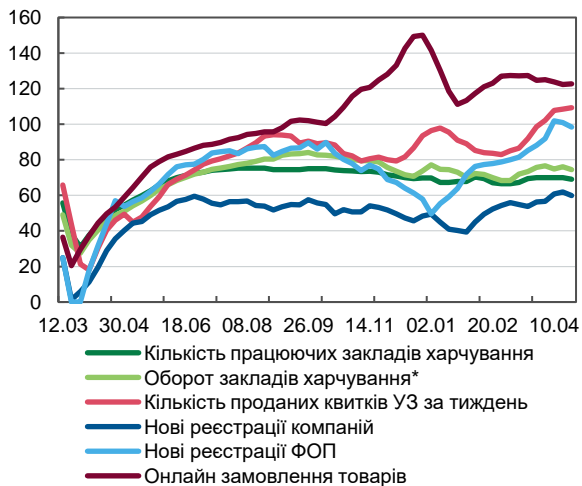
За підсумками I кварталу 2023 року дефіцит е/е стрімко скоротився та, за оцінками НБУ, становив близько 15%, що значно менше, ніж передбачалося в нашому січневому прогнозі (27%). Підприємства згідно з опитуваннями НБУ⁸ також повідомили про зменшення дефіциту: у лютому 2023 року респонденти в середньому оцінювали дефіцит е/е в 15% робочого часу (порівняно із 19% у листопаді 2022 року). На початку I кварталу дефіцит зберігався як через нові обстріли, так і наслідки руйнувань минулого року. Але швидкі ремонти, початок роботи низки блоків АЕС та сприятлива погода⁹ практично нівелювали дефіцит е/е з другої половини лютого.

Зменшення дефіциту е/е та успішна адаптація підприємств, у тому числі завдяки закупленим засобам автономного енергоживлення, зумовили поживлення економічної активності. Так, за опитуванням НБУ, пом'якшився негативний вплив дефіциту е/е на випуск продукції та надання послуг підприємствами майже всіх видів діяльності (крім будівництва, що переважно могло бути пов'язане із сезонністю). У результаті в I кварталі оцінку реального ВВП поліпшено до -13.5% р/р.

Швидке відновлення енергосистеми позитивно позначилося на виробничих секторах. Так, металургійні підприємства відновили завантаження частини потужностей, зупинених з початком обстрілів енергетичної інфраструктури. Це разом зі збільшенням зовнішнього попиту підтримало й добування. Поліпшилося і завантаження підприємств хімічної промисловості, у тому числі для забезпечення с/г виробників добривами перед весняною посівною. Поживилася харчова промисловість (зокрема борошномельні та молокопереробні заводи).

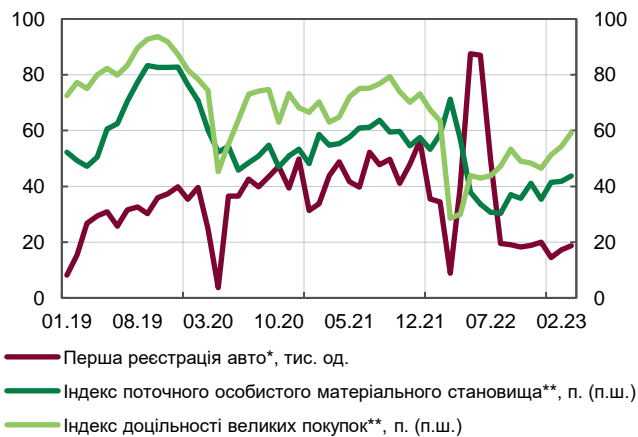
Поліпшилася ситуація й у тваринництві, що зумовило сповільнення спаду с/г. Однак, посівна ярих культур цього року обтяжена наслідками війни: високим рівнем забруднення, пошкодження та мінування земель на

Графік 2.2.4. Високочастотні індикатори економічної активності в секторах послуг, % до рівня, що передував повномасштабному вторгненню (ковзна середня за 4 тижні)



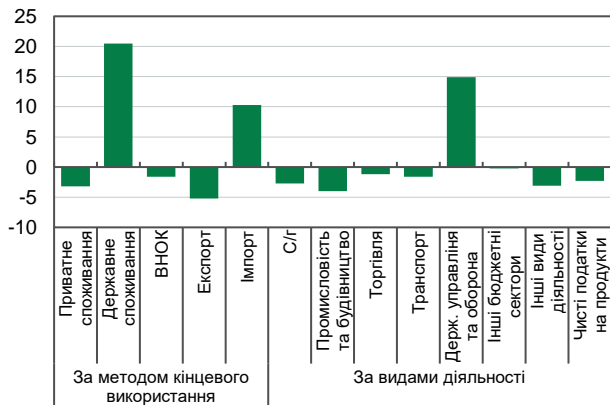
* Показник дефльований на ІСЦ
Джерело: Opendatobot, Poster, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.5. Компоненти індексу споживчих настроїв, п.



* Нові та вживані, без урахування розмитнення авто на іноземній реєстрації, увезених із порушенням митного режиму. **3 березня 2022 року метод опитування змінено з віч-на-віч на телефонні інтерв'ю.
Джерело: Info Sapiens, Укравтопром.

Графік 2.2.6. Зміна частки компонент ВВП у 2022 році порівняно з 2021 роком, в. п.



¹⁰ Станом на 09.03.23 [не зібрано 4% площ](#) кукурудзи

¹¹ У I кварталі 2023 року ІДО (за опитуваннями НБУ) зріс на 7.7 в. п. до 91.2%. За опитуванням ІЕД у лютому, очікування підприємств щодо змін власних економічних показників на наступні пів року стабільно поліпшуються з грудня, розширення виробництва в наступні два роки очікують 30%. За [опитуванням ЄБА](#), 33% опитаних бізнесів очікує поліпшення ситуації, водночас 76% опитаних планують розширення власного бізнесу.

деокупованих та близьких до бойових дій територіях; ускладненою обробкою земель після минулорічного врожаю кукурудзи та соняшнику, що збиралися із запізненням¹⁰; а також збільшенням витрат виробників та дефіцитом кадрів. Додатковим стримуючим чинником для проведення посівної та роботи олійноекстракційних заводів була невизначеність щодо продовження роботи "зернового коридору". Це зумовило і сповільнення перевезень зерна та олії до морських портів. Проте збільшення перевезень с/г вантажів альтернативними шляхами та залізничних перевезень руд і металів підтримали вантажоперевезення. Налагодження роботи електротранспорту сприяло пошвидженню пасажирських перевезень.

Упродовж кварталу спостерігалось також поліпшення коротко- та середньострокових очікувань бізнесу, що свідчило про його подальшу адаптацію до воєнних умов. Проте очікування залишаються обережно оптимістичними через збереження високих безпекових ризиків¹¹. Обмежені транспортні можливості для експорту є одним з основних стримуючих чинників відновлення економіки разом зі зростанням виробничих витрат, стриманим попитом та дефіцитом працівників через вплив еміграції та мобілізації.

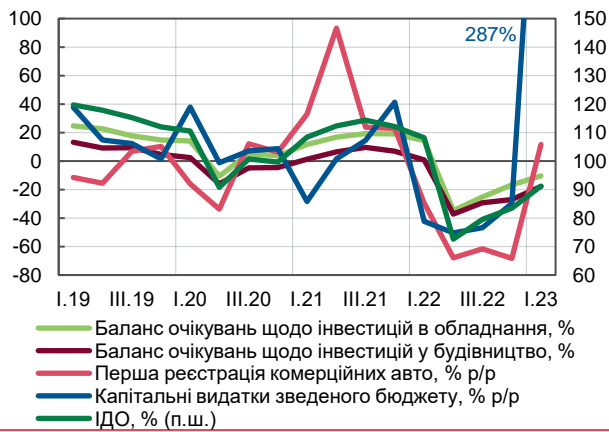
Споживчий та інвестиційний попит пошвидко, значною мірою завдяки бюджетній підтримці

Поліпшення в енергетиці позначилося також на споживчих настроях домогосподарств. Зі свого боку пошвидження споживчого попиту підтримало роздрібну торгівлю та сектори послуг. Про це свідчить низка високочастотних індикаторів, зокрема, збільшення нових реєстрацій ФОП, збільшення обороту ресторанного бізнесу. Проте споживчий попит залишався слабким через високий рівень безробіття, стримані доходи населення та значну кількість мігрантів (детальніше – у розділі "Ринок праці та доходи населення" на стор. 27).

Надалі посилювалася роль державного сектору в економіці. У I кварталі 2023 року нарощування бюджетних видатків (детальніше – у розділі "Фіскальний сектор" на стор. 33) підтримувало стрімке збільшення кінцевих споживчих витрат СЗДУ, а також ВДВ видів діяльності із переважно бюджетним фінансуванням, насамперед сектору державного управління та оборони, а також охорону здоров'я та освіту.

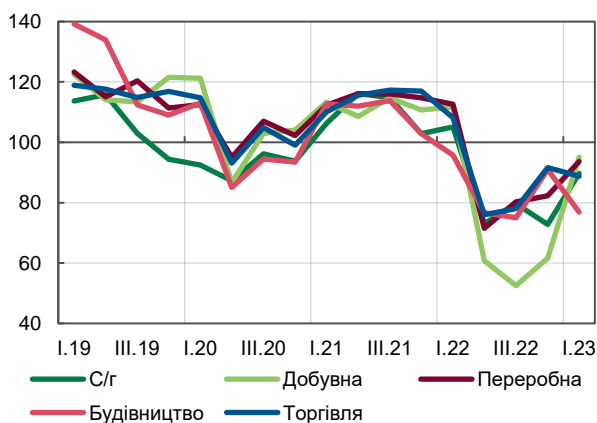
Стрімко зросли капітальні видатки бюджету на відбудову та розвиток інфраструктури, а також оборонні цілі, що зумовило пошвидження інвестицій у I кварталі 2023 року. З'явилися й ознаки пошвидження приватного інвестиційного попиту, зокрема в житлове будівництво, що пов'язано з його відбудовою. Інвестиції як з боку

Графік 2.2.7. Окремі індикатори інвестиційного попиту



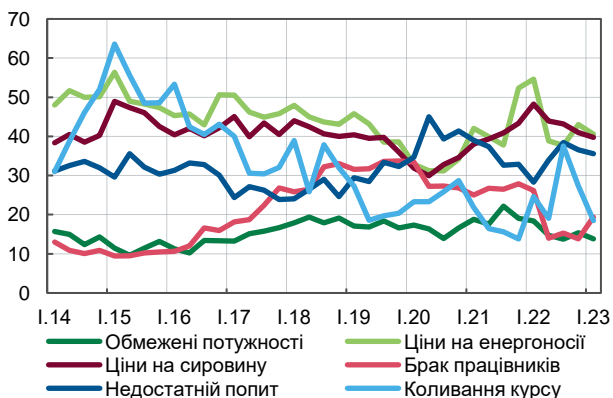
Джерело: ДССУ, ДКСУ, НБУ, Укравтопром.

Графік 2.2.8. ІДО за базовими видами діяльності, %



Джерело: НБУ.

Графік 2.2.9. Оцінка чинників, які стримуватимуть нарощення виробництва в наступні 12 місяців, % відповіді



Джерело: НБУ.

держави, так і приватного сектору в розбудову залізничної та річкової логістики на західному кордоні підтримували нежитлове будівництво. Транспортні підприємства оновлювали автопарки, аграрії та логістичні компанії закуповували вантажний транспорт для вивезення с/г продукції. Розвивалася і її переробка, а енергетичні підприємства інвестували у видобуток енергоресурсів. Однак, загалом інвестиційний попит залишався невисоким. Його зростання стримувалося безпековими ризиками, невизначеністю та складним фінансовим станом підприємств, про що свідчать усе ще негативні очікування щодо інвестицій як у будівництво, так і в обладнання та інвентар у наступні 12 місяців¹².

Пожвавлення зовнішнього попиту на продукцію ГМК, продовження роботи "зернового коридору", хоча й зі складнощами, сприяли сповільненню падіння обсягів експорту в I кварталі 2023 року. Водночас в умовах скорочення вітчизняного виробництва внутрішній попит значною мірою задовольнявся імпортом, тому його падіння було меншим, ніж спад експорту. Це зумовило збереження від'ємного внеску чистого експорту в зміну реального ВВП у I кварталі.

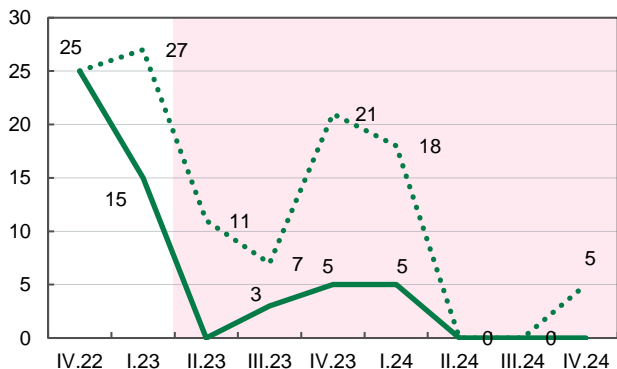
Завдяки швидкому відновленню енергетичної системи економіка у 2023 році повернеться до зростання, проте воно стримуватиметься високими безпековими ризиками

Успішне відновлення енергосистеми дало змогу переглянути припущення щодо її майбутнього стану та суттєво зменшити оцінки дефіциту е/е. За оцінками НБУ, дефіциту в II кварталі не очікується, проте вірогідним є його відновлення з III кварталу 2023 року до I кварталу 2024 року. Так, у літні місяці очікується проведення планових ремонтів на більшості блоків атомної генерації. Обсяги гідрогенерації також зменшаться зі зниженням рівня води, що може послабити маневреність енергосистеми. Натомість збільшиться попит, зокрема через спекотну погоду. У результаті загальних обсягів генерації може бути недостатньо для покриття потреб пікового споживання. Втім, дефіцити будуть переважно локальними та в пікові години споживання, а загальний час відсутності електроенергії буде значно меншим, ніж взимку 2022/23 років. У цьому макропрогнозі припускається дефіцит близько 3–5% впродовж III–IV кварталів 2023 року та в I кварталі 2024 року.

Завдяки поліпшенню ситуації в енергетиці та зростанню обсягів очікуваної міжнародної допомоги, що через бюджет надходить в економіку та стимулюватиме приватне споживання, прогноз зростання реального ВВП у 2023 році поліпшено до 2.0%. Крім того, у 2023 році зберігатиметься додатний внесок державного споживання в зміну реального ВВП. А внесок дефіциту

¹² За опитуванням НБУ щодо ділових очікувань підприємств у I кварталі 2023 року баланс очікувань щодо інвестицій у наступні 12 місяців, хоча й поліпшився, усе ще залишається від'ємним (щодо інвестицій у будівництво -17.8% порівняно із -26.9% у IV кварталі 2022 року, щодо інвестицій в обладнання -10.3% порівняно з -16.6%), що свідчить про переважання частки тих, хто планує скорочувати інвестиції, над часткою тих, хто планує їх збільшувати.

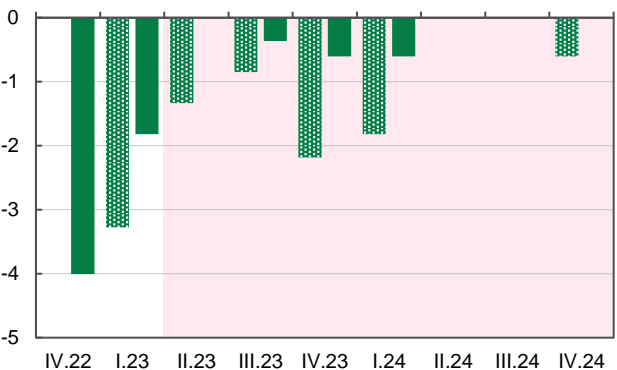
Графік 2.2.10. Припущення щодо дефіциту потужностей в енергосистемі, %



* Пунктирна лінія – припущення в Інфляційному звіті за січень 2023 року.

Джерело: НБУ.

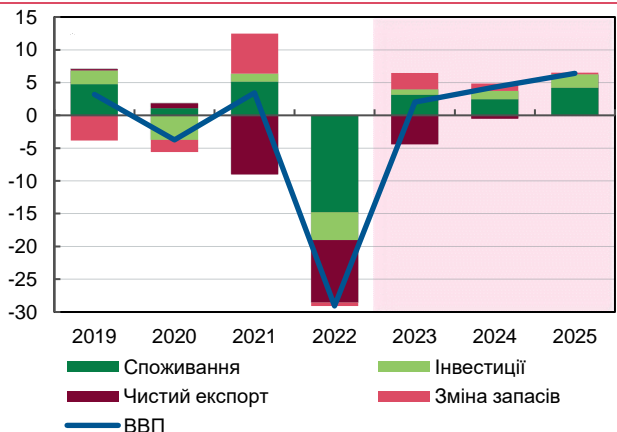
Графік 2.2.11. Вплив дефіциту е/е на реальний ВВП порівняно із сценарієм із відсутністю дефіциту, в. п.



* Заштриховані стовпчики – прогноз в Інфляційному звіті за січень 2023 року.

Джерело: оцінки НБУ.

Графік 2.2.12. Внески категорій кінцевого використання в річну зміну реального ВВП, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

е/е у зміну реального ВВП у 2023 році оцінено у -0.6 в. п. (порівняно із -1.9 в. п. у попередньому прогнозі).

Проте збереження високих безпекових ризиків стримуватиме економічне відновлення, зокрема через пригнічені інвестиційні та споживчі настрої, логістичні обмеження для експорту, а також повільне повернення мігрантів з-за кордону.

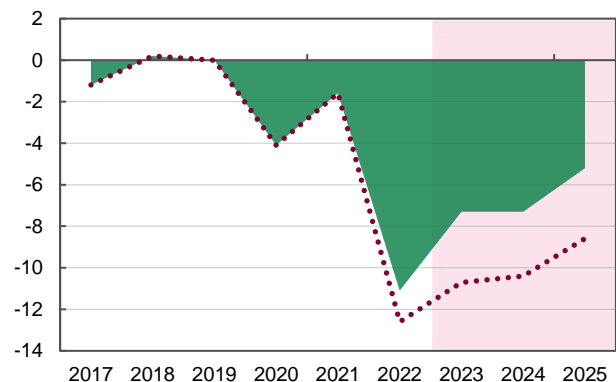
Обмежений доступ до чорноморських портів значно послаблюватиме можливості експортоорієнтованих видів економічної діяльності. Нижчий врожай цього року також знизить потенціал поставок продовольства на зовнішні ринки. Відповідно, експорт продовжить скорочуватися, що посилюватиме фінансові труднощі бізнесу. В умовах нарощування імпорту (переважно енергетичного та продукції машинобудування) це зумовить значний від'ємний внесок чистого експорту в зміну реального ВВП у поточному році.

3 2024 року економічне зростання прискориться завдяки зниженню безпекових ризиків та збереженню значних державних видатків

З огляду на припущення про зниження безпекових ризиків відновлення української економіки пришвидшиться, зокрема завдяки активізації інвестиційної діяльності, збільшенню споживчого попиту та поверненню вимушених мігрантів з-за кордону. Повоєнна відбудова інфраструктури та виробничих потужностей буде потребувати значних інвестицій як з боку приватних компаній, так і держави. Очікується збереження значних державних видатків на капітальні інвестиції до кінця прогнозного періоду, що забезпечуватиме високу роль державного сектору в економіці та залишатиметься вагомим стимулом для її відновлення. Значні інвестиції спрямовуватимуться й на посилення оборонного потенціалу країни. Водночас подальша євроінтеграція сприятиме відновленню припливу зовнішніх приватних інвестицій. З 2024 року інвестиції зростатимуть найвищими темпами серед усіх компонент ВВП.

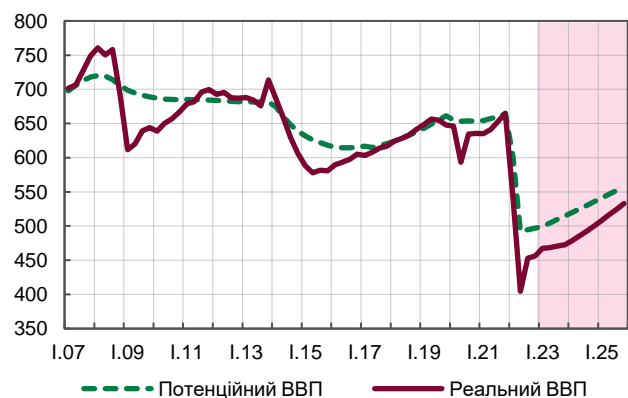
Вагому роль у подальшому зростанні економіки відіграватиме відновлення логістичних ланцюгів для українського експорту насамперед повноцінне відкриття чорноморських портів. Це стимулюватиме інтенсивнішу відбудову виробничих потужностей підприємств металургії та нарощування виробництва в сільському господарстві. Темпи зростання імпорту, на відміну від експорту, уповільняться насамперед завдяки зниженню імпорту послуг за статтею "подорожі", а також збереженню низьких обсягів закупівель енергоресурсів. Останнє пов'язано як із поступовим нарощенням власного видобування, так і зниженням споживання вугілля та газу підприємствами ТКЕ. У результаті від'ємний внесок чистого експорту в зміну реального ВВП поступово скорочуватиметься.

Графік 2.2.13. Розрив ВВП, % потенційного ВВП



Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ.

Графік 2.2.14. Реальний та потенційний ВВП, с/с, у постійних цінах 2016 року



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Від’ємний розрив ВВП зберігатиметься на всьому прогнозованому горизонті через наслідки війни, що гальмуватимуть відновлення сукупного попиту

За час повномасштабної війни економіка зазнала значних втрат: зруйновані та пошкоджені виробничі потужності та інфраструктура, перервані логістичні ланцюги, значний вплив робочої сили за кордон – все це негативно позначилося на потенційному ВВП.

На прогнозованому горизонті він поступово зростатиме за рахунок пристосування економіки до нових реалій, налагодження оптимальних логістичних ланцюгів постачання, повернення мігрантів, а також пришвидшення євроінтеграційних процесів. Водночас таке відновлення буде достатньо повільним і на прогнозованому горизонті потенційний ВВП недолюжить лише близько половини свого падіння через масштабність втрат, недостатньо високі темпи нарощування інвестицій та повільне повернення мігрантів з-за кордону. Проте ситуація може бути суттєво відмінною за реалізації масштабного плану відбудови, що наразі не закладений у базовий сценарій, оскільки триває його деталізація та пошук джерел фінансування.

Унаслідок глибокого падіння економіки розрив ВВП суттєво розширився і ще тривалий час залишатиметься від’ємним. Частина наявних виробничих потужностей навіть після зниження безпекових ризиків ще довго залишатиметься недозавантаженою. Зокрема, доволі повільним може бути повернення українських експортерів на втрачені зовнішні ринки збуту.

Крім того, ще довгий час зберігатимуться труднощі з логістикою, структурні диспропорції на ринку праці, а також значні ризики, що пригнічуватимуть відновлення інвестиційної діяльності та споживчий попит.

Вставка 3. Оцінювання точності макроекономічних прогнозів НБУ

Точність макроекономічних прогнозів важлива для результативного розроблення та реалізації монетарної політики, заякорення інфляційних очікувань, а також формування довіри в учасників ринку до регулятора. Навіть в умовах тимчасового призупинення класичного режиму інфляційного таргетування та браку значної частини офіційної макроекономічної статистики для НБУ залишається важливим регулярний аналіз прогнозів, який допомагає виявити слабкі місця прогнозного інструментарію для подальшого його коригування та удосконалення. Крім того, така практика допомагає визначити ступінь впливу прогнозів НБУ на економічні очікування учасників ринку. Аналіз свідчить, що якість прогнозів НБУ є на рівні або кращою за усереднені прогнози учасників ринку. Здебільшого причиною відхилень прогнозів від фактичних значень є неочікувані для всіх прогнозистів шоки, а також традиційна консервативність, закладених у прогноз сценарних припущень.

Традиційно точність прогнозів оцінюється за чотирма показниками: ІСЦ, ВВП, сальдо поточного рахунку платіжного балансу та обліковою ставкою.

Прогнози НБУ, оприлюднені до лютого 2022 року, передбачали поступове зниження ІСЦ у 2022 році й надалі (див. графік 1). Однак, повномасштабне вторгнення росії призвело до стрімкого зростання інфляції у 2022 році. Подальші прогнози інфляції, незважаючи на високий рівень невизначеності, мали достатньо високу точність, співставну з точністю інших організацій¹³.

Графік 1. Історія прогнозів: ІСЦ (2020–2022 рр.), % р/р



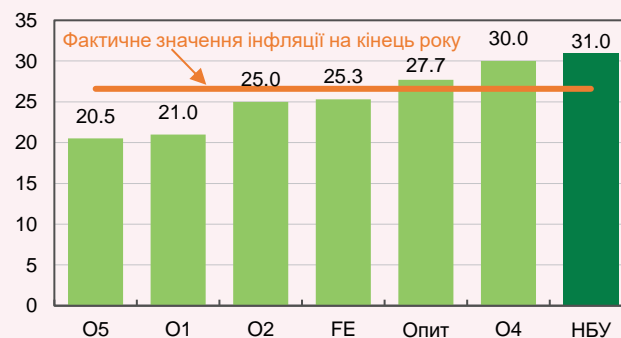
Джерело: розрахунки НБУ

У квітні 2022 року НБУ утримався від публікації макроекономічного прогнозу через безпрецедентний рівень невизначеності щодо подальшого перебігу подій. Однак він був розроблений для внутрішнього користування, а його основні висновки [були опубліковані](#). Очікувалося, що інфляція перевищить 20%, а ВВП впаде на третину, що зважаючи на величезну невизначеність в той момент виявилось доволі близьким до фактичних значень. Із розрахунків рейтингів прогнозів квітневий прогноз виключено з огляду на те, що повноцінної публікації не було. Проте його показники наведено на окремих графіках.

Перший публічний прогноз, що враховував наслідки війни, опублікований у липні 2022 року. Він передбачав, що інфляція продовжить зростати протягом усього року та в грудні сягне 31%. Липневі прогнози інших організацій у цілому були оптимістичнішими (див. графік 2), проте розкид оцінок був більшим, ніж зазвичай. У грудні

2022 року фактичне значення інфляції (26.6%) було нижчим за липневий прогноз, проте вищим, ніж прогнозувала більшість інших організацій. Найвлучнішими виявились консенсусні прогнози. Насамперед далось взяти очікування повернення урядом довоєнного рівня оподаткування пального, що мало б відобразитися й на вартості інших товарів, проте згодом перенесено на середину 2023 року. Ефекти деокупації частини Херсонщини виявились відчутнішими ніж, очікувалося, зокрема через швидке налагодження логістики. У результаті в грудні там була зафіксована дефляція в місячному вимірі, що сприяло гальмуванню інфляції наприкінці року. Тому прогнози НБУ та інших організацій також виявились дещо завищеними (зокрема за рахунок продовольчої інфляції). Вагому роль зіграла швидка стабілізація інфляційних очікувань, зокрема через зменшення обсягів монетизації дефіциту бюджету.

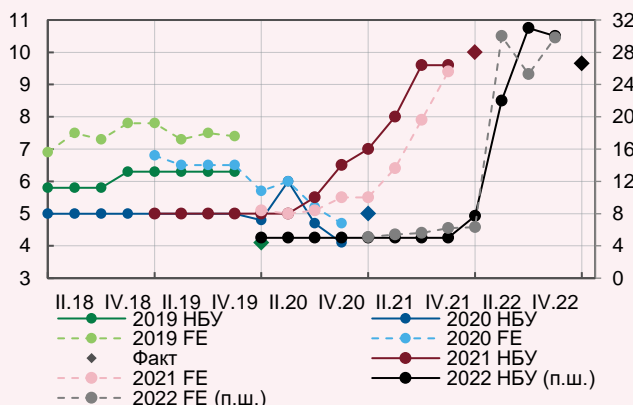
Графік 2. Порівняння прогнозів інфляції на кінець 2022 року, що були зроблені в липні 2022 року, % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

¹³ Для порівняння використано прогнози таких організацій: Міністерство економіки України, Альфа-Банк Україна (Сенс Банк), ICU, Dragon Capital, Райффайзен Банк Аваль, J.P. Morgan, ОТП Банк, Goldman Sachs, МВФ, а також низка консенсус прогнозів. Назви організацій знеособлені та замінені на O1-O8 й цей порядок не відповідає послідовності організацій, зазначених на графіках. Надалі використовуються такі позначення: FE – консенсус прогноз FocusEconomic; CE – консенсус прогноз Consensus Economics; Опит – опитування НБУ фінансових аналітиків.

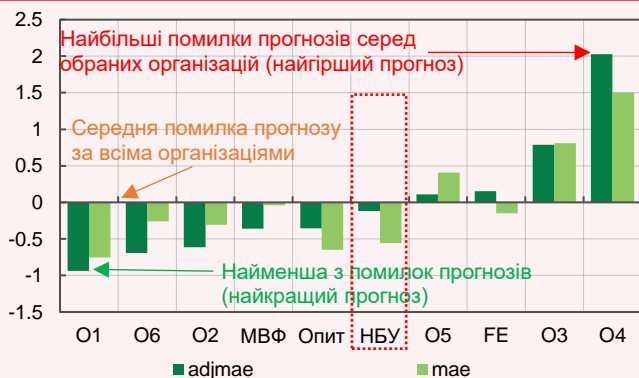
Графік 3. Історія прогнозів: ІСЦ (на 2019–2022 рр.), р/р на кінець року, %



Джерело: розрахунки НБУ.

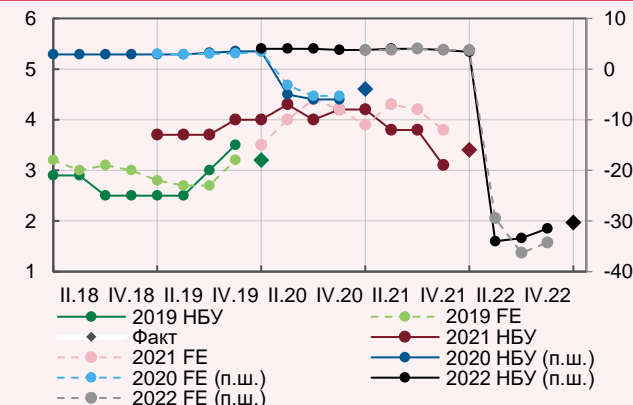
Влучність прогнозів інфляції НБУ на 2016–2022 роки є вищою за середню¹⁴ (див. графік 4), а серед нескоригованих помилок прогнозів ІСЦ – прогнози НБУ були одними з найкращих.

Графік 4. Рейтинг прогнозів: ІСЦ (2016-2022 рр.), р/р на кінець року, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 5. Історія прогнозів: реальний ВВП¹⁵ (2019–2022 рр.), % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

Прогнози НБУ щодо реального ВВП також були досить точними та близькими до консенсусних (див. графік 5).

У 2022 році офіційні прогнози НБУ щодо зміни реального ВВП, оприлюднені після повномасштабного вторгнення росії, досить близькі до фактичних значень та дещо оптимістичніші, ніж консенсусні. Короткострокове прогнозування ВВП традиційними методами та моделями було ускладненим не лише структурними змінами, спричиненими наслідками війни, а й браком значної кількості статистичних даних від ДССУ. Водночас використання альтернативних підходів (детальніше – у вставці до ["Інфляційного звіту" за липень 2022 року](#) на стор. 25, 26), підкріплених експертизою НБУ, дали змогу отримати достатньо високу точність короткострокових прогнозів економічної активності, попри безпрецедентну невизначеність.

Коронакриза 2020 року та повномасштабна війна у 2022 році зумовили розширення діапазону розкиду прогнозів ВВП та відповідно їх помилок. Точність прогнозу НБУ щодо ВВП залишається середньою з-поміж прогнозів усіх охоплених організацій як за скоригованими, так і не скоригованими помилками (див. графік 6).

Графік 6. Рейтинг прогнозів: реальний ВВП (2016–2022 рр.), % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

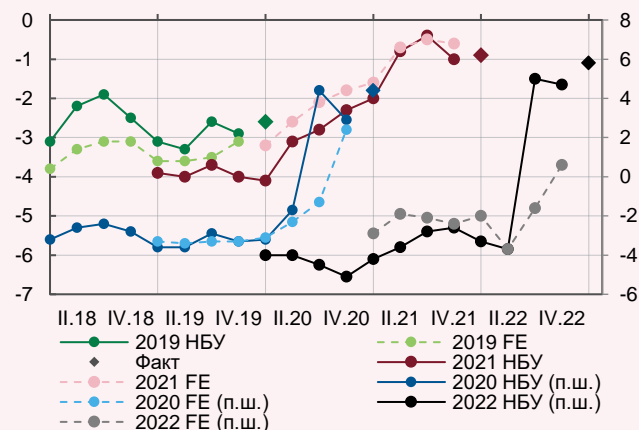
Прогнози поточного рахунку ПБ були дуже волатильними, ураховуючи сильну вразливість української економіки до зовнішніх та внутрішніх шоків (графік 7). Коронакриза та повномасштабна війна з рф зумовили суттєве підвищення рівня невизначеності в останні роки, що відобразилося на значних коригуваннях прогнозів платіжного балансу.

У 2022 році більший фактичний профіцит поточного рахунку порівняно з останніми прогнозами НБУ зумовлений більшими надходженнями грантової допомоги від міжнародних партнерів. Офіційні прогнози НБУ, випущені після повномасштабного вторгнення росії, є досить близькими до факту і точнішими за консенсусні.

¹⁴ Рейтинг розроблявся на підставі середніх абсолютних помилок прогнозу (MAE) та їх значень, скоригованих на тривалість періоду прогнозування (adjusted MAE). Чим більший період прогнозування, тим менший ваговий коефіцієнт, таким чином більша вага надається короткостроковому прогнозу (див. детальніше у [ІЗ за квітень 2020 року](#)). Нульові значення на графіках означають, що помилки прогнозу конкретної організації відповідають середнім помилкам прогнозу всіх організацій, додатні значення – середні помилки прогнозу конкретної організації більші, ніж середній рівень помилок усіх прогнозів, від'ємні – нижчі. Для уникнення значних викривлень результатів порівняння прогнозів було змінено методологію оцінки якості прогнозів на 2022 рік. Зокрема з аналізу вилучені прогнози, опубліковані до початку повномасштабного вторгнення росії.

¹⁵ Фактичні значення, зазначені на графіках, відображають першу офіційну оцінку, яка може не враховувати подальших коригувань або уточнень.

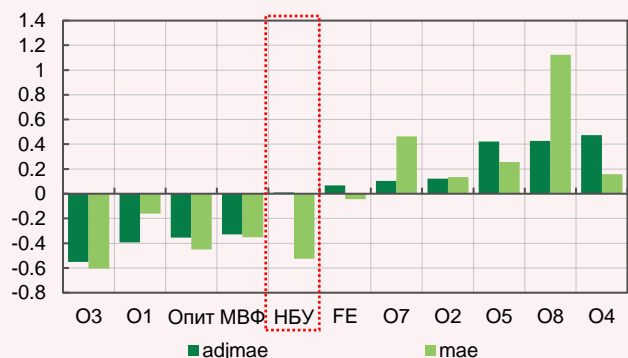
Графік 7. Історія прогнозів: сальдо поточного рахунку (2019–2022 рр.), % ВВП



Джерело: розрахунки НБУ.

Точність прогнозу НБУ щодо сальдо поточного рахунку на 2016–2022 роки є близькою до консенсусних та середньою з-поміж інших організацій (див. графік 8). Помилки прогнозів НБУ без урахування часового ефекту є одними з найменших порівняно з іншими організаціями.

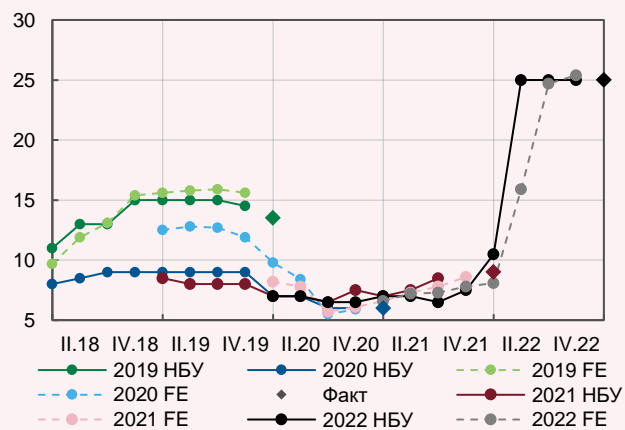
Графік 8. Рейтинг прогнозів: сальдо поточного рахунку (2016–2022 рр.), %



Джерело: розрахунки НБУ.

Точність прогнозів НБУ щодо облікової ставки є традиційно вищою, ніж у інших учасників ринку (див. графік 9).

Графік 9. Історія прогнозів: ключова ставка (2019–2022 рр.), на кінець року, %

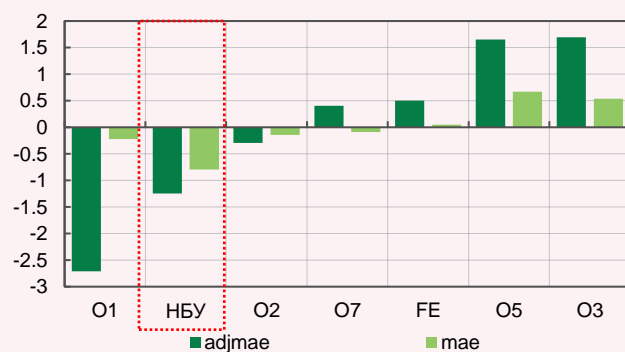


Джерело: розрахунки НБУ.

З початком повномасштабного вторгнення рф НБУ переносив рішення щодо зміни облікової ставки (утримуючи її на рівні 10%), ураховуючи високий рівень невизначеності та низьку ефективність трансмісійного механізму в умовах психологічного шоку економічних агентів. Після повернення до активної процентної політики в червні 2022 року та оголошення наміру утримувати облікову ставку на рівні 25% протягом довгого періоду часу прогнози інших організацій щодо ставки швидко досягли оголошених показників. Це значною мірою свідчило про довіру до дій НБУ в кризовий період.

Точність прогнозів НБУ щодо облікової ставки є традиційно вищою, ніж в більшості інших учасників ринку (див. графік 10).

Графік 10. Рейтинг прогнозів: ключова ставка на кінець року (2016–2022 рр.), %



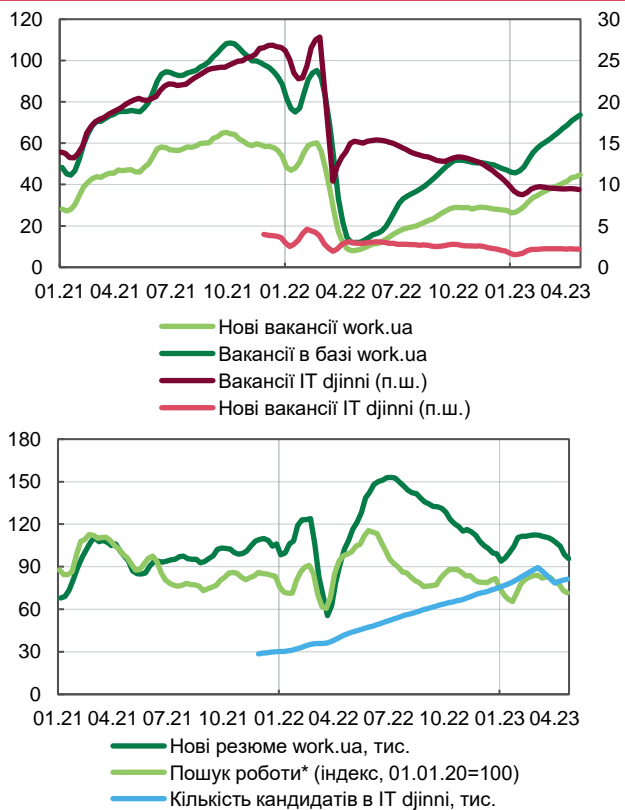
Джерело: розрахунки НБУ.

Незважаючи на безпрецедентну невизначеність у 2022 році, зумовлену повномасштабним вторгненням росії, помилки прогнозу НБУ щодо основних макроекономічних показників були порівняно незначні.

2.3. Ринок праці та доходи домогосподарств

- З початку 2023 року триває поступове відновлення ринку праці, однак цей процес поки нестійкий. Безробіття усе ще залишається високим, а фінансовий стан домогосподарств – складним.
- На прогнозованому горизонті зайнятість та зарплати поступово зростатимуть разом з активізацією економічної діяльності. Проте, диспропорції на ринку праці зберігатимуться, тому безробіття залишатиметься вищим за довоєнний рівень, а зростання реальних зарплат буде переважно стриманим, але нерівномірним за секторами та регіонами.

Графік 2.3.1. Попит та пропозиція робочої сили, чотирирична плинна



* Уключає запити про пошук роботи українською і російською мовами.

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

З початку 2023 року ситуація на ринку праці поліпшується. Однак, безробіття залишається високим та набуває ознак структурного

Пожавлення економічної активності завдяки поліпшенню ситуації в енергетиці та сезонній активізації діяльності підтримало і ринок праці в I кварталі 2023 року. Хоча на початку кварталу через перебої з енергопостачанням ситуація очікувано залишалася складною, у другій половині кварталу на сайтах пошуку роботи поновилося зростання кількості резюме та вакансій¹⁶. При цьому кількість вакансій зростала швидше.

Проте, регіональні та професійні диспропорції поглибилися порівняно з часом до повномасштабного вторгнення, що стримує подальше відновлення зайнятості¹⁷. Так, навантаження на одну вакансію зросло та суттєво різниться між регіонами та професіями. Це пояснюється як змінами в структурі економіки через наслідки війни, так і значною кількістю переселенців¹⁸ та може свідчити про посилення ознак структурного безробіття¹⁹. Так, однією з причин структурного безробіття є складнощі з переїздом потенційних працівників у регіон, де наявна робота за їхньою спеціальністю. В Україні наразі спостерігається аналогічна за змістом, проте формально зворотна ситуація – значна кількість ВПО змушена перебраться в регіони, де обмежена пропозиція роботи за їхньою спеціальністю. Це одна з причин того, що серед ВПО як вища частка тих, хто втратив роботу після повномасштабного вторгнення, так і тих, хто досі не має роботи. Однак, навіть серед тих, хто повернувся на попереднє місце проживання, значна частина не може знайти роботу²⁰.

¹⁶ Станом на кінець березня 2023 року кількість вакансій на сайті work.ua відновилися майже до 80% від середнього показника у 2021 році, а кількість резюме – перевищує середній рівень 2021 року на близько 10%. Водночас дані на сайтах пошуку роботи за різні періоди треба порівнювати з обережністю через невизначений стан актуальності резюме та вакансій, періодичності та глибини перегляду баз даних.

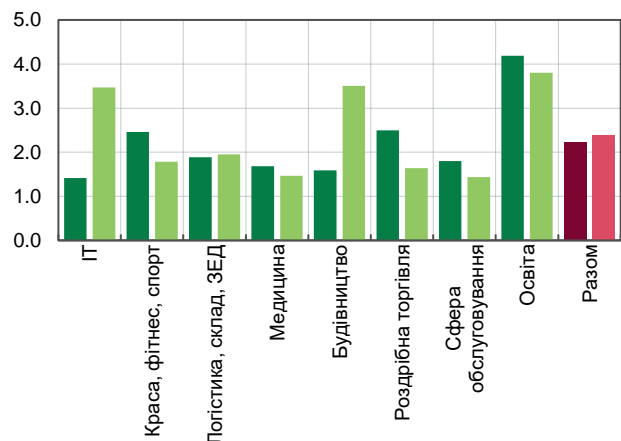
¹⁷ За опитуванням групи "Рейтинг", частка тих, хто мав роботу до повномасштабного вторгнення, втратив її і досі не знайшов нової, практично незмінна з червня 2022 року та в лютому 2023 року становила 36%. Серед ВПО не працює 51%.

¹⁸ За оцінкою МОМ, станом наприкінці січня 2023 року було близько 5.4 млн ВПО. За даними Міністерства соціальної політики України, кількість зареєстрованих ВПО становить 4.9 млн, що включає ВПО, які отримали цей статус як починаючи з 2014 року, так і тих, хто був змушений покинути місце постійного проживання після 24 лютого 2022 року.

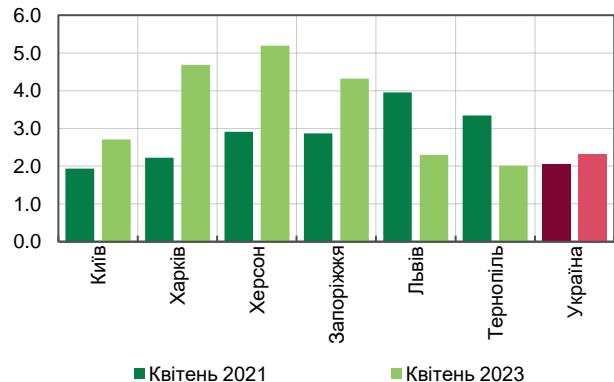
¹⁹ За визначенням, структурне безробіття спричинене структурними змінами в економіці та полягає у тому, що працівники не мають необхідних професійних або кваліфікаційних навичок чи навпаки мають їх у надлишку в тому регіоні, де вони мешкають, чи виді діяльності. Тобто є значна невідповідність між тим, що потрібно працедавцям, і тим, що можуть запропонувати працівники. Зниження структурного безробіття доволі довготривалий процес, для чого потрібні порівняно масштабні заходи, навіть реформування системи освіти.

²⁰ За даними першого раунду опитування Оцінки умов повернення (ОУП), проведеного у січні-лютому 2023 року, до своїх постійних місць проживання повернулися 5.6 млн переселенців, з них 20% повернулися з-за кордону. Найбільша частка повернень – у Київській області. Біля 15% ВПО повернулись у дуже складні умови, основні проблеми – безробіття та руйнування житла. Зокрема, частина тих, хто повернувся, мешкають у населених пунктах, де вкрай мало або немає мешканців, а також ті, які, шукаючи роботу, не можуть знайти належні варіанти працевлаштування.

Графік 2.3.2. Кількість претендентів на одну вакансію, осіб за окремими спеціальностями

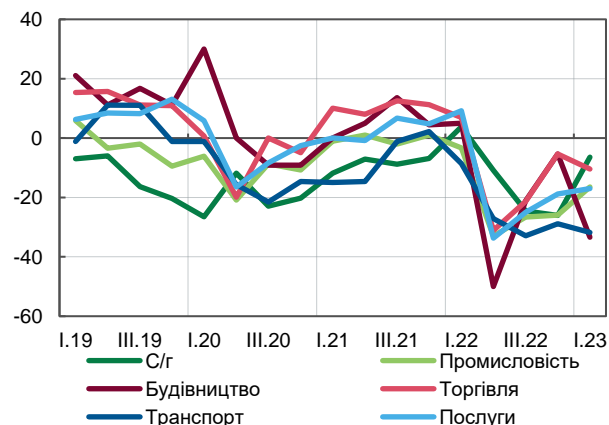


за окремими регіонами



Джерело: work.ua, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.3. Очікування щодо зміни кількості працівників у наступні 12 міс. за видами діяльності (баланс відповідей), %



Джерело: НБУ.

Попри поліпшення на ринку праці, приватний сектор усе ще залишається обережним в оцінках щодо збільшення кількості працівників та зарплат. Так, за даними опитування щодо ділових очікувань підприємств, у I кварталі 2023 року підприємства і надалі очікували скорочення кількості працівників, хоча частка тих, хто прогнозував скорочення персоналу, поступово зменшується. Водночас значна частка респондентів очікує зростання витрат на оплату праці одного найманого працівника²¹. Крім збільшення оплати праці у зв'язку з інфляційними процесами, це може означати, що частина бізнесів підвищуватиме зарплати, побоюючись втрати персоналу (передусім кваліфікованого). Схожі результати мають і інші опитування – триває скорочення працівників та збільшення складнощів з пошуком нового персоналу²². Це також може свідчити про дефіцит окремих спеціальностей, незважаючи на високий рівень безробіття.

Тож, попри поживлення ринку праці, відновлення зайнятості у I кварталі 2023 року пригальмувало. Загалом у I кварталі 2023 року рівень безробіття оцінено в близько 20%. Розбудова альтернативних методів оцінки стану ринку праці в умовах браку відповідної офіційної статистики під час дії режиму воєнного стану, дала змогу поліпшити оцінку рівня безробіття в Україні у 2022 році (детальніше – у вставці "Ринок праці в Україні під час війни" на стор. 31) порівняно із оцінками, опублікованими в січневому прогнозі.

На прогнозованому горизонті за умови відсутності значних шоків триватиме відновлення ринку праці. Рівень безробіття поступово знижуватиметься завдяки активізації економічної діяльності, проте залишатиметься високим. Передусім це буде пов'язано із вірогідним збереженням значних кваліфікаційних та регіональних диспропорцій на ринку праці, а також поверненням мігрантів з-за кордону, що за інших рівних умов збільшить пропозицію робочої сили.

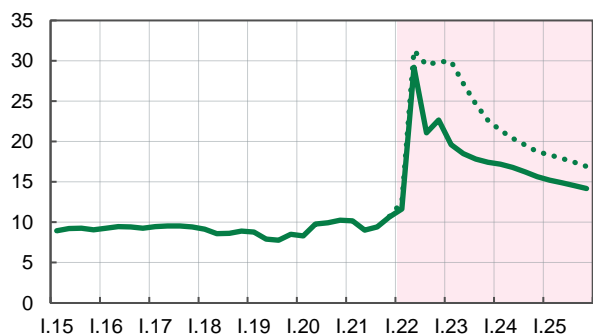
Зовнішня міграція тривала, проте меншими темпами, ніж очікувалося. Зі зменшенням безпекових ризиків мігранти поступово повертатимуться, утім значна їх кількість залишатиметься за кордоном

У I кварталі 2023 року, за оцінками ООН, тривало збільшення кількості мігрантів поза межами України: виїхало на 0.6 млн українців більше, ніж повернулося. Загальна кількість українців, що залишаються у Європі, на кінець кварталу становила 8.6 млн осіб, з яких 5 млн мають статус тимчасового захисту в ЄС. Подальше збільшення кількості мігрантів відповідало очікуванням НБУ, проте сповільнення міграційних процесів виявилось швидшим, ніж очікувалося в січневому прогнозі. Вагомою причиною зростання виїздів, особливо на початку

²¹ Скорочення кількості працівників у наступні 12 місяців у I кварталі 2023 року та IV кварталах 2022 року відповідно очікували 25.4% та 29% респондентів, без змін – 65.5% та 62%, збільшення 9% та 8.9%, зростання витрат на оплату праці очікували відповідно 39.9% та 44.9%, зниження – 4.6% та 6%, без змін – 55.5% та 49.1%.

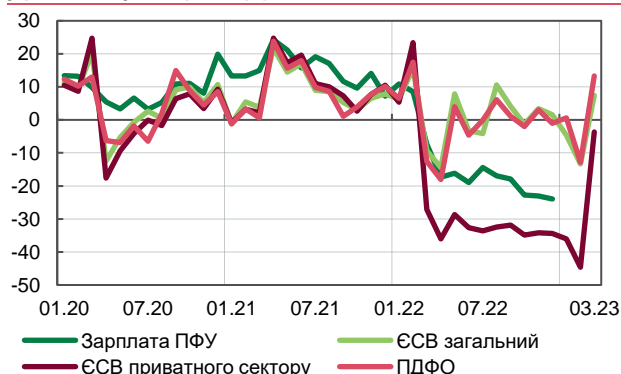
²² За даними опитування компаній від ІЕД, у січні-лютому 2023 року, як і у 2022 році, більше опитаних підприємств звільняли працівників аніж наймали нових. Водночас, усе більша частка опитаних зауважують, що пошук нових працівників, як кваліфікованих так і некваліфікованих стає все складнішим та що вони планують збільшення найму в наступні шість місяців.

Графік 2.3.4. Рівень безробіття за МОП*, с/с, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.5. Непрямі показники для оцінки доходів населення у реальному вимірі*, % р/р



* Дефльовано на ІСЦ.

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

Джерело: ПФУ, ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.6. Зміна підходів до управління персоналом внаслідок дефіциту електроенергії, % відповідей



Джерело: НБУ.

кварталу, був складний опалювальний сезон. Водночас швидка нормалізація ситуації в енергетиці, а також успішна адаптація українських домогосподарств до перебоїв з енергопостачанням зумовили збільшення повернень. Це та швидше, ніж раніше прогнозувалося, відновлення економіки дали змогу дещо поліпшити оцінку сальдо міграції на кінець 2023 року. Проте, значна частина мігрантів усе ще не планує повернутися, а строки повернення залишаються вкрай невизначеними через збереження високих безпекових ризиків²³.

Подальша адаптація українців за кордоном може суттєво стримати їх повернення. Так, зростає частка українських мігрантів, для яких основним джерелом доходів є зарплата та які винаймають житло в країні перебування²⁴. Водночас частка українців, які працюють за кордоном, різниться за країнами: лідером є Польща, де працює вже близько 0.9 млн українських мігрантів, що становить більшість з тих, хто бажав знайти роботу.

Зі зменшенням безпекових ризиків повернення мігрантів з-за кордону пришвидшиться, що поступово поліпшить ситуацію з наявністю робочої сили. Водночас може активізуватися і зворотний рух, зокрема з метою об'єднання родин чи пошуку роботи за межами України.

Фінансовий стан домогосподарств залишався складним. Надалі доходи населення поступово зростатимуть разом з активізацією економічної діяльності

За оцінкою ДССУ, у 2022 році²⁵ середня номінальна зарплата зросла на 5.9% (реальна – скоротилася на 11.8%), що краще за попередні оцінки НБУ. Зростання зарплат відбувалося насамперед завдяки бюджетному сектору, зокрема через підвищення оплати праці медиків на початку 2022 року, в секторі держуправління та оборони, а також в ІТ та фінансовій і страховій діяльності. Натомість у виробничих секторах та секторах послуг номінальні зарплати знизилися.

Непрямі оцінки свідчать, що в І кварталі 2023 року фінансовий стан домогосподарств залишався складним, хоча його підтримало збільшення пенсій у середньому на 19.7% з березня 2023 року.

Вагомим чинником зменшення доходів у І кварталі 2023 року стало скорочення економічної активності через дефіцит електроенергії на початку кварталу. За опитуванням НБУ²⁶, через перебої з енергопостачанням підприємства у І кварталі 2023 року оптимізували витрати, у тому числі на персонал, як через скорочення

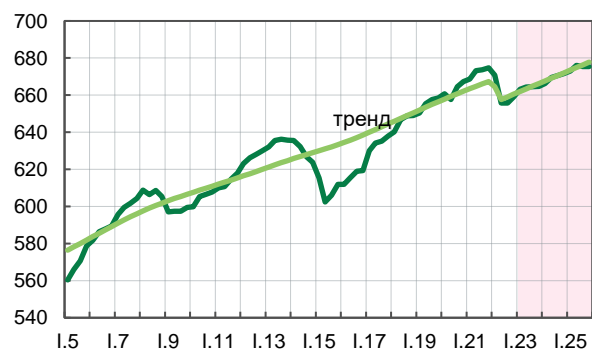
²³ За опитуванням ООН, частка мігрантів, які планують повернутися, зменшилася з 78% (у серпні-вересні 2022 року) до 66% у грудні 2022 року – січні 2023 року, у той час як невизначеність щодо повернення зросла (з 10% до 19%), як і частка тих, хто не планує повернутися взагалі (з 4% до 5%). 94% опитаних назвали проблеми з безпекою у їхньому місці проживання в Україні як перепону до повернення.

²⁴ За опитуванням ООН, частка мігрантів, які працюють, зросла з 32% (у серпні-вересні 2022 року) до 40% (у грудні 2022 року – січні 2023 року), навчаються професії – з 2% до 11%, у результаті частка безробітних скоротилася з 33% до 19%. Натомість частка економічно неактивних (доглядає за дітьми або пенсіонери) залишалася практично незмінною. Частка тих, хто орендує житло, збільшилася з 27% до 45%.

²⁵ ДССУ оцінив показник зарплат у 2022 році (на підставі даних щодо юридичних осіб з кількістю найманих працівників 10 і більше осіб) з урахуванням рівня подання звітності та інформації з адміністративних джерел. Інформацію буде уточнено після закінчення воєнного стану.

²⁶ Додаткові питання до щоквартального опитування щодо ділових очікувань підприємств, яке проводить НБУ. Опитування проведене з 30 січня по 28 лютого 2023 року, участь узяли 644 підприємства у 21 регіоні України.

Графік 2.3.7. Реальна зарплата, рівень (логарифми)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

працівників, так і їх зарплат, у тому числі відповідно до фактично відпрацьованого робочого часу. Натомість частина бізнесів підтримували своїх працівників у негрошовій формі, зокрема, відкрили "Пункти незламності" у своїх офісах для роботи чи відпочинку співробітників.

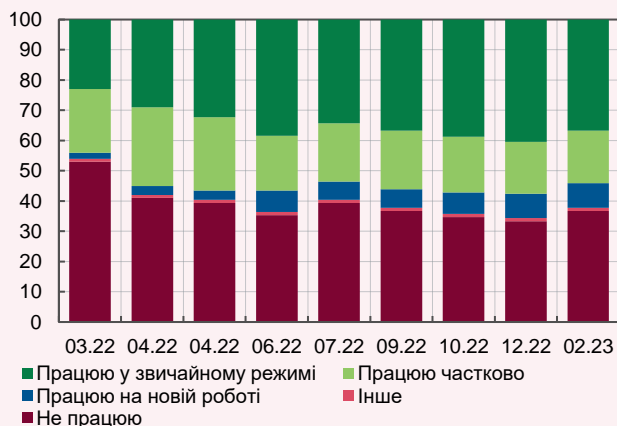
Загалом після падіння в попередньому році у 2023 році очікується відновлення зростання реальних заробітних плат. Їх все ще стримуватиме високоінфляційне середовище, тоді як номінальні зарплати зростатимуть щороку двозначними темпами. У поточному році цьому сприятимуть подальша адаптація реального сектору до роботи в умовах високих ризиків та досить м'яка фіскальна політика. Надалі основним чинником стане збільшення попиту на робочу силу в умовах прискорення економічного зростання. Після повноцінного відкриття кордонів значній частині бізнесів доведеться конкурувати за робітників у тому числі і з закордонними роботодавцями, що стане вагомим чинником для подальшого зростання заробітних плат. У зв'язку з цим очікується зростання різниці в зарплатах для мобільної та маломобільної робочої сили.

Вставка 4. Ринок праці в Україні під час повномасштабної війни

З початку повномасштабного вторгнення значна частина українців втратила роботу. Водночас в умовах браку офіційної статистики оцінка впливу війни на ринок праці як загалом, так і в розрізі окремих категорій населення та регіонів ускладнена та потребує додаткових методів досліджень, зокрема, з використанням альтернативних джерел інформації. Такими стали дані та результати опитувань, що дало змогу уточнити оцінку безробіття у 2022 році. На їх підставі середній рівень безробіття у 2022 році оцінено від 19% до 23%. Крім того, було підтверджено поліпшення рівня безробіття у другому півріччі 2022 року.

До повномасштабного вторгнення росії основним джерелом даних щодо стану ринку праці була офіційна статистика ДССУ, сформована за результатами вибіркового обстеження населення з питань економічної активності (так зване обстеження робочої сили)²⁷. На час дії воєнного стану проведення обстежень призупинене, тож оцінки зайнятості та безробіття в Україні вимагають використання альтернативних джерел даних. Ними насамперед можуть стати різноманітні опитування.

Графік 1. Поточний статус зайнятості тих, хто мав роботу до 24.02.2022, % відповідей



Джерело: Рейтинг.

Так, за даними [загальнонаціональних опитувань групи "Рейтинг"](#), до повномасштабної війни мали роботу 65% опитаних, 12% не мали роботи, ще 23% відносилось до економічно неактивного населення (пенсіонери та інші відповідні категорії). Ці показники досить близькі до офіційної статистики ДССУ (так, у IV кварталі 2021 року рівень безробіття становив 10.2%²⁸). Це дає змогу

використати результати цього опитування для оцінки рівня безробіття у 2022 році, зокрема, відповіді домогосподарств на питання щодо поточного статусу зайнятості. Так, на початку повномасштабного вторгнення стрімко зростає частка тих, хто втратив роботу. У подальшому відновлення економічної активності та ринку праці зумовило збільшення частки тих, хто повернувся до своєї роботи або знайшов нову. Отже, за оцінками НБУ на підставі результатів цих опитувань²⁹, середній рівень безробіття у 2022 році становив близько 23%.

Ще одним джерелом репрезентативних даних щодо стану ринку праці у 2022 році стали результати опитувань InfoSapiens³⁰, зокрема детальні соціально-економічні характеристики учасників опитування. З метою оцінки рівня безробіття виділено ту частину респондентів, які належать до робочої сили (розділені на працюючих і безробітних)³¹. Розрахунки за даними цього опитування у 2021 році теж мають певні відмінності від даних ДССУ. Зокрема, вони зроблені для відповідного місяця проведення опитування, тоді як ДССУ оприлюднює середнє значення за квартал, що може мати певний вплив з урахуванням значної сезонності ринку праці. Додатково внаслідок повномасштабної війни структура населення України суттєво змінилася, зокрема, через значну кількість внутрішніх та зовнішніх мігрантів. Згідно з оцінками на підставі даних цих опитувань, рівень безробіття зріс із 9% у грудні 2021 року до 25% у травні 2022 року³², а в подальшому поступово знижувався до 16% у грудні 2022 року³³.

На підставі цих даних і з застосуванням probit-моделей³⁴ було оцінено імовірність набуття статусу безробітного

²⁷ За методологією МОП ДССУ щомісяця опитувала близько 16 тис. домогосподарств. Ці дані дали змогу з високою точністю робити не лише агреговані оцінки кількості робочої сили, зайнятості та безробіття, а й більш детальні за віком, статтю, регіоном, а також проводити міжнародні порівняння. На час дії воєнного стану проведення опитувань зупинене.

²⁸ Відмінність можна пояснити різною вибіркою: в опитуванні – особи віком 18+, в обстеженні робочої сили ДССУ – населення віком 15+.

²⁹ Дані опитувань були скориговані на міграційні процеси на підставі [результатів опитування мігрантів ЦЕС](#). Крім того, були здійснені припущення щодо переходу частини тих, хто втратив роботу, до економічно неактивного населення.

³⁰ Опитування щоквартально проводиться за замовленням НБУ з 2021 року та присвячене вивченню фінансового стану домогосподарств. Під час дослідження опитують 1000 осіб віком 16+. Структура вибірки відповідає структурі населення за такими параметрами, як стать, вік, розмір населеного пункту і регіон відповідно до останніх наявних даних ДССУ до повномасштабного вторгнення.

³¹ До робочої сили зараховано такі відповіді на запитання про поточну зайнятість: працює за наймом; самозайнятий; зареєстрований приватний підприємець; тимчасово не працюю, але шукаю роботу; інше. Додавання останньої категорії базується на таких припущеннях: якщо респондент обирає "Інше" за можливості обрати відповідь "Не працюю", то він має роботу, проте такий варіант вірогідно обрано через роботу у неформальному секторі або на тимчасовій основі. До безробітних віднесено лише відповіді "Тимчасово не працюю, але шукаю роботу".

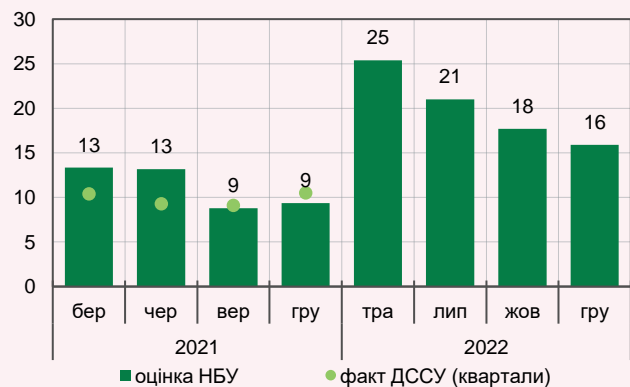
³² Перше опитування після повномасштабного вторгнення.

³³ З лютого 2022 року значно зростає частка відповідей "Веду домашнє господарство". За методологією МОП такі респонденти зараховуються до категорії економічно неактивного населення. Такий приріст відбувся значною мірою за рахунок людей без вищої освіти, які проживають поза великими містами. Вірогідно, це відбулося унаслідок суттєвого звуження можливостей для пошуку роботи для тих, хто втратив роботу, проте не має можливості знайти нову в умовах війни без переїзду в інші регіони. Якщо цю частину населення враховувати як потенційну робочу силу, то рівень безробіття у травні 2022 року становив би 28%, у грудні – 19%.

³⁴ Залежною змінною моделі є статус безробітного для респондента, а незалежні змінні: стать, вік (як квадратична функція), наявність боргів та додаткових джерел фінансування (переказів з-за кордону), наявність вищої освіти, проживання у великому місті, проживання у селі, період

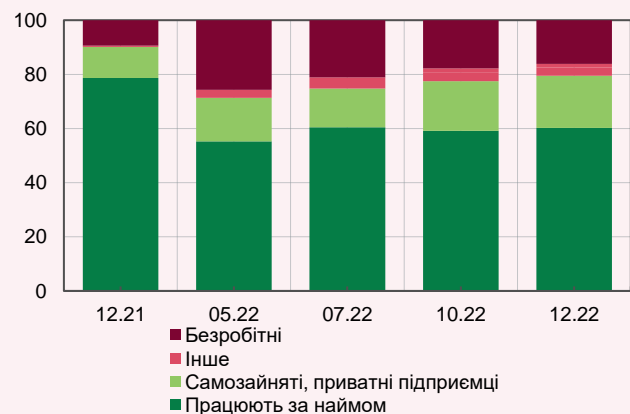
залежно від соціально-демографічних характеристик. Найважливішими з них за результатами розрахунків виявилися вік, місце проживання, рівень освіти та макрорегіон проживання. Оцінки впливу цих змінних є статистично значимими, а напрями впливу відповідають теоретичним положенням щодо розвитку ринку праці.

Графік 2. Оцінка рівня безробіття у 2021 та 2022 роках згідно з даними InfoSapiens, % робочої сили



Джерело: ДССУ, InfoSapiens, оцінки НБУ.

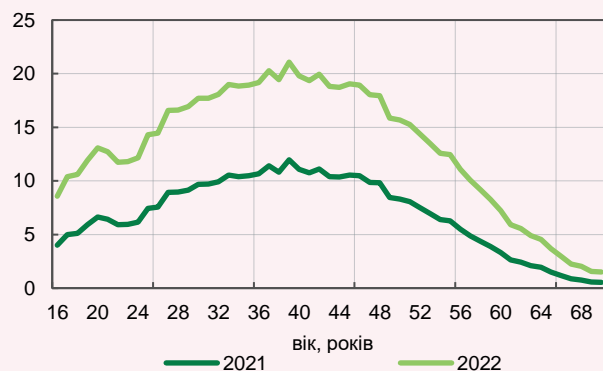
Графік 3. Структура робочої сили в грудні 2021 року та 2022 році, % робочої сили



Джерело: InfoSapiens, оцінки НБУ.

Прямий ефект повномасштабного вторгнення – збільшення імовірності стати безробітним на 9 в. п. у травні 2022 порівняно з груднем 2021 року³⁵. Зростання рівня безробіття внаслідок війни було не рівномірним та залежало зокрема від близькості до лінії зіткнення³⁶, що зумовило поглиблення відмінностей між регіонами. Так, хоча ймовірність стати безробітним зросла в усіх регіонах, перебування на сході та півдні України зумовили вищі оцінки на 27 в. п. та 13 в. п. відповідно в травні 2022 року порівняно з груднем 2021 року. А для північних і центральних областей така ймовірність була лише на 7.6 в. п. та 4.6 в. п. вищою відповідно.

Графік 4. Імовірність стати безробітним у залежності від віку за усіх інших рівних умов у 2021 та 2022 роках, %



Джерело: InfoSapiens, оцінки НБУ.

Таблиця 1. Імовірність набуття статусу безробітної (-го) для осіб у віці 36-40 років, %³⁷

	До 24.02.2022				Після повномасштабного вторгнення			
	жінки		чоловіки		жінки		чоловіки	
	без вищої освіти	з вищою освітою	без вищої освіти	з вищою освітою	без вищої освіти	з вищою освітою	без вищої освіти	з вищою освітою
Захід	13.8	6.5	13.4	6.2	24.2	13.0	23.6	12.6
Київ	15.2	7.2	14.7	7.0	26.0	14.3	25.4	13.8
Південь	17.1	8.5	16.6	8.1	28.7	16.1	28.1	15.7
Північ	12.1	5.5	11.4	5.3	21.6	11.3	21.1	10.9
Схід	23.4	12.5	22.9	12.1	36.9	22.3	36.0	21.8
Центр	12.1	5.5	11.7	5.3	21.6	11.4	21.2	11.0

Джерело: InfoSapiens, оцінки НБУ.

Звільнення територій мало безпосередній і відчутний вплив на зниження імовірності стати безробітним в усіх регіонах. Північні регіони вирівнялися за середньою ймовірністю безробіття із базовими для порівняння регіонами (м. Київ та захід країни) уже у наступному періоді спостереження (липень 2022 року). На сході і півдні України ця різниця зменшувалася, проте лишилася значимою до кінця року. Відмінності у ймовірностях для заходу України та м. Києва були статистично незначимими впродовж усього 2022 року. Це може пояснюватися як більшою кількістю вакансій у столиці, більшою часткою тих, хто виїхав за кордон, у населенні регіону порівняно з іншими регіонами та тим, що немає активних бойових зіткнень (окрім ракетних ударів) у цих регіонах на час опитувань.

Альтернативні оцінки рівня безробіття не лише підтвердили значне підвищення рівня безробіття в Україні після повномасштабного вторгнення, а й позитивну динаміку на ринку праці в другому півріччі. Крім того, наведені оцінки свідчать про важливість регіонального підходу в аналізі ситуації на ринку праці та врахування стате-вікової структури населення. Тож, навіть після поновлення обстежень робочої сили ДССУ, запропоновані методи досліджень на основі альтернативних джерел інформації можуть залишитися корисним джерелом даних, зокрема, для оперативної оцінки стану ринку праці.

повномасштабної війни (весь 2022 рік або конкретний місяць 2022 року залежно від специфікації моделі) та регіон проживання (північ, центр, схід, південь, захід, м. Київ).

³⁵ Тут і далі, якщо не вказано інше, наведені порівняння з груднем 2021 року, оскільки це останні наявні дані перед повномасштабним вторгненням. Обмежений ряд даних не дав змоги врахувати сезонність, яка могла мати вплив на результати.

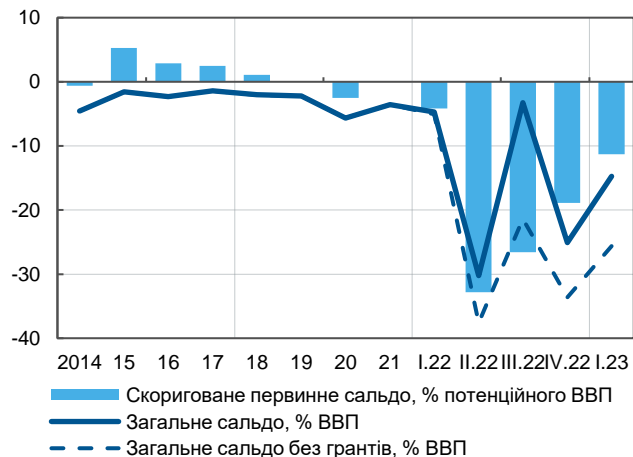
³⁶ Базою для порівняння обрано м. Київ. Також ефекти війни для заходу статистично значимо не відрізняються від ефектів для м. Києва.

³⁷ Регіони з найсильнішим зростанням безробіття – схід та південь України. Це також регіони, з яких вірогідно виїхала найбільша частка населення, що могло вплинути на структуру вибірки та дещо змістити оцінки.

2.4. Фіскальний сектор

- Фіскальна політика очікувано залишається м'якою. Дефіцит зведеного бюджету в поточному році розшириться насамперед через значні потреби для забезпечення обороноздатності країни. Ураховуючи зниження безпекових ризиків він поступово скорочуватиметься, але залишатиметься істотним через потребу підтримки економічного відновлення.
- Міжнародна допомога передбачувано відіграє ключову роль у фінансуванні бюджетних потреб, хоча на прогнозованому горизонті вона поступово зменшуватиметься. Водночас зростатиме вагомість внутрішніх запозичень.
- Відношення боргу до ВВП буде високим на всьому прогнозованому горизонті через значні бюджетні дефіцити.

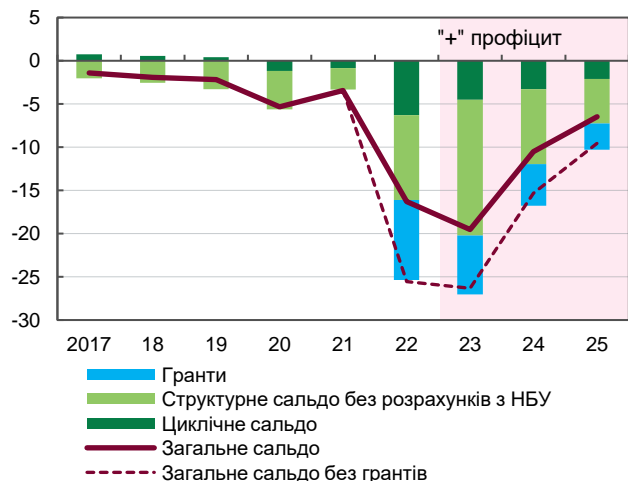
Графік 2.4.1. Сальдо СЗДУ за різними вимірами, % ВВП



* Загальне сальдо, % ВВП – сальдо зведеного бюджету з урахуванням позичок з СКР, 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 вираховано 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 тривалий час для забезпечення обороноздатності країни та підтримки економіки

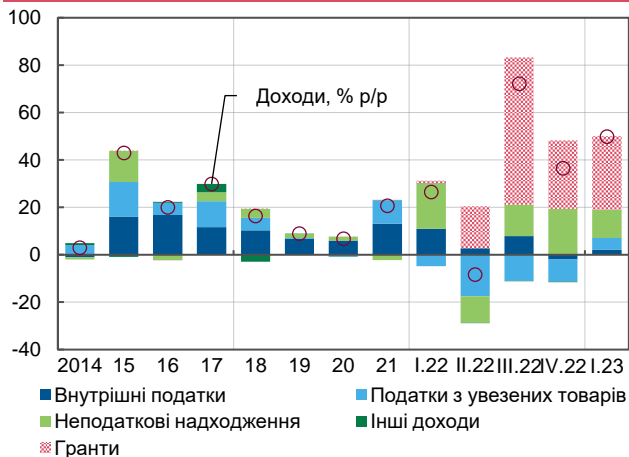
Фіскальна політика на початку 2023 року передбачувано залишалася м'якою. Так, у I кварталі первинне від'ємне сальдо, скориговане на циклічну позицію економіки, попри звуження зберігалось значним. Дефіцит зведеного бюджету сягнув понад 180 млрд грн, а без урахування грантів у доходах – понад 314 млрд грн, або майже 26% ВВП за оцінкою НБУ. Як і в минулому році, такий дефіцит сформовано насамперед через масштабні видатки на безпекову сферу, попри певне поліпшення ресурсної бази і часткове скасування податкових послаблень. Водночас в умовах військового стану значні обсяги видатків бюджету підтримують економічну активність та внутрішній попит. Зокрема, значні витрати на оборону та безпеку підтримали окремі види промислової активності та купівельну спроможність населення.

У 2023 році дефіцит розшириться до понад 26% ВВП без урахування грантів у доходах, попри очікуване повернення довоєнного рівня оподаткування та посилення адміністрування податків. Це зумовлюватиметься насамперед значними витратами на забезпечення обороноздатності та обмежену ресурсну базу внаслідок окупації частини регіонів, руйнування підприємств і значну міграцію. До того ж вичерпався вплив від економічних результатів, досягнутих до вторгнення, зокрема рекордного врожаю, що підтримало доходи бюджету минулого року. Надалі очікується поступове звуження дефіциту – до 9.5% ВВП у 2025 році без урахування грантів у доходах. Попри певну фіскальну консолідацію, на прогнозованому періоді фіскальна політика залишатиметься стимулюючою для підтримки населення та потреб повоєнного відновлення економіки країни.

Податкові надходження поліпшилися навіть в умовах збереження високих безпекових ризиків та надалі стануть драйвером зростання доходів

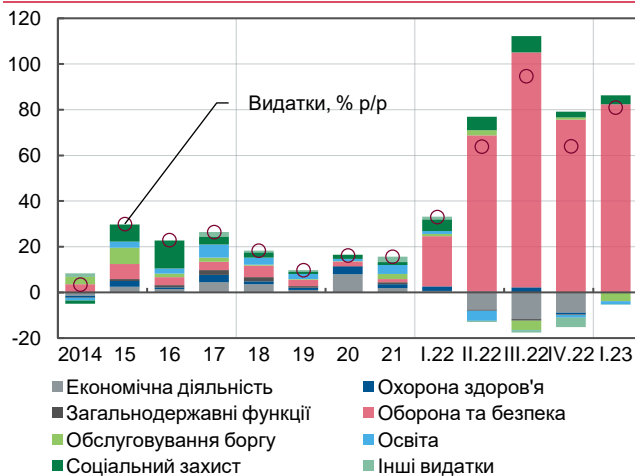
Податкові надходження зведеного бюджету зросли (на 9.1% р/р) у I кварталі 2023 року завдяки певному поживленню економічної активності, поліпшенню адміністративних механізмів і підвищенню ставок акцизного податку на тютюн. Додатково вплинули ефект зниження бази порівняння з березня та інфляційно-курсівні чинники. Вагому підтримку доходам і надалі забезпечували виплати військовослужбовцям, що позначалося на надходженнях від ПДФО та податків на

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



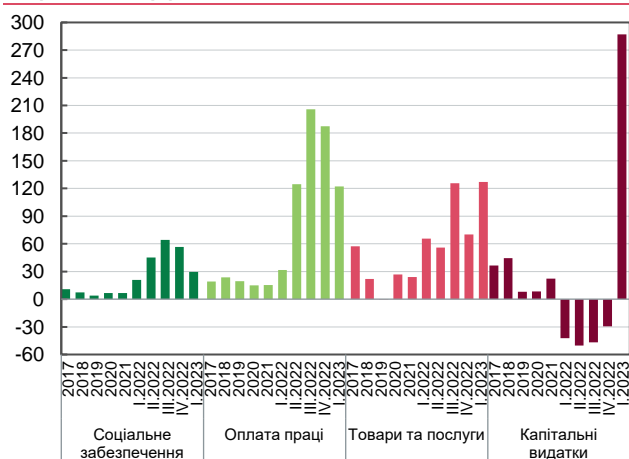
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.4. Внески в річну зміну видатків зведеного бюджету, в. п., функціональна класифікація



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.5. Зміна видатків зведеного бюджету за окремими напрямками, % р/р



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

споживання. Водночас стримувало зростання податкових надходжень прискорення відшкодування ПДВ, зокрема за попередні періоди.

Вагомим ресурсом доходів бюджету залишалися неподаткові надходження, зокрема добровільні внески від українських та іноземних громадян, підприємств, організацій, гуманітарна допомога. Але, як і у 2022 році, значну частину доходів формували грантові кошти – у січні – березні 2023 року гранти забезпечили понад 20% доходів. У результаті доходи бюджету зросли на 50% р/р, тоді як без урахування грантів – на 19% р/р.

На прогнозованому горизонті очікується досить стримане зростання доходів. Податкові надходження будуть основою цього зростання завдяки поживленню економічної діяльності та споживчого попиту, згортання податкових пільг, а також все ще значній інфляції. Гранти залишатимуться ще певний час важливим джерелом доходів.

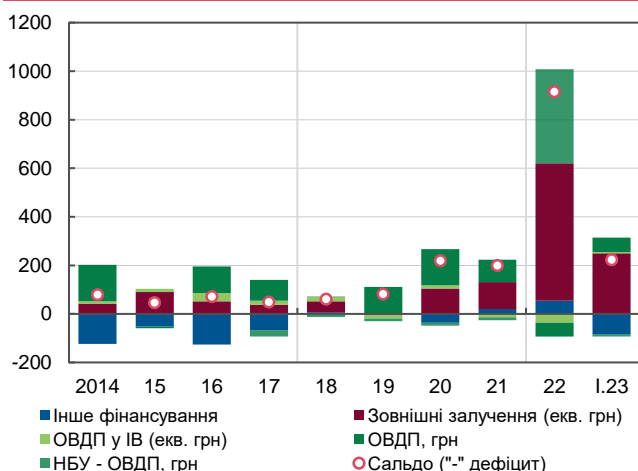
Зростання видатків залишається високим. Надалі воно сповільниться, хоча зберігатиметься фокус на обороні та соціальній сфері, а згодом і на повоєнному відновленні

У I кварталі 2023 року видатки зведеного бюджету були на понад 80% вищими за минулорічні. Таке зростання насамперед викликане тиском значних потреб сектору оборони та безпеки (що становлять понад 60% видатків зведеного бюджету). Значними утримуються й витрати на грошове забезпечення військових. Тривала соціальна підтримка населення у вигляді низки виплат та допомог, надання пільг та субсидій на оплату ЖКП. Також реалізована планова індексація пенсій з 01 березня, підвищено мінімальну пенсію та певні пенсійні [виплати](#). Натомість видатки суспільно-гуманітарного спрямування, як і минулого року, фінансувалися стримано та подекуди ситуативно через зменшення ресурсів та споживачів державних послуг, ураховуючи значну міграцію.

На початку року стрімко збільшилися капітальні видатки, зокрема через потребу у відновленні інфраструктури, у тому числі ремонту дорожнього господарства. Попри адаптацію бізнесу до воєнного часу, власні кошти підприємств для значних капітальних вкладень залишаються обмеженими, тому державні проекти мають вагомий роль у підтримці інвестиційної діяльності.

Зростання видатків на прогнозованому періоді суттєво сповільниться. До зменшення безпекових ризиків перевага надаватиметься сектору оборони та безпеки, проте і в повоєнний час він залишатиметься серед пріоритетних напрямів витрат. Бюджетні соціальні програми також будуть вагомим джерелом підтримки населення, але поступово спрямування програм зміститься в бік надання субсидій на оплату послуг ЖКП. Капітальні видатки зростатимуть через потребу в повоєнній відбудові, проте обмежуватимуться наявними ресурсами бюджету.

Графік 2.4.6. Фінансування дефіциту державного бюджету*, млрд грн



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

Міжнародна допомога залишиться ключовим джерелом фінансування бюджетних потреб, однак зростатиме й роль внутрішніх запозичень

Значний дефіцит бюджету, як і у 2022 році, став можливим завдяки безпрецедентній міжнародній фінансовій підтримці. У I кварталі 2023 року отримано майже 11 млрд дол. США. Очікується, що у 2023 році обсяги міжнародного фінансування перевищать 42 млрд дол. США та надалі поступово знижуватимуться, хоча і залишатимуться значними.

На початку 2023 року активізувався ринок державних цінних паперів, що значною мірою пов'язано із заходами НБУ з включення бенчмарк-ОВДП для виконання нормативів обов'язкових резервів. На бенчмарк-ОВДП припадало понад 87% обсягів розміщень гривневих цінних паперів. Загалом у I кварталі аукціони з розміщення цінних паперів забезпечили значний обсяг чистих залучень у національній валюті. Роль внутрішнього боргового ринку у фінансуванні бюджетних потреб і надалі посилюватиметься, зокрема, завдяки збільшенню привабливості державних цінних паперів на тлі зниження премії за ризик та інфляції.

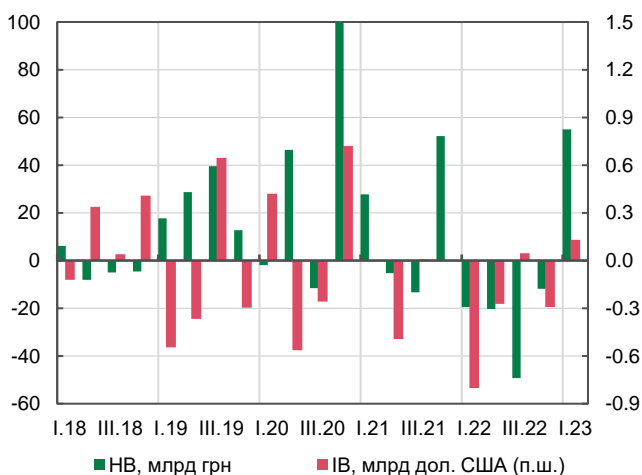
Істотна зовнішня фінансова підтримка та активізація внутрішніх запозичень дали змогу не вдаватися до монетарного фінансування, як і було задекларовано Урядом України і НБУ. Це сприяло поліпшенню як інфляційних, так і курсових очікувань.

Попри високий рівень боргу на прогностному горизонті, боргове навантаження в найближчі роки буде порівняно помірним передусім завдяки пільговим умовам залучення нових кредитів

Державний та гарантований державою борг на початку 2023 року продовжив зростати та перевищив 82% ВВП за оцінкою НБУ. На прогностному горизонті він зросте та стабілізується в межах 90–95% ВВП. Це стане наслідком усе ще значних дефіцитів бюджету та поступового зменшення грантової підтримки. Так, у I кварталі 2023 року із загального обсягу отриманої міжнародної фінансової підтримки майже 2/3 становили кредитні кошти (у 2022 році – більше половини), а загалом за 2023 рік їх частка очікується на рівні понад 70%. Водночас зростатиме вага залучень на внутрішньому ринку.

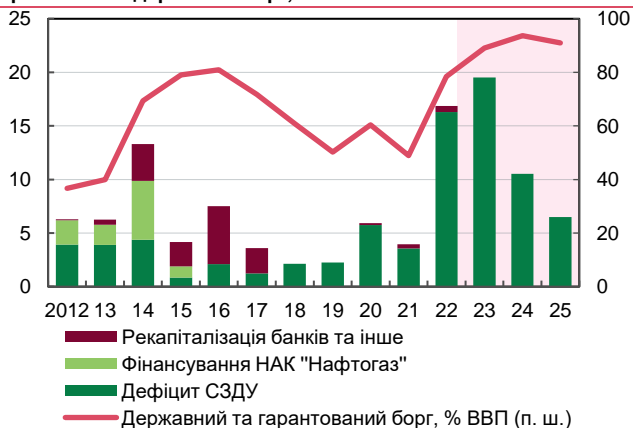
Попри значний рівень боргу, його тиск на бюджет у найближчі роки буде порівняно помірним. Це передусім зумовлено тим, що кредитні кошти переважно надаються Україні на пільгових умовах – крім низьких ставок, виплати основних сум суттєво відтерміновано в часі.

Графік 2.4.7. Чисті залучення за гривневими (НВ)* та валютними (ІВ) ОВДП (залучення за датою розміщення)



* Ринкові розміщення.
Джерело: МФУ, НБУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.8. Широкий дефіцит СЗДУ та державний і гарантований державою борг, % ВВП

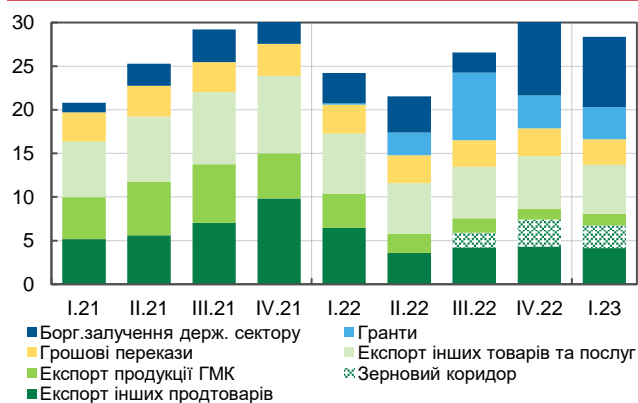


Джерело: МВФ, ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

2.5. Платіжний баланс

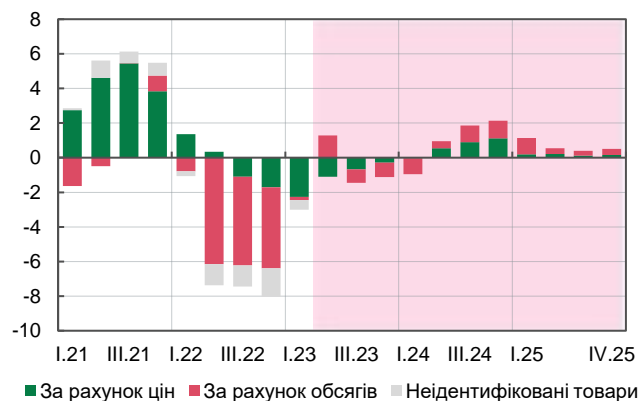
- На початку 2023 року зберігався чистий приплив валюти в Україну. Значні обсяги міжнародної допомоги та скорочення імпорту товарів унаслідок поліпшення ситуації в енергетиці компенсували зростання експортних потоків, спричинене зниженням світових цін. У результаті резерви надалі зростали та сягнули 31.9 млрд дол. станом на кінець березня.
- Загалом за 2023 рік відплив валюти збільшиться через поступове відновлення внутрішнього попиту та значну кількість мігрантів за кордоном. Також зменшиться експортна виручка через нижчий урожай зерна, пошкоджені виробничі потужності та ускладнену логістику. Проте завдяки збільшенню обсягів офіційного фінансування резерви зростуть до 34.5 млрд дол. на кінець 2023 року.
- З 2024 року нарощування експортних потоків та поступове повернення мігрантів додому на тлі все ще значних обсягів міжнародної допомоги сприятимуть збереженню додатних чистих валютних надходжень та зростанню резервів до 37.1 млрд дол. на кінець 2025 року.

Графік 2.5.1. Основні компоненти валютних надходжень, млрд дол.



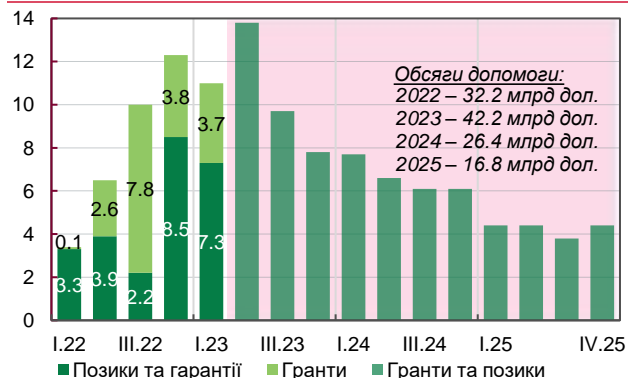
Джерело: НБУ.

Графік 2.5.2. Абсолютна річна зміна експорту товарів за рахунок цін та обсягів, млрд дол.



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.5.3. Міжнародна фінансова допомога, млрд дол.



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

Більші обсяги міжнародної допомоги компенсують зниження експорту у 2023 році, проте роль останнього у формуванні валютних надходжень збільшиться з 2024 року

У I кварталі 2023 року експорт товарів скоротився порівняно з попереднім кварталом. Нарощування фізичних обсягів поставок зернових культур за рахунок [збільшення тоннажу суден у межах "зернового коридору"](#) та підвищення пропускної здатності [дунайських портів](#) було нівельовано зниженням світових цін на продовольство. Крім того, вичерпання запасів ріпаку та нижчий минулорічний урожай сояшника зумовили суттєве скорочення експорту насіння олійних та сояшникової олії. Попри поступове відновлення виробництва в металургії завдяки поліпшенню ситуації в енергетиці, вартісні обсяги експорту металургійної продукції практично не змінилися через переважання в структурі експорту цієї групи дешевшого чавуну. Високий внутрішній попит на добрива зумовив скорочення експорту хімічної продукції, а зменшення поставок двигунів та окремого електричного обладнання – падіння експорту продукції машинобудування.

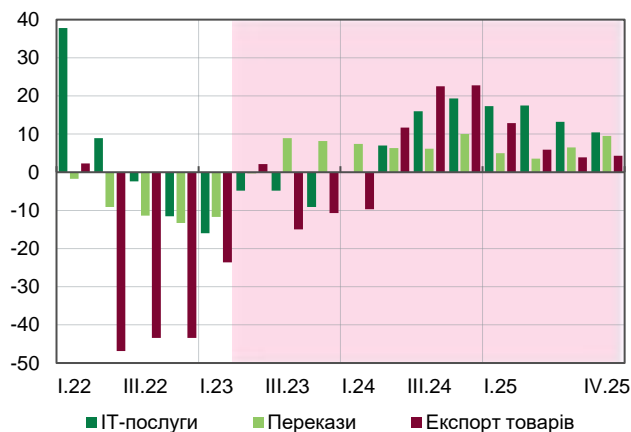
Також знизилися і валютні надходження від експорту послуг через проблеми ІТ-сектору, зумовлені як релокацією частини співробітників за кордон, так і зростанням попиту на продукти галузі в умовах сповільнення зростання глобальної економіки.

Грошові перекази також зменшилися, що може відобразити сезонність, ефекти від переїзду родичів та подальшу інтеграцію мігрантів у ринок праці країн перебування.

Натомість стабільним та вагомим джерелом валютних надходжень залишалася міжнародна допомога. У I кварталі Україна отримала майже 11 млрд дол., з яких 3.7 млрд дол. надійшли у формі грантів. Загалом у 2023 році очікується зростання обсягів міжнародної допомоги. А їх зниження у 2024–2025 роках відобразить подальше відновлення внутрішньої ресурсної бази бюджету та скорочення його дефіциту в міру зниження безпекових ризиків. Водночас менші надходження від міжнародних партнерів частково компенсуватимуться зростанням експортної виручки.

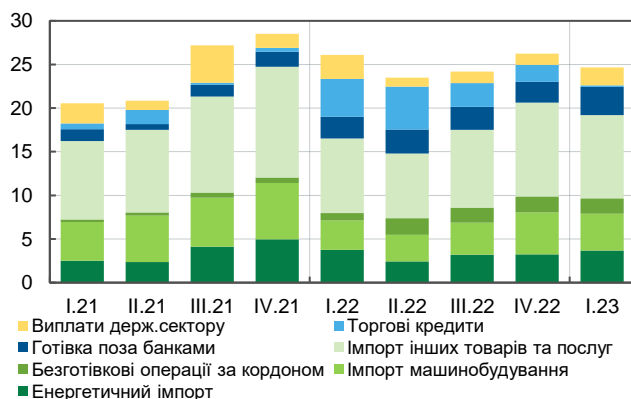
Так, до кінця 2023 року експорт товарів залишатиметься пригніченим внаслідок як подальшого зниження цін на

Графік 2.5.4. Окремі компоненти валютних надходжень, % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.5. Основні компоненти відпливу валюти, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Графік 2.5.6. Імпорт обладнання для забезпечення енергоавтономності, млн дол.



Джерело: ДМСУ.

основні товари, так і збереження проблем із вивезенням продукції морем. Крім того, цьогорічні врожаї зернових очікуються значно меншими, ніж торік, через зниження площ посівів озимих, насамперед пшениці. Заборона ЄС імпорту окремих продовольчих товарів до п'яти прикордонних країн ЄС протягом II кварталу, за оцінками НБУ, не матиме значного ефекту на експорт товарів, оскільки припускається переорієнтація на альтернативні шляхи. Проте вже з 2024 року очікується відновлення зростання експортних надходжень завдяки збільшенню врожаїв. Також зростуть поставки металургійної продукції та залізних руд завдяки повноцінному відкриттю портів Чорного моря. Однак їх подальше нарощування буде млявим як через потребу в значних інвестиціях у відновлення виробничих потужностей та логістичних ланцюжків, так і розширення внутрішнього попиту на продукцію ГМК.

Після зниження експорту IT-послуг у 2023 році, яке спостерігатиметься вперше за останнє десятиріччя, з 2024 року очікується відновлення його зростання. Завдяки поживленню глобальної економіки та зниженню безпекових ризиків у 2024 році експорт IT-послуг повернеться на рівень, який мав до початку повномасштабного вторгнення. У 2025 році його зростання прискориться.

Пожвавлення світової економіки впливатиме і на рівень грошових переказів. У 2023 році надходження від трудових мігрантів залишаться на рівні попереднього року, а вже з 2024 року очікується їх нарощування на тлі збільшення оплати праці в країнах-реципієнтах та відновлення трудової міграції сезонних робітників.

Відплив валюти у 2023 році збільшиться на тлі відновлення внутрішнього попиту, з 2024 року повернення мігрантів та падіння цін на енергоносії сприятимуть його зниженню

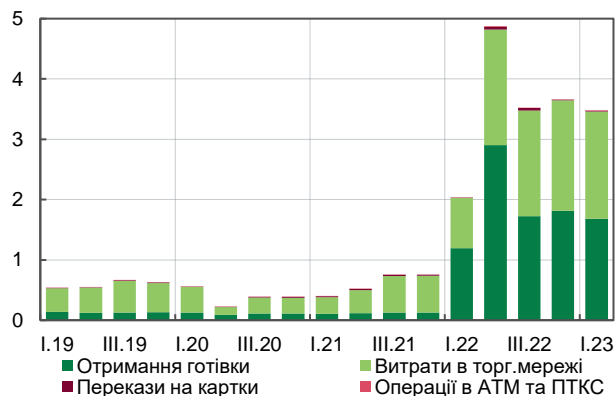
Імпорт товарів у I кварталі скоротився суттєвіше, ніж експорт, і був нижчим, ніж очікувалося, завдяки сприятливій ситуації в енергетиці та теплій зимі, що дало змогу Україні пройти зимовий період без значного імпорту газу. Менший дефіцит електроенергії сприяв скороченню закупівель обладнання для забезпечення енергоавтономності та нафтопродуктів. Це переважило збільшення закупівель природного газу для проходження опалювального сезону та імпорту хімічної продукції через нарощування закупівель добрив та ЗЗР аграріями, зумовлене збільшенням у структурі посівів частки сої й соняшника та зміщенням піку сезонного попиту.

У результаті дефіцит торгівлі товарами в I кварталі дещо збузвився (до 6.1 млрд дол.) та був значно менший, ніж очікувалося.

Також завдяки поліпшенню логістики та курсових очікувань на початку року скоротився вплив капіталу за торговими кредитами.

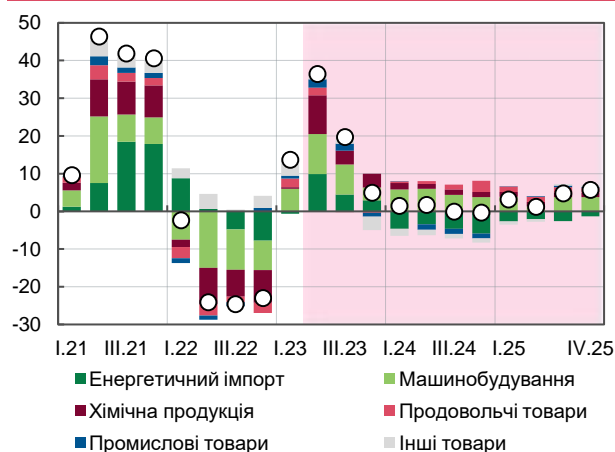
Водночас через високі безпекові ризики на початку 2023 року за кордоном залишалася значна кількість українських мігрантів, а їх витрати зумовлювали стабільний відплив валюти за статтею "подорожі", у тому числі за рахунок зняття готівкової валюти з карток за

Графік 2.5.7. Використання коштів з карток українських банків (гривневих та валютних) за кордоном*, млрд дол.



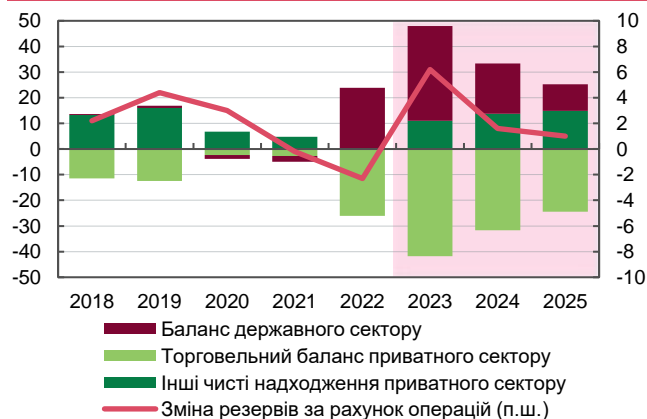
* Дані за лютий – квітень 2022 року відсутні та розраховані шляхом екстраполяції даних опитувань банків.
Джерело: НБУ.

Графік 2.5.8. Внески в річну зміну імпорту товарів, в.п.



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.9. Зміна резервів за рахунок операцій, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

кордоном. Обсяги готівки поза банками збільшилися до 3.2 млрд дол. у I кварталі 2023 року. Через значну кількість мігрантів за кордоном вплив валюти за статтями "подорожі" та "готівка поза банками" залишатиметься суттєвим. Однак вже з 2024 року повернення мігрантів стане одним із визначальних чинників скорочення впливу валюти за рахунок як зменшення імпорту послуг за статтею "подорожі", так і сповільнення нарощування обсягів готівки поза банками.

Падіння цін на енергоносії відіграватиме не менш важливу роль у зниженні вартісних обсягів імпорту та відповідно впливу валюти. Очікується, що енергетичний імпорт після зростання у 2023 році на тлі високої потреби в газі та нафтопродуктах, вже у 2024 році знизиться на 21%, а у 2025 році – ще на 12%. Цьому також сприятиме збільшення внутрішнього виробництва енергоносіїв, завдяки чому фізичні обсяги імпорту залишаться низькими. Крім того, скорочення дефіциту електроенергії сприятиме зниженню споживання вугілля та газу підприємствами ТКЕ. Натомість неенергетичний імпорт товарів зростатиме протягом усього прогнозного періоду. У 2023 році його підживлюватиме високий внутрішній попит завдяки зростанню заробітних плат, значних видатків бюджету, у т. ч. на реконструкцію та відновлення, а з 2024 року – поступове повернення мігрантів із-за кордону.

Загалом темпи зростання імпорту товарів у 2024–2025 роках суттєво знизяться, а дефіцит торгівлі товарами після значного розширення у 2023 році почне звужуватися вже з 2024 року.

З 2024 року міжнародні резерви зростатимуть завдяки звуженню дефіциту торгівлі товарами та послугами та все ще значним обсягам міжнародної допомоги

Стабільно високі надходження міжнародної допомоги сприяли зростанню резервів на початку року. Завдяки міжнародним партнерам валютні надходження в I кварталі перевищили вплив валюти. У результаті резерви сягнули найвищого з 2011 року рівня – 31.9 млрд дол. станом на кінець I кварталу.

Значне нарощування обсягів міжнародної допомоги у 2023 році дасть змогу компенсувати розширення дефіциту торгівлі товарами та послугами, суттєві обсяги впливу готівкової валюти поза банки, а також вплив валюти з огляду на поступову лібералізацію поточних та фінансових операцій. У результаті валові резерви зростуть до 34.5 млрд дол. станом на кінець 2023 року, що забезпечуватиме фінансування майбутнього імпорту протягом 4.7 місяця.

Значні обсяги офіційного фінансування, попри зниження з 2024 року, залишатимуться вагомим чинником зростання резервів у 2024–2025 роках. Водночас скорочуватиметься і чистий вплив валюти приватного сектору завдяки звуженню торговельного дефіциту, скороченню впливу готівки поза банки та поступовому відновленню боргових залучень. У результаті станом на кінець 2025 року резерви сягнуть 37.1 млрд дол. – найвищого рівня з 2011 року.

Вставка 5. Фактори стійкості українського експорту під час повномасштабної війни

Значна частка продовольства в структурі товарного експорту України традиційно стримувала його падіння під час економічних криз. Ця тенденція підтвердилась і в минулому році в умовах надзвичайної невизначеності, спровокованої повномасштабним вторгненням росії. Попри значні втрати експорту в абсолютному вимірі Україна за підтримки міжнародних партнерів не лише зберегла присутність на більшості традиційних зовнішніх ринків, а й наростила та диверсифікувала поставки до окремих країн, передусім ЄС. Продовольчий експорт і надалі залишатиметься вагомим чинником підтримки української економіки під час повномасштабної війни та на етапі післявоєнного відновлення. Водночас важливим завданням для підвищення конкурентоздатності українського експорту в довгостроковій перспективі є збільшення частки в ньому високотехнологічної продукції.

Продовольча спеціалізація як фактор стійкості українського експорту. Протягом останнього півтора десятиліття підвищення продуктивності агросектору завдяки інвестиціям в його розвиток сприяло зростанню як значення аграрного експорту для економіки України³⁸, так і ролі України як одного з ключових постачальників продовольства у світі. Зокрема за результатами 2021 року Україна посіла третє у світі місце за експортом кукурудзи, п'яте – за експортом пшениці, а також забезпечувала близько половини світових поставок соняшникової олії. Експорт України підтримує глобальну продовольчу безпеку, зокрема в найбідніших країнах, та забезпечує стійкість міжнародних ланцюгів створення доданої вартості в харчовій промисловості.

Для України ж аграрний експорт виконує ще й функцію своєрідного буфера під час криз. Під час світових криз (глобальна фінансова криза 2008–2009 років, коронакриза 2020 року) завдяки нижчій еластичності попиту на продовольство за доходом зовнішній попит на нього скорочувався повільніше порівняно з технологічно складнішими товарами, а вітчизняне рослинництво продемонструвало стійкість до воєнних ризиків під час збройної агресії РФ у 2014–2015 роках. Саме тому реакція українського продовольчого експорту протягом усіх найгостріших кризових епізодів була стриманішою порівняно з іншими товарними групами.

Повномасштабне вторгнення РФ у 2022 році створило перед українськими виробниками та експортерами виклики небаченого досі масштабу: крім значних руйнувань виробничих та складських потужностей, безпекових ризиків та невизначеності³⁹, безпрецедентним ударом стала блокада морських транспортних шляхів, на які в мирний час припадало близько 2/3 зовнішньоторговельного обороту України.

Проте експорт продовольства продемонстрував стійкість навіть в умовах повномасштабної війни. У березні – грудні експорт продовольства скоротився менше (на 27% р/р), ніж поставки інших товарів, пом'якшивши падіння загального експорту (45%). Більше того, у 2022 році Україна залишилася в п'ятірці найбільших світових експортерів аграрної продукції. Цьому досягненню сприяла реалізація низки заходів за

вагомої підтримки міжнародних партнерів, значення кожного з яких було критично важливим.

Активна розбудова альтернативних шляхів експорту. Україна за значної підтримки міжнародних партнерів розпочала розбудову доступних логістичних шляхів на західному кордоні. Одним із ключових її елементів стала активізація роботи дунайських портів, оскільки водні перевезення є найдешевшим способом транспортування великих вантажів⁴⁰. Зокрема, збільшено чисельність флоту, проведено днопоглиблення, вдосконалено логістичні маршрути, під'їзну та навантажувальну інфраструктуру. У результаті обсяги вантажопереробки в дунайських портах у 2022 році сягнули найвищого значення за всю історію.

Також значно зросла роль автомобільного транспорту: експорт товарів ним збільшився на [32.4% порівняно з 2021 роком](#), переважно за рахунок поставок негабаритних та високомаржинальних товарів. Серед інших чинників цьому сприяла ініціатива ЄС "Шляхи солідарності", спрямована на термінове усунення затримок транспорту на кордоні України та ЄС, а також поліпшення координації та інтеграцію транспортно-логістичного сполучення.

Розширення пропускної здатності залізничних переходів на кордонах з ЄС сприяло збільшенню експорту товарів залізничним транспортом на 3.4%, однак більшому нарощуванню експорту цим видом транспорту перешкоджає різна ширина залізничних колій в Україні та ЄС.

Лібералізація митних тарифів. З метою підтримки України в умовах війни [основні західні торговельні партнери](#) тимчасово скасували мита та квоти на поставки українських товарів. Найбільший ефект у підтримці українського експорту мала лібералізація торгівлі з країнами ЄС. Разом із приєднанням України до Конвенції щодо спільного транзиту та укладанням Угоди щодо вантажних перевезень автомобільним транспортом це створило сприятливі умови як для виходу українських компаній на ринок ЄС, так і подальшого транзиту в інші країни.

Запровадження "зернового коридору". Загострення ситуації у сфері глобальної продовольчої безпеки,

³⁸ В останні роки до повномасштабного вторгнення продовольчі товари забезпечували майже половину товарного експорту, а агросектор – близько 10% ВВП.

³⁹ Згідно з [дослідженням КШЕ](#), лише прямі збитки с/г від війни станом на початок листопада 2022 року оцінювалися в сумі 6.6 млрд дол.

⁴⁰ Див. [UNCTAD, 2021](#).

зокрема у зв'язку зі стрімким подорожчанням продовольства у світі, на тлі наявних значних запасів українського збіжжя активізувало міжнародні зусилля щодо розблокування поставок продовольства з України. Як результат, з 1 серпня 2022 року за сприяння Туреччини та ООН частину чорноморських портів України було відкрито для агроекспорту. У 2022 році "зерновий коридор" забезпечив майже 12% загального експорту товарів, а з початку його функціонування (серпень 2022 року – березень 2023 року) – більше чверті загального експорту товарів. Станом на 1 квітня 2023 року "зерновим коридором" було проекспортовано 26.4 млн т продовольства на суму понад 7 млрд дол. до 45 країн світу. При цьому 40.1% поставок було здійснено до країн Європи, 48.7% – до Азії, 11.2% – до Африки.

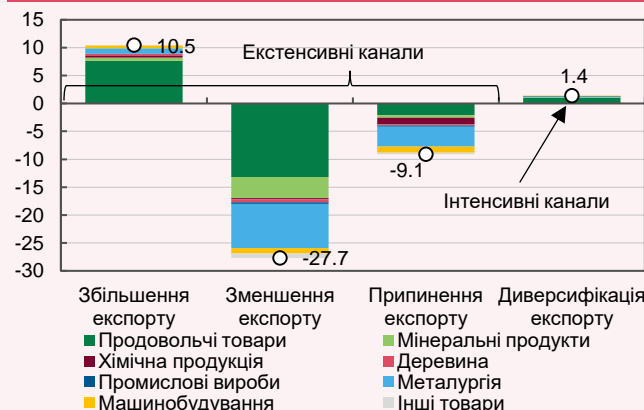
Водночас потенціал перевезень "зерновим коридором" був не повністю реалізований через систематичне перешкоджання його роботі з боку росії. З огляду на відсутнє зниження власних валютних надходжень та значні обсяги міжнародної фінансової допомоги важливим для досягнення макрофінансової стабільності та меншої потреби України у фінансовій підтримці є не лише забезпечення безперебійної роботи "зернового коридору", а і його розширення на інші морські порти та інші товари (зокрема продукцію ГМК).

Менша залежність від енергодефіциту. Серія терористичних атак РФ на енергетичну інфраструктуру наприкінці 2022 року призвела до виникнення значного дефіциту електроенергії. Найбільше очікувано постраждали енергоємні сектори: ГМК, хімічна промисловість, машинобудування. Технологічні процеси виробництва та відвантаження необроблених продовольчих товарів, зокрема зернових, є більш енергоавтономними. Крім того, харчова промисловість досить оперативно адаптувалася до роботи в умовах енергокризи завдяки забезпеченню автономного живлення. У результаті вплив енергодефіциту на експорт продовольства був слабшим порівняно з іншими галузями навіть попри перебої в роботі морських портів.

Як наслідок, лівову частку скорочення експорту припала на зменшення поставок продукції ГМК та машинобудування внаслідок як втрати виробничих потужностей та руйнування значної частини традиційних ланцюгів постачання через блокаду морських портів, так і розриву торговельних зв'язків з РФ та Білоруссю. Цей розрив пояснює третину втрат експорту від припинення торгівлі. Водночас аграрний сектор України вкотре підтвердив свою затребуваність та відповідно стійкість. Продовольчі товари забезпечили ¾ нарощування експорту товарів на раніше опановані ринки. Більше того, українським компаніям вдалося навіть диверсифікувати експорт на окремих ринках, насамперед країн ЄС⁴¹, кордон з якими був єдиною альтернативою морським

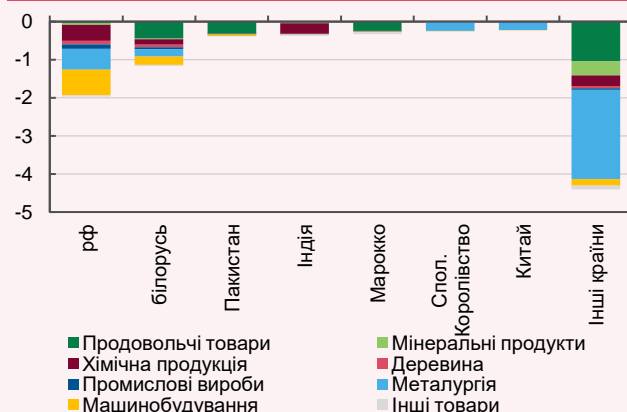
шляхам. Додатний ефект від цього на показники українського експорту товарів у березні – грудні 2022 року оцінюється в 1.4 млрд дол. А загальний експорт до країн ЄС у березні-грудні зріс на 3.5% р/р, лівову частку якого забезпечив саме аграрний сектор.

Графік 1. Декомпозиція зміни експорту товарів⁴², березень – грудень 2022 року порівняно з відповідним періодом 2021 року, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2. Втрати експорту* за окремими країнами, млрд дол.



* У березні – грудні 2022 року порівняно з відповідним періодом 2021 року експорт окремих товарів на частину ринків припинився внаслідок як розриву торговельних зв'язків з РФ і Білоруссю, так і логістичних складнощів та руйнування виробничих потужностей. Джерело: розрахунки НБУ.

Попри очікуване зниження у 2023 році **продовольчий експорт** залишатиметься фундаментом, що дасть змогу Україні вистояти у воєнний час і **буде міцним підґрунтям для повоєнного відновлення**. Цьому сприятимуть налагоджені шляхи постачання, впізнаваність товару для європейського споживача, краща адаптованість українських товарів до вимог європейського ринку. Проте у довгостроковому періоді конкурентоспроможність України на світовому ринку визначатиметься заходами зі збільшення глибини переробки агропродукції, подальшою розбудовою логістичної інфраструктури та відновленням потенціалу виробництва товарів з вищим ступенем кінцевої обробки.

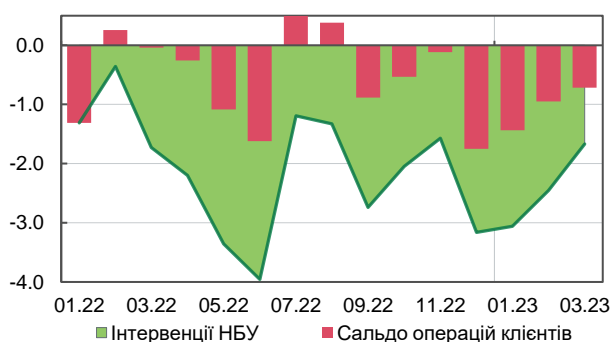
⁴¹ Частина товарів, поставлених до країн ЄС новими транспортними шляхами, далі була спрямована на ринки дальнього зарубіжжя. Через специфіку статистичного обліку такі операції складно ідентифікувати, однак їх частка не була значною. Більшість товарів залишалася на ринку країн ЄС, тоді як "зерновим коридором" товари постачалися напряму споживачам.

⁴² До екстенсивних каналів належать збільшення/зменшення/припинення експорту на раніше опановані ринки. Серед інтенсивних каналів використовувалося здебільшого розширення товарної номенклатури на раніше опанованих ринках, експорт нових товарів та опанування нових ринків не здійснювалися.

2.6. Монетарні умови та фінансові ринки

- Низка заходів НБУ, зокрема з підвищення привабливості гривневих активів, а також значні надходження міжнародної фінансової допомоги сприяли зниженню тиску на валютному ринку. Однак, ринок залишається залежним від інтервенцій НБУ, які й надалі відіграватимуть значну роль у підтримці його збалансованості.
- Облікова ставка зберігається на рівні 25% для підтримання ефектів від попередніх заходів з посилення привабливості гривневих активів. Це дасть змогу надалі забезпечувати стійкість валютного ринку на етапі пом'якшення найбільш обтяжливих валютних обмежень і формувати передумови для подальшого зниження інфляції.
- Сприятливіша макроекономічна ситуація на прогнозованому горизонті дасть змогу розпочати цикл зниження облікової ставки в IV кварталі 2023 року. Однак навіть за зниження ставки монетарні умови залишатимуться достатньо жорсткими з огляду на подальше сповільнення інфляції та зростання реальної дохідності гривневих заощаджень.

Графік 2.6.1. Сальдо операцій із іноземною валютою клієнтів банків* та інтервенції НБУ, млрд дол.



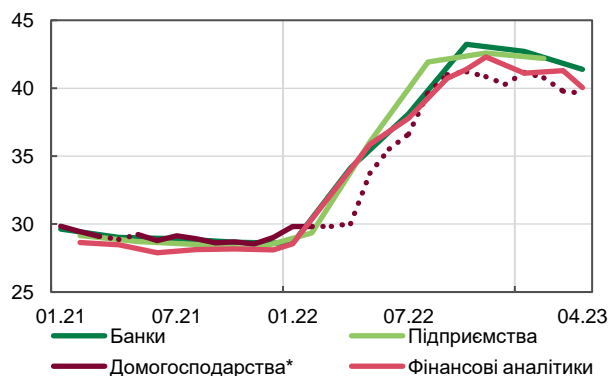
* Сальдо операцій з купівлі та продажу безготівкової та готівкової іноземної валюти клієнтами банків на умовах "тод", "том", "спот". Джерело: НБУ.

Графік 2.6.2. Курси гривні до долара



Джерело: НБУ, відкриті джерела.

Графік 2.6.3. Курсові очікування на наступні 12 місяців, %



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

Заходи НБУ сприяють підтриманню стійкості валютного ринку та формують передумови для майбутнього пом'якшення обмежень на ньому

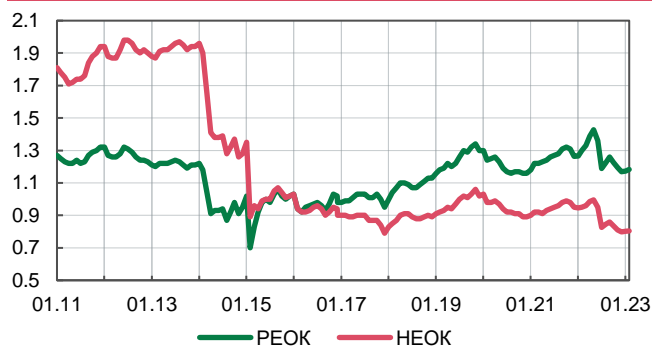
Утримання облікової ставки на рівні 25%, заходи для посилення привабливості заощаджень у гривні за рахунок активізації конкуренції банків за строкові депозити сприяли збереженню курсової керованості та зниженню попиту на валюту.

Ситуація на валютному ринку була неоднорідною протягом кварталу. На початку року попит на валюту залишався високим, передусім відображаючи значні витрати уряду наприкінці 2022 року. Надалі попит поступово послаблювався, зокрема завдяки кращій ситуації в енергетичному секторі. Також суттєво знизилась обсяги чистої купівлі банками іноземної валюти у власну позицію, насамперед через зменшення перерахувань міжнародним платіжним системам. Крім того, навесні істотно знизилась обсяги купівлі безготівкової валюти населенням.

Зменшився і попит на іноземну валюту на готівковому ринку, що засвідчило помітне звуження спреда між готівковим та офіційним курсом (з близько 12% наприкінці грудня 2022 року – до 3.6% наприкінці березня 2023 року). Окрім заходів НБУ, цьому також сприяло сезонне збільшення пропозиції готівкової іноземної валюти аграріями, які здійснювали закупівлі посівного матеріалу, добрив та пального для проведення посівної. Звуження спреда усуває ринкові викривлення та сприяє збільшенню надходжень валюти через офіційні канали. Ревальвація готівкового курсу гривні також підтримує поліпшення курсових та інфляційних очікувань.

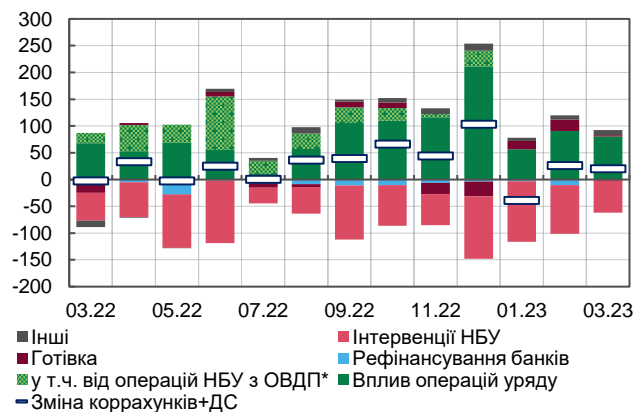
Водночас пропозиція іноземної валюти на безготівковому ринку значною мірою формувалася підприємствами АПК та сезонним чинником – настанням строків сплати річних податків. Однак загальний обсяг пропозиції іноземної валюти дещо знизився порівняно із IV кварталом 2022 року. НБУ продовжував балансувати валютний ринок за рахунок інтервенцій, обсяги яких з початку року помітно зменшувалися (з понад 3 млрд дол. у січні до 1.7 млрд дол. у березні). Проте, валютний ринок досі залишається залежним від інтервенцій НБУ, які й надалі відіграватимуть значну роль у підтримці курсової стійкості.

Графік 2.6.4. Індекси РЕОК і НЕОК, 06.2015 = 1



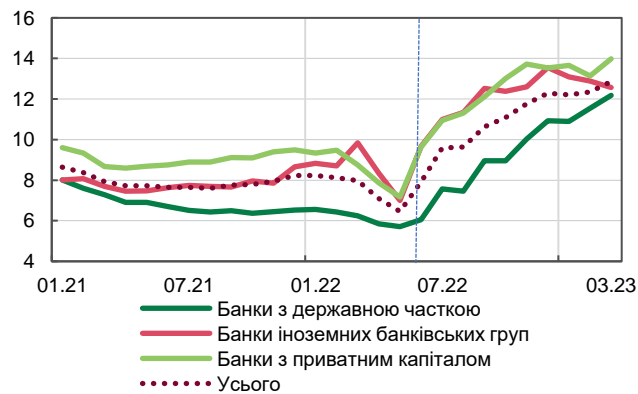
Джерело: IFS, розрахунки НБУ.

Графік 2.6.5. Фактори впливу на ліквідність банківської системи (коррахунки+ДС), млрд грн



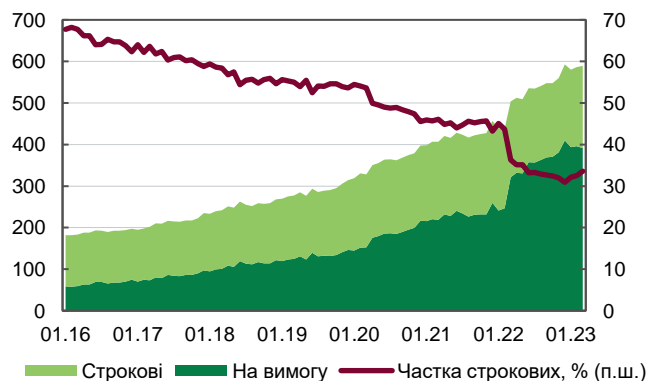
* Вкуп НБУ військових ОВДП (+)/погашення та дохід за ДЦП (-) у портфелі НБУ. Джерело: НБУ.

Графік 2.6.6. Середньозважені гривневі процентні ставки за фактично наданими строковими депозитами фізичних осіб, %



Джерело: НБУ.

Графік 2.6.7. Гривневі депозити, залучені банками у фізичних осіб, млрд грн



Джерело: НБУ.

Протягом кварталу НЕОК та РЕОК гривні дещо посилюлися. НЕОК гривні – передусім через зміцнення долара США до провідних валют з огляду на агресивнішу монетарну політику ФРС, РЕОК – додатково через все ще вищу інфляцію в Україні порівняно з країнами-партнерами. Також РЕОК гривні залишався міцнішим за свій рівноважний рівень та буде таким на всьому прогнозованому горизонті. Відносно міцному РЕОКу гривні сприятимуть поліпшення торгового балансу, зниження ризик-премії та поступове відновлення залучень приватного сектору. Крім того, завдяки подальшому зростанню привабливості строкових гривневих депозитів поновиться дедоларизація.

Водночас наразі курсова стійкість значною мірою забезпечується жорсткими валютними обмеженнями. Ефективність останніх з часом послаблюється, а їх обмежувальний вплив на економічну активність – навпаки посилюється. Тому проведення валютної лібералізації в осяжній перспективі стає дедалі актуальнішим.

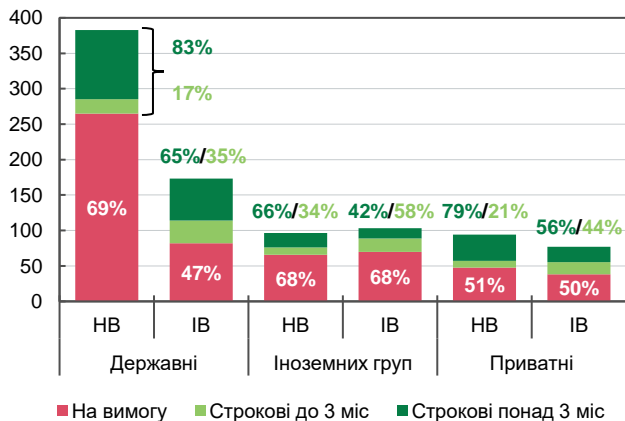
Значні обсяги міжнародної допомоги та поліпшення ситуації на валютному ринку з початку 2023 року формують передумови для поступового пом'якшення адміністративних обмежень. З огляду на це у квітні НБУ [пом'якшив низку адміністративних обмежень](#).

Попри високу ліквідність банківської системи депозитні ставки підвищуються завдяки заходам НБУ

Профіцит ліквідності банківської системи в I кварталі 2023 року надалі зростав і сягнув нових рекордних значень (середньоденні залишки коштів на коррахунках і ДС становили майже 520 млрд грн порівняно з 415 млрд грн у IV кварталі минулого року). Це було зумовлено значними видатками уряду за одночасного зниження обсягів готівки поза банками. Зазначені чинники переважили вплив інтервенцій НБУ з продажу іноземної валюти, обсяги яких були нижчі за наші попередні очікування. Прискорене зниження обсягів готівки на початку року зумовлювалося сезонним чинником і зниженням мотивів завбачливості бізнесу та ДГ тримати її з огляду на поліпшення ситуації з електропостачанням. Підвищення нормативів обов'язкового резервування зумовило збільшення частки ліквідності, що утримується банками на коррахунках. Значний обсяг ліквідності зберігатиметься і надалі через значні бюджетні витрати (за рахунок конвертації урядом іноземної валюти).

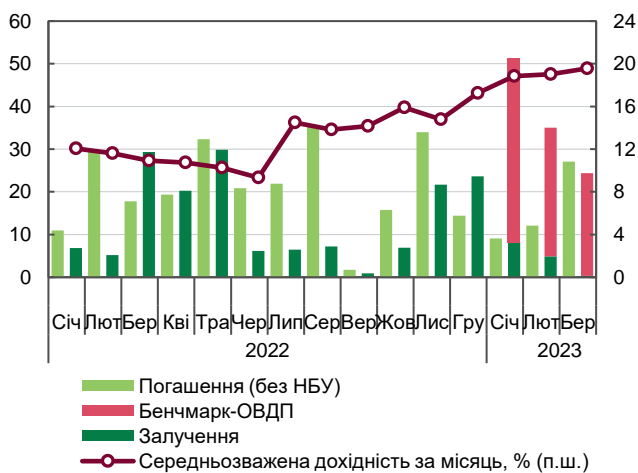
Незважаючи на значні обсяги ліквідності, ставки за гривневими депозитами продовжували зростати у відповідь на тривале утримання облікової ставки на високому рівні, посилення нормативів обов'язкових резервів та анонсоване [удосконалення підходів до їх розрахунку](#). Так, середньозважена ставка за строковими депозитами ФО у березні зросла на 0.6 в. п. до 12.9%, а за коштами НФК – на 1.2 в. п. до 13.7%. Від'ємний диференціал ставок за депозитами ФО і НФК (середньозважена ставка за депозитами ФО, нижча за відповідні ставки НФК) свідчить про потенціал для підвищення ставок за депозитами населення, особливо з

Графік 2.6.8. Депозити* фізичних осіб у розрізі груп банків у національній та іноземній (гривневий еквівалент) валютах, млрд грн



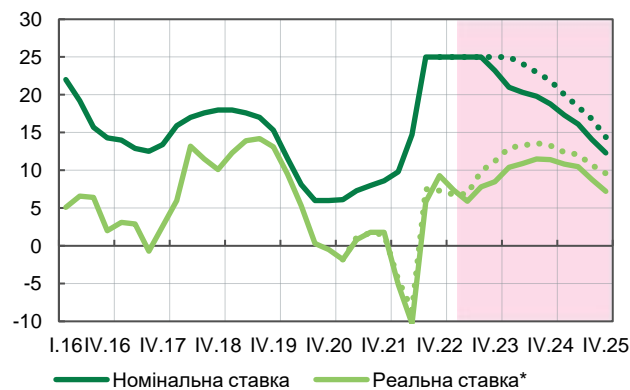
* Залишки станом на 04.04.2023 – початок подання нової звітності в розрізі початкових строків погашення.
Джерело: НБУ.

Графік 2.6.9. Розміщення*, погашення гривневих ОВДП, млрд грн та їх дохідність



* Не включають ОВДП, випущені в грудні для докапіталізації "Укрфінжитла".
Джерело: НБУ.

Графік 2.6.10. Облікова ставка в номінальному та реальному вимірах, у середньому за період, %



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

урахованням змін в [операційному дизайні монетарної політики](#).

Наразі частка строкових коштів становить лише 34% від загального залишку залучених гривневих депозитів ФО. Завдяки впливу заходів НБУ вже в квітні банки активніше почали конкурувати за вкладників, пропонуючи привабливіші ставки, передусім за депозитами понад 3 місяці. Очікується, що це позитивно вплине на поліпшення роботи трансмісійного механізму та буде початком формування стійкого тренду на збільшення частки строкових депозитів.

Дохідність на первинному ринку державних запозичень у I кварталі 2023 року також зростала, а найбільший попит мали бенчмарк-ОВДП, які банки мають змогу включити у покриття обов'язкових резервів. Середньозважена ставка залучення зросла до 19.6% у березні 2023 року з 17.3% у грудні минулого року. Новий операційний дизайн монетарної політики не матиме значного впливу на первинні розміщення ОВДП. Можливості вкладень банків у тримісячні ДС будуть обмежені, а з огляду на значні видатки бюджету банки матимуть достатній обсяг ліквідності для інвестування в ОВДП. Крім того, наразі в лінійці первинних розміщень ОВДП немає цінних паперів зі строком до одного року, тож тримісячні ДС не створюватимуть прямої конкуренції ОВДП.

Сприятливіша макроекономічна ситуація на прогностичному горизонті дасть змогу дещо раніше розпочати цикл зниження облікової ставки

НБУ у квітні [зберіг облікову ставку на рівні 25%](#). Це підтримує ефекти від попередніх заходів із посилення привабливості гривневих активів, дасть змогу й надалі забезпечувати стійкість валютного ринку та формувати належні передумови для збереження сталого тренду на зниження інфляції та пом'якшення найбільш обтяжливих валютних обмежень.

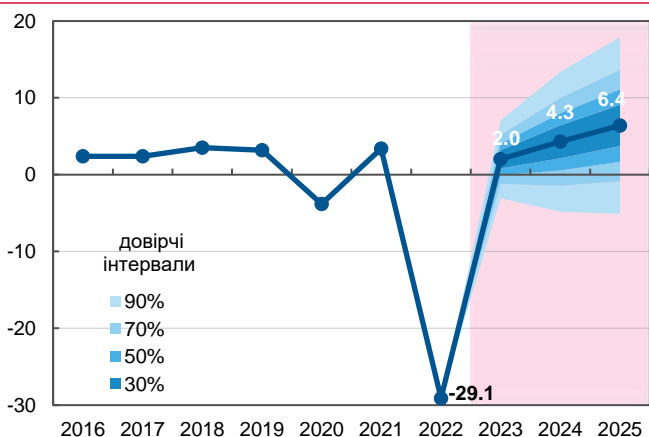
Оновлений макропрогноз передбачає початок циклу зниження облікової ставки в IV кварталі 2023 року (січневий прогноз передбачав початок зниження облікової ставки з II кварталу 2024 року). Поліпшення макроекономічної ситуації, у тому числі стрімкіше зниження інфляції та накопичення комфортного рівня міжнародних резервів, створює передумови для швидшого, ніж передбачалося раніше, зниження облікової ставки. Навіть за такого сценарію монетарні умови залишатимуться достатньо жорсткими на прогностичному горизонті. Це зумовлюватиметься подальшим сповільненням інфляції, поліпшенням інфляційних очікувань та відповідно збереженням високої реальної дохідності гривневих інструментів.

НБУ готовий коригувати час і темп зміни облікової ставки з огляду на подальший розвиток подій на валютному ринку, інфляційну динаміку, стійкість міжнародної підтримки та результативність заходів із забезпечення привабливості гривневих інструментів.

Частина 3. Ризики прогнозу

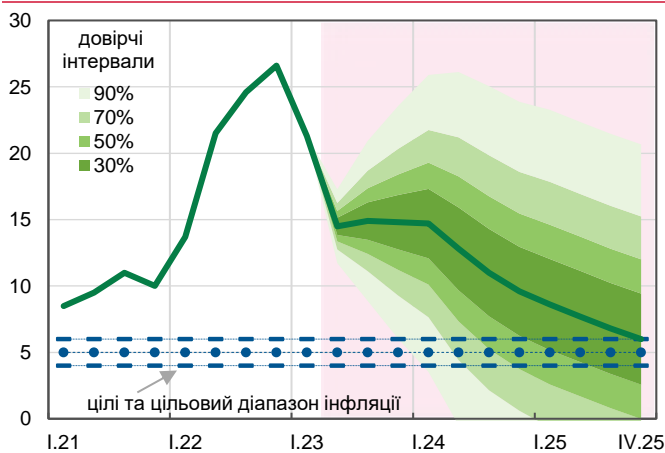
- Основним припущенням цього макропрогнозу є суттєве зниження безпекових ризиків з початку 2024 року завдяки успіхам українських захисників. Відповідно найвагомішим ризиком є вища інтенсивність і триваліший термін повномасштабної воєнної агресії росії.

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 залишаються сталими.

Безпекові ризики залишаються визначальним чинником в оцінці перспектив подальшого розвитку економіки України. Тому найвагомішим ризиком для цього макропрогнозу є триваліший термін та інтенсивність активних бойових дій. Це погіршить перспективи економіки України, посилить інфляційні та девальваційні очікування. За такого сценарію відновлення економіки гальмуватиметься і в 2024 році, незважаючи на пристосування бізнесу до умов високих безпекових ризиків. За оцінками НБУ, якщо період високих безпекових ризиків триватиме до середини 2024 року, економічне зростання у наступному році буде повільнішим (близько 2.0%). Відповідно повільнішим буде відновлення ринку праці, як у частині зниження безробіття, так і підвищення зарплат. Споживчі настрої також залишаться пригніченими, а девальваційні очікування вищими через менші обсяги валютних надходжень від експорту. Інфляція стримуватиметься продовженням мораторію на підвищення тарифів на окремі ЖКП, проте значно прискориться після його скасування. У разі реалізації сценарію більш тривалої війни НБУ зберігатиме жорсткіші монетарні умови. Водночас, частково негативні ефекти від продовження терміну та інтенсивності війни компенсуватимуться більшими обсягами міжнародної допомоги – у негативному сценарії МВФ фінансові потреби на чотири роки дії програми EFF, що гарантуються міжнародними партнерами, зростають до 140 млрд дол США порівняно з 115 млрд дол США у базовому сценарії.

Помітно посилюється ризик припинення або ускладнення роботи "зернового коридору". Додаткові проблеми може створити продовження терміну обмежень імпорту українського продовольства окремими європейськими країнами. Такий сценарій погіршить перспективи експорту сільськогосподарської продукції та зменшить валютні надходження (на 270 млн дол. на місяць – у разі продовження заборони експорту продовольства в сусідні країни, на 290 млн дол. на місяць – у разі непоновлення дії "зернового коридору" та на 800 млн дол на місяць – у разі одночасної дії обох обмежень з урахуванням часткової переорієнтації на альтернативні шляхи поставок). Обмеження експорту тимчасово знизять продовольчу інфляцію в Україні за рахунок збільшення пропозиції на внутрішньому ринку. Але це ускладнить діяльність аграріїв та може змусити їх зменшувати посіви, що негативно відобразиться в подальшому на економічній активності та підвищить тиск на обмінний курс.

		Ймовірність настання ризику		
		Низька <15%	Середня 15–25%	Висока 25–50%
Ступінь впливу на базовий сценарій	Слабкий		Розгортання банківської кризи в провідних країнах	
	Помірний	Поновлення дефіциту електроенергії через пошкодження інфраструктури	Посилена еміграція	Блокування роботи "зернового коридору" та/або поставок продовольства окремими європейськими країнами
	Сильний		Розбалансування державних фінансів (емісійне фінансування бюджету, скорочення міжнародної допомоги, замороження тарифів на ЖКП) Швидка реалізація масштабного плану відбудови України "план Маршалла"	Триваліший термін війни, ескалація

Погіршення економічних умов внаслідок тривалої війни також може призвести до значних викликів для державних фінансів. Простір для маневру в державних фінансах є суттєво обмеженим, враховуючи все ще пригнічену економічну активність, що відображається на податкових надходженнях, та стиснений потенціал оптимізації витрат. Отже, надзвичайно важливими є ефективні і виважені дії органів влади щодо оптимального використання наявних ресурсів на найбільш нагальні напрями (насамперед оборона та соціальна підтримка населення) та уникнення ініціатив щодо збільшення витрат без забезпечення відповідного їх покриття. З іншого боку, непередбачуваний розвиток війни, поява додаткових бюджетних потреб, насамперед на сектор оборони, можуть вимагати повторення емісійного фінансування бюджету з боку НБУ, коли потенціал всіх інших джерел фінансування буде повністю вичерпаний. Це погіршить девальваційні очікування та прискорить інфляцію. За такого сценарію НБУ також буде змушений довше утримувати вищі процентні ставки, ніж передбачено в базовому сценарії.

Коригування енергетичних тарифів у сфері ЖКП може стати окремим ризиком для прогнозу інфляції. Їх висока соціальна значущість впливатиме на майбутні рішення щодо термінів їх приведення до економічно обґрунтованих рівнів. Відтермінування прийняття таких рішень призведе до накопичення квазіфіскальних дефіцитів та погіршення фінансового стану державних енергокомпаній. Це може викликати нестабільність на ринку енергоресурсів і зниження потенціалу відновлення в цій галузі. Крім того, додатковий ціновий тиск відкладатиметься на майбутнє. Згодом стрімке підвищення тарифів створюватиме значний інфляційний тиск і обумовить потребу в значному збільшенні субсидій для населення.

Високим залишається ризик подальших обстрілів агресором енергетичної інфраструктури. Це може призвести до поновлення дефіциту е/е. У разі значних пошкоджень потужностей енергосистеми можуть відновитися відключення побутових і промислових споживачів, що обмежуватиме економічну активність. За такого розвитку подій темпи зростання ВВП будуть меншими, ніж у базовому сценарії прогнозу, а також посиляться тиск на обмінний курс внаслідок підвищення попиту на імпортне обладнання та енергоресурси.

Потенційне розгортання банківської кризи в провідних країнах у разі виходу ситуації з-під контролю державних регуляторів може суттєво уповільнити світову економічну активність, загальмувати міжнародну торгівлю, погіршити доступ до ринку капіталів. Спостерігатиметься вплив капіталу з ризикових активів, зокрема й країн ЕМ. У поточних умовах для української економіки прямий вплив буде обмеженим, оскільки Україна не виходить на міжнародні ринки капіталу. Цей ризик проявиться насамперед через скорочення валютних доходів від експорту внаслідок зниження попиту та цін на сировинні товари. Частково це

компенсуватиметься подальшим здешевленням енергоносіїв.

Натомість швидка реалізація проєкту відновлення України разом з євроінтеграційними реформами дасть змогу значно прискорити темпи економічного зростання. Наразі плани відновлення України після війни передбачають тісну співпрацю з міжнародними кредиторами та донорами, оскільки необхідні обсяги інвестицій для відновлення ушкодженої інфраструктури та виробництва вимірюються вже сотнями мільярдів доларів США. Очікувані надходження коштів на відбудову не враховані в межах базового сценарію макроекономічного прогнозу. Швидка реалізація такої програми призведе до збільшення доходів населення і зниження безробіття швидше, ніж передбачається в базовому сценарії. Зростання доходів не матиме значних проінфляційних ефектів, оскільки ціновий тиск буде нівельований сприятливою ситуацією на валютному ринку через приплив валюти в країну та зниження премії за ризик. Це дасть змогу НБУ стрімкіше пом'якшувати монетарну політику, ніж передбачено в базовому прогнозі.

Макроекономічний прогноз (Квітень 2023)

Показники	2022					2023					2024					2025							
	2019	2020	2021	факт/оцінка	прогноз 01.2023	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 01.2023	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 01.2023	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 01.2023
РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше																							
Номінальний ВВП, млрд грн	3977	4222	5451	5191	4825	1226	1493	1808	1983	6510	5985	1456	1772	2142	2330	7700	7085	1697	2063	2477	2674	8910	8175
Реальний ВВП	3.2	-3.8	3.4	-29.1	-30.3	-13.5	15.9	3.9	3.7	2.0	0.3	2.4	3.6	4.8	5.8	4.3	4.1	6.1	6.4	6.5	6.6	6.4	6.4
Дефлятор ВВП	8.2	10.3	25.1	34.3	26.8	30.0	25.5	21.7	17.7	22.9	23.7	16.0	14.5	13.3	11.1	13.4	13.7	9.8	9.5	8.6	7.7	8.7	8.4
ІСЦ (середнє за період)	7.9	2.7	9.4	20.2	20.2	-	-	-	-	17.1	20.3	-	-	-	-	12.8	14.4	-	-	-	-	7.6	7.9
ІСЦ (на кінець періоду)	4.1	5.0	10.0	26.6	26.6	21.3	14.5	14.9	14.8	14.8	18.7	14.7	12.8	11.0	9.6	9.6	10.4	8.6	7.7	6.8	6.0	6.0	6.7
Базова інфляція	3.9	4.5	7.9	22.6	22.6	19.8	14.5	12.4	12.5	12.5	15.8	12.3	12.2	9.7	7.2	7.2	8.7	5.8	4.7	3.5	2.8	2.8	3.0
Небазова інфляція	4.8	5.9	13.5	30.6	30.6	22.8	14.5	17.4	17.7	17.7	21.9	17.6	13.4	12.5	12.2	12.2	12.3	11.8	11.0	10.4	9.6	9.6	10.5
Сирі продтовари	3.9	4.1	11.8	41.6	41.6	31.6	20.4	18.8	18.7	18.7	25.7	15.0	11.2	6.5	5.0	5.0	4.0	5.0	4.2	3.6	3.1	3.1	3.1
Адміністративно регульовані ціни	8.6	9.9	13.6	15.3	15.3	13.5	13.0	14.1	15.1	15.1	14.7	16.5	13.0	21.9	23.6	23.6	24.5	22.6	21.6	19.8	18.8	18.8	20.2
Номінальна заробітна плата (у середньому за період)	18.4	10.4	20.9	6.0	0.5	13.4	31.2	26.0	18.0	21.9	25.0	18.4	19.4	19.3	19.4	19.2	21.7	16.0	14.1	11.8	9.3	12.7	12.4
Реальна заробітна плата (у середньому за період)	9.8	7.4	10.5	-11.4	-15.8	-8.7	12.4	9.9	3.2	3.7	3.3	2.9	5.1	6.2	8.4	5.7	6.5	6.5	5.7	4.5	3.0	4.9	4.3
Безробіття, % (МОП, у середньому за період)	8.2	9.5	9.8	21.1	25.8	-	-	-	-	18.3	26.1	-	-	-	-	16.5	20.0	-	-	-	-	14.7	17.6
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР																							
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	-87.3	-224	-187	-845	-845	-	-	-	-	-1271	-912	-	-	-	-	-811	-635	-	-	-	-	-577	-487
% від ВВП	-2.2	-5.3	-3.4	-16.3	-17.5	-	-	-	-	-19.5	-15.2	-	-	-	-	-10.5	-9.0	-	-	-	-	-6.5	-6.0
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд грн	-89.2	-243	-195	-846	-846	-	-	-	-	-1270	-912	-	-	-	-	-810	-636	-	-	-	-	-578	-487
% від ВВП	-2.2	-5.8	-3.6	-16.3	-17.5	-	-	-	-	-19.5	-15.2	-	-	-	-	-10.5	-9.0	-	-	-	-	-8.2	-6.9
ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)																							
Поточний рахунок, млрд дол.	-4.1	5.3	-3.9	8.0	8.6	-0.8	-2.9	-3.5	-6.3	-13.5	-20.4	-4.4	-2.8	-2.0	-1.5	-10.6	-8.4	-2.8	-1.7	-1.7	-1.5	-7.7	-5.5
Експорт товарів та послуг, млрд дол.	63.6	60.7	81.5	57.0	57.1	13.7	11.9	12.3	13.5	51.4	49.0	12.6	13.0	14.6	16.1	56.3	56.8	14.3	14.3	15.7	17.0	61.3	60.8
Імпорт товарів та послуг, млрд дол.	76.1	63.1	84.2	83.0	80.9	23.0	22.7	23.5	24.0	93.2	99.9	22.1	21.3	21.9	22.7	88.0	85.2	20.8	20.3	21.7	22.9	85.7	80.4
Приватні грошові перекази в Україну, млрд дол.	11.9	12.0	14.0	12.8	13.1	2.9	3.2	3.3	3.4	12.9	15.9	3.1	3.4	3.5	3.8	13.9	15.0	3.3	3.5	3.8	4.2	14.7	14.8
Фінансовий рахунок, млрд дол.	-10.1	3.3	-4.4	11.1	11.5	-4.6	-5.3	-3.1	-4.0	-17.0	-13.2	-3.6	-1.5	-2.2	-2.0	-9.3	-6.8	-2.4	-2.1	-2.5	-2.2	-9.2	-7.4
Зведений баланс, млрд дол.	6.0	2.0	0.5	-2.9	-2.9	3.9	2.4	-0.4	-2.2	3.6	-7.2	-0.8	-1.3	0.2	0.5	-1.4	-1.6	-0.5	0.4	0.8	0.7	1.5	1.9
Валові резерви, млрд дол.	25.3	29.1	30.9	28.5	28.5	31.9	36.9	36.4	34.5	34.5	27.0	33.8	34.0	34.7	36.1	36.1	31.0	35.3	35.7	36.1	37.1	37.1	34.6
Місяців імпорту майбутнього періоду	4.8	4.2	4.5	3.7	3.4	4.1	4.9	4.9	4.7	4.7	3.8	4.7	4.8	4.9	5.1	5.1	4.6	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)																							
Грошова база, %	9.6	24.8	11.2	19.6	19.6	9.0	12.4	16.5	24.9	24.9	26.3	2.0	5.7	9.4	17.1	17.1	12.0	-1.5	1.0	4.0	11.2	11.2	8.4
Грошова маса, %	12.6	28.6	12.0	20.8	21.0	2.3	7.4	12.8	19.2	19.2	17.8	3.9	7.4	11.2	16.3	16.3	11.9	1.0	4.3	7.1	11.7	11.7	11.2
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	2.8	2.3	2.6	2.0	1.9	-	-	-	-	2.2	2.0	-	-	-	-	2.2	2.1	-	-	-	-	2.3	2.2

Припущення прогнозу

Показники		2020*	2021*	2022*	2023	2024	2025
Повна доступність портів Чорного моря				-	-	+	+
Офіційне фінансування	млрд дол.			32.6	42.2	26.4	16.8
Міграція (чиста, без урахування рф та білорусі)	млн осіб			-5.0	0.1	0.6	0.7
Реальний ВВП країн - ОТП України (UAWGDP)	% р/р	-3.4	6.2	3.5	2.0	3.0	2.9
Споживча інфляція в країнах - ОТП України (UAWCPI)	% р/р	2.1	6.4	14.0	5.9	3.9	3.3
Світові ціни:**							
Сталь, Steel Billet Exp FOB Ukraine	дол./т	389.4	615.0	618.1	616.1	549.3	497.2
	% р/р	-5.2	57.9	0.5	-0.3	-10.8	-9.5
Залізна руда, China import Iron Ore Fines 62% FE	дол./т	108.9	161.7	121.4	118.1	82.8	74.7
	% р/р	16.1	48.5	-24.9	-2.7	-29.9	-9.8
Пшениця, No.1 Hard Red Winter, ordinary protein, Kansas City	дол./т	185.5	263.5	360.2	307.9	272.6	251.8
	% р/р	12.6	42.0	36.7	-14.5	-11.5	-7.6
Кукурудза, Yellow #2 Delivery USA Gulf	дол./т	165.5	259.4	318.4	265.0	229.2	215.8
	% р/р	-2.7	56.7	22.7	-16.8	-13.5	-5.8
Нафта, Brent	дол./бар.	42.3	70.4	99.8	89.1	81.4	69.5
	% р/р	-33.9	66.4	41.8	-10.7	-8.6	-14.6
Газ, Netherlands TTF	дол./тис. м ³	115.0	575.5	1362.9	766.5	632.3	456.8
	% р/р	-28.7	400.4	136.8	-43.8	-17.5	-27.8
Обсяги транзиту газу	млрд м ³	55.8	41.6	20.6	15.0	15.0	15.0
Урожай зернових та зернобобових	млн т	64.9	86.0	53.9	45.0	49.2	53.8
Мінімальна зарплата**	грн	4815	6042	6550	6700	7665	8200

* Фактичні дані.

** У середньому за рік.

Абревіатури та скорочення

АПК	Агропромисловий комплекс	ООН	Організація Об'єднаних Націй
АЕС	Атомна електростанція	ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти
ВВП	Валовий внутрішній продукт	ОТП	Основні торговельні партнери
ВПО	Внутрішньо переміщені особи	ПДВ	Податок на додану вартість
ГАЕС	Гідроакумуюча електростанція	ПТКС	Програмно-технічний комплекс самообслуговування
ГЕС	Гідроелектростанція	ПФУ	Пенсійний фонд України
ГМК	Гірничо-металургійний комплекс	РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ДГ	Домогосподарства	рф	російська федерація
ДКСУ	Державна казначейська служба України	с/г	Сільське господарство
ДМСУ	Державна митна служба України	СЗДУ	Сектор загального державного управління
ДС	Депозитні сертифікати	США	Сполучені Штати Америки
ДССУ	Державна служба статистики України	ТКЕ	Теплокомуненерго
ДЦЗ	Державний центр зайнятості	УЗ	Укрзалізниця
e/e	Електроенергія	ФО	Фізичні особи
ЄБА	Європейська бізнес-асоціація	ФОП	Фізична особа-підприємець
ЄКР	Єдиний казначейський рахунок	ФРС	Федеральна резервна система США
ЄС	Європейський Союз	ЦБ	Центральний банк
ЄСВ	Єдиний соціальний внесок	ЦЕС	Центр економічної стратегії
ЄЦБ	Європейський центральний банк	ЦСЄ	Центральна та Східна Європа
ЖКП	Житлово-комунальні послуги	АТМ	Банкомат
ЗЗР	Засоби захисту рослин	ЕМ	Emerging Markets, країни, ринки яких розвиваються
ІДО	Індекс ділових очікувань	IIF	Institute of International Finance
ІЕД	Інститут економічних досліджень	PMI	Purchasing Managers' Index, індекс ділової активності
ІСЦ	Індекс споживчих цін	UAWCPI	Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України
КМП	Комітет з монетарної політики	UAWGDP	Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України
КШЕ	Київська школа економіки	UIIR	Український індекс міжбанківських ставок
МВФ	Міжнародний валютний фонд	UNCTAD	Конференція ООН з торгівлі та розвитку
МОМ	Міжнародна організація міграції		
МОП	Міжнародна організація праці		
МФУ	Міністерство фінансів України		
НБУ	Національний банк України		
НЕОК	Номінальний ефективний обмінний курс		
НФК	Нефінансові корпорації		
ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики		
тис.	тисяча	в. п.	відсотковий пункт
млн	мільйон	бар.	барель
млрд	мільярд	р/р	у річному вимірі, річна зміна, до відповідного періоду попереднього року
грн	гривня	кв/кв	до попереднього кварталу, у квартальному вимірі
долар, дол.	долар США	с/с	у сезонно скоригованому вимірі
п.	пункт	м/м	до попереднього місяця, у місячному вимірі
б. п.	базисний пункт	п. ш.	права шкала