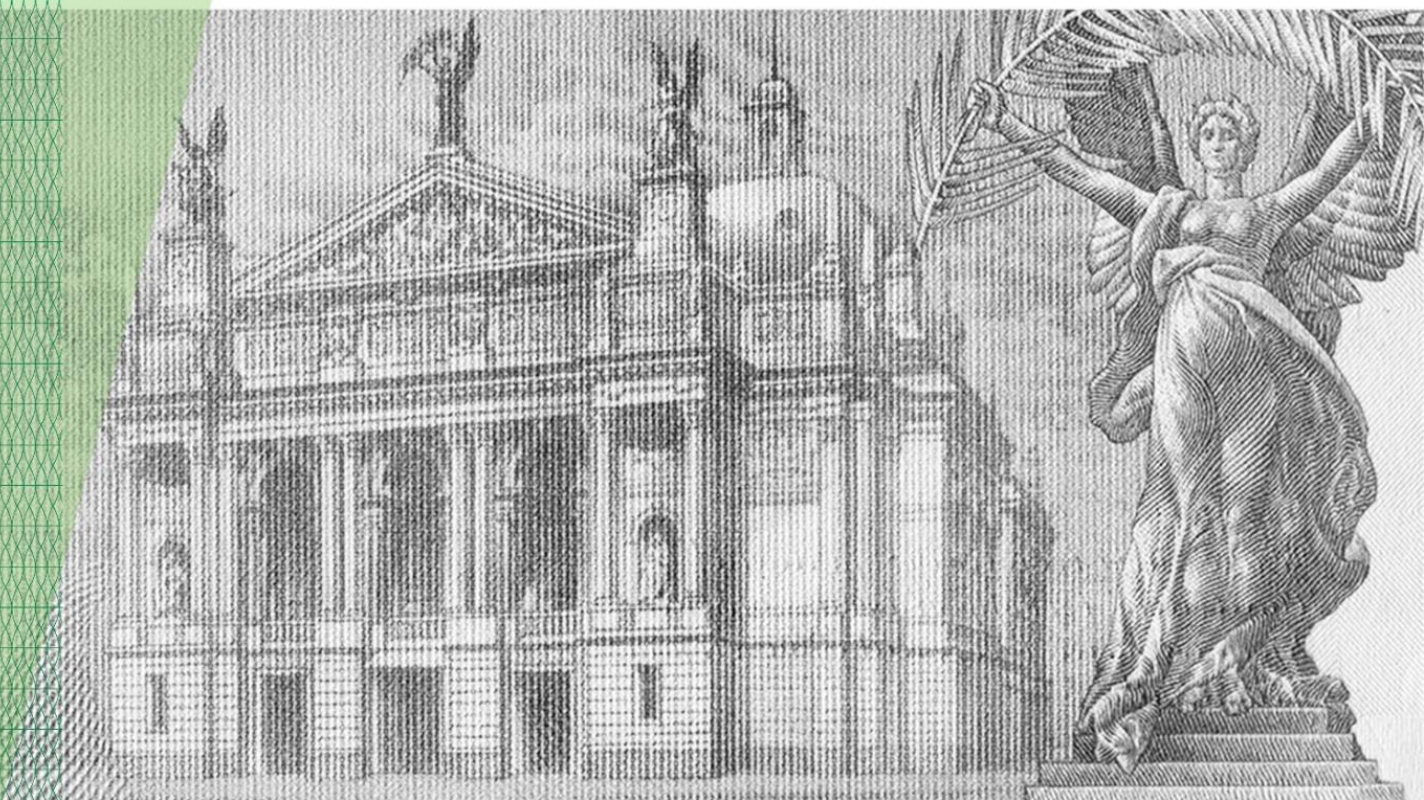




Національний  
банк України

# Інфляційний звіт

Липень 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 емсійного 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, дає змогу 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 реалізації затвердженої [Стратегії](#) пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування.

Аналіз у поточному Інфляційному звіті (липень 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 липня 2023 року. Інфляційний звіт містить прогноз економічного розвитку країни у 2023–2025 роках, підготовлений Департаментом монетарної політики та економічного аналізу і 27 липня 2023 року схвалений на засіданні Правління НБУ з питань монетарної політики<sup>1</sup>.

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](#).

---

<sup>1</sup> Рішення Правління Національного банку України від 27 липня 2023 року №256-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

## Зміст

Головне	4
Частина 1. Зовнішнє середовище	8
Вставка 1. Короткострокове прогнозування світових цін на сталь та залізну руду	12
Частина 2. Економіка України	14
2.1. Інфляційний розвиток	14
2.2. Попит і випуск	18
Вставка 2. Наслідки руйнування Каховської ГЕС	21
2.3. Ринок праці та доходи домогосподарств	23
2.4. Фіскальний сектор	26
Вставка 3. Вплив військової допомоги Україні на економіки країн-партнерів	30
2.5. Платіжний баланс	32
2.6. Монетарні умови та фінансові ринки	36
Вставка 4. Трансмисія облікової ставки НБУ в ставки за строковими гривневими депозитами домогосподарств	39
Частина 3. Ризики прогнозу	42
Абревіатури та скорочення	47

## Головне

Базовий сценарій макроекономічного прогнозу НБУ ґрунтується на припущеннях про послідовне дотримання Україною зобов'язань програми розширеного фінансування з МВФ, проведення злагоджених монетарної та фіскальної політик, поступове нівелювання квазіфіскальних дисбалансів, зокрема в енергетичній сфері. Також базовий сценарій припускає відчутне зменшення безпекових ризиків із середини 2024 року, що сприятиме повноцінному розблокуванню морських портів, зниженню премії за суверенний ризик та поверненню в Україну вимушених мігрантів.

### У першому півріччі інфляція суттєво знизилася, у тому числі завдяки заходам НБУ

Споживча інфляція в річному вимірі з понад 26% на початку року сповільнилася до 12.8% у червні, що перевершило очікування НБУ. Крім ефекту бази порівняння, важливу роль відіграли чинники пропозиції, серед них насичення ринків продовольства та пального, а також зниження світових цін на енергоносії.

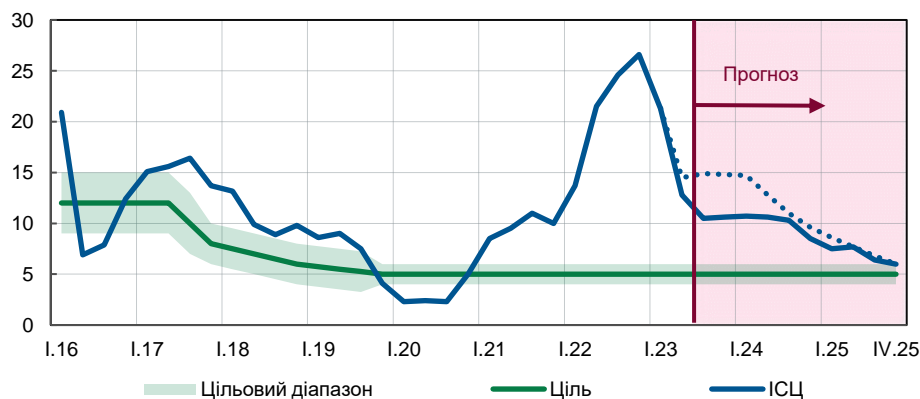
Помітний вплив на цінову динаміку мали й заходи НБУ, зокрема підвищення вимог до обов'язкового резервування та зміна операційного дизайну монетарної політики. Ці кроки сприяли зростанню привабливості гривневих активів, зокрема завдяки суттєвішому підвищенню банківських ставок за строковими депозитами, та зміцненню готівкового курсу гривні. Стабільній ситуації на валютному ринку також посприяли заходи НБУ з фінансового моніторингу та валютного нагляду. Курсовий чинник зрештою зумовив сповільнення інфляції як безпосередньо через ціни на товари, так і опосередковано – через поліпшення очікувань. Останньому також сприяло уникнення монетарного фінансування бюджету цього року.

### НБУ поліпшив прогноз інфляції на поточний та наступні роки. Водночас подальше зниження інфляції очікувано буде менш стрімким, ніж у першому півріччі

Ураховуючи сприятливу динаміку першого півріччя, НБУ суттєво поліпшив прогноз інфляції на цей рік – з 14.8% до 10.6%. Зростання цін сповільнюватиметься за рахунок поступового зниження світової інфляції та все ще доволі жорстких монетарних умов в Україні. НБУ забезпечуватиме стійкість валютного ринку та достатній рівень привабливості гривневих активів, що обмежуватиме ціновий тиск. Вагоме значення матиме незмінність тарифів на більшість житлово-комунальних послуг.

Водночас надалі інфляція знижуватиметься повільніше, ніж у попередні місяці. Це пов'язано з вичерпанням ефекту бази порівняння, поверненням довоєнного рівня оподаткування пального та червневим підвищенням цін на електроенергію для побутових споживачів. Крім того, на цінову динаміку певною мірою вплинуть і російські теракти на півдні України, зокрема підрив Каховської ГЕС.

Графік 1<sup>2</sup>. Зміна ІСЦ (станом на кінець періоду, % р/р) та інфляційні цілі



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

<sup>2</sup> Якщо не позначено інше – пунктирна лінія на графіках означає попередній прогноз.

У наступні роки тенденція до зниження інфляції збережеться. Зменшення безпекових ризиків дасть змогу відновити оптимальні логістичні шляхи, розширити виробництво та наростити врожаї. Крім того, це відкриє шлях для відновлення припливу інвестицій в Україну. Сповільненню інфляції сприятиме також подальше зниження світових цін, зокрема на енергоносії. Зазначені чинники переважають проінфляційний вплив поживлення внутрішнього попиту, зростання заробітних плат та коригування деяких житлово-комунальних тарифів у післявоєнний період. Тому НБУ очікує, що інфляція у 2024 році знизиться до 8.5%, а в 2025 році – до 6%.

### **Економіка показує стійкість до нових викликів війни і цього року зросте на 2.9%**

Зростання внутрішнього попиту в умовах стабільного функціонування енергосистеми та макрофінансової стійкості сприяло подальшому відновленню економічної активності. Однак зростання економіки обмежували постійні ракетні обстріли, російський саботаж роботи "зернового коридору" та нові руйнування інфраструктурних об'єктів. Крім того, негативно впливали на бізнес торговельні обмеження для української агропродукції з боку низки країн ЄС. Ці чинники зумовили скорочення експорту України в II кварталі та стримуватимуть відновлення економіки надалі. Водночас фактичні результати I кварталу виявилися ліпшими, ніж передбачав попередній макропрогноз. Поживлення економіки тривало і в II кварталі як у виробничих секторах, так і в секторі послуг. Ураховуючи це, НБУ помірно підвищив прогноз зростання реального ВВП у 2023 році – з 2.0% до 2.9%.

Надалі економічне зростання пришвидшиться, ураховуючи припущення прогнозу НБУ про зниження безпекових ризиків у середині 2024 року. Експорт відновлюватиметься активніше після налагодження морської логістики та припинення обстрілів інфраструктури. Поступове повернення мігрантів сприятиме поживленню споживчого попиту, а інвестиції суттєво зростуть на етапі відбудови країни. Вагому роль у стимулюванні економіки і надалі відіграватиме м'яка фіскальна політика – дефіцит бюджету залишатиметься значним через потреби в підтримці обороноздатності та економічного відновлення. З огляду на це НБУ прогнозує зростання реального ВВП у 2024 році на 3.5%, а у 2025 році – на 6.8%.

### **Ритмічне надходження офіційного фінансування сприяло зростанню міжнародних резервів до історично рекордного рівня. Подальша міжнародна підтримка залишається критично важливою**

З початку року Україна отримала майже 27 млрд дол. у формі кредитів та грантів від міжнародних партнерів (станом на 27 липня 2023 року), що значно перевищило продаж валюти НБУ для балансування валютного ринку. Завдяки ритмічній зовнішній допомозі міжнародні резерви України на кінець червня сягнули історичного рекорду – 39 млрд дол. Зовнішня підтримка разом із активізацією внутрішнього боргового ринку дала змогу уряду покривати значний дефіцит бюджету без звернення за емісійним фінансуванням. Очікується, що за підсумками цього року міжнародна допомога сягне 42 млрд дол. Ці надходження стримають розширення дефіциту поточного рахунку та з надлишком забезпечать його фінансування.

Міжнародна підтримка залишатиметься дуже важливою для збереження макрофінансової стабільності і в наступні роки. Так, з огляду на все ще значні видатки на оборону для фінансування дефіциту бюджету наступного року потрібно щонайменше 37 млрд дол. Навіть після завершення активних бойових дій високі потреби в зовнішньому фінансуванні зберігатимуться через обмежений експортний потенціал та суттєву потребу в імпорті для повоєнної відбудови країни. Україні потрібно продовжувати успішну співпрацю з МВФ та іншими міжнародними партнерами.

### **З огляду на стрімке зниження інфляції, тривалу стійку ситуацію на валютному ринку, високий рівень міжнародних резервів, результативність попередніх заходів з підвищення привабливості гривневих активів НБУ розпочав цикл зниження облікової ставки раніше, ніж передбачав попередній прогноз**

Попередні заходи НБУ сприяли суттєвому поживленню конкуренції банків за строкові заощадження в гривні. Банківські ставки за гривневими вкладками влітку й надалі підвищувалися. Водночас стрімке зниження інфляції та стабільна ситуація на

валютному ринку мотивували вкладників дедалі більше переорієнтовувати свої заощадження на строкові вкладення у національній валюті. Крім того, спроможність НБУ забезпечувати курсову стійкість завдяки міжнародній допомозі помітно посилилася, що додає оптимізму очікуванням вкладників.

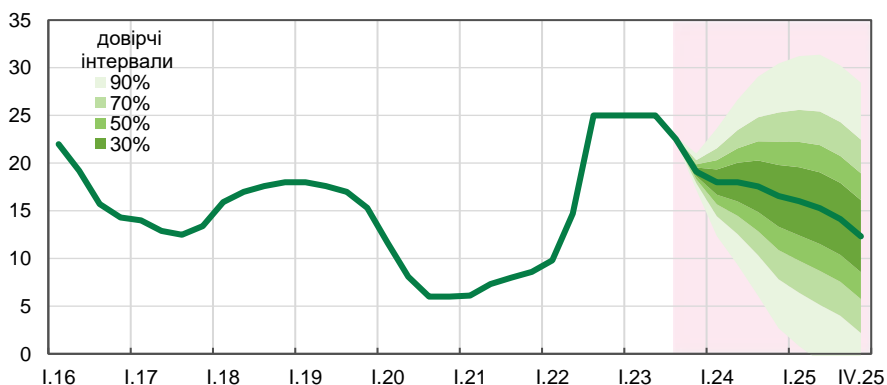
Сприятливі тенденції сформували передумови для швидшого початку циклу зниження облікової ставки. НБУ знизив облікову ставку на 3 в.п. до 22%. Також знижені ставки за депозитними сертифікатами овернайт на 2 в.п. до 18% і за кредитами рефінансування – на 3 в.п. до 24%. Ставка за тримісячними депозитними сертифікатами й надалі дорівнюватиме обліковій ставці.

Ураховуючи поліпшення інфляційних очікувань та очікуване подальше сповільнення інфляції, привабливість гривневих заощаджень зберігатиметься навіть в умовах зниження ставок. Це є запорукою забезпечення курсової стійкості на тлі пом'якшення валютних обмежень і переходу до більшої гнучкості обмінного курсу. Водночас зниження ставок НБУ підтримає відновлення економіки в умовах збереження макрофінансової стабільності.

**Облікова ставка знижуватиметься і надалі за умови збереження стійкості валютного ринку та сповільнення інфляції. НБУ враховуватиме необхідність підтримання високої привабливості гривневих активів на етапі пом'якшення валютних обмежень і переходу до гнучкішого курсоутворення**

Оновлений макропрогноз передбачає подальше зниження облікової ставки. НБУ знижуватиме облікову ставку поступово, щоб не зашкодити тенденції до стійкого сповільнення інфляції та стійкості валютного ринку. Головною передумовою цього є підтримання достатньої привабливості гривневих активів, що забезпечувало б захист заощаджень у національній валюті від інфляційного знецінення.

**Графік 2. Облікова ставка НБУ, середня, %**



Джерело: розрахунки НБУ.

Збереження високого рівня довіри до гривні є вкрай важливим на етапі пом'якшення валютних обмежень і переходу до гнучкішого курсоутворення. Наприкінці червня НБУ затвердив [Стратегію пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування](#), що було одним із структурних маяків у межах програми розширеного фінансування з МВФ. Окремі валютні обмеження вже пом'якшено. Передумови для переходу до режиму більшої курсової гнучкості з обмеженими коливаннями наразі формуються. НБУ здійснюватиме його поступово та узгоджено з процентною політикою та прогресом у пом'якшенні обмежень.

Прогноз облікової ставки не є зобов'язанням НБУ. Подальші рішення щодо оптимальної процентної політики значною мірою залежатимуть від реалізації припущень прогнозу та тенденцій ключових макроекономічних і фінансових індикаторів.

**Ключовим ризиком для цього прогнозу залишається триваліший термін та інтенсивність війни**

НБУ закладає в новий прогноз припущення щодо суттєвого зниження безпекових ризиків у середині 2024 року. Довша, ніж припускається, тривалість повномасштабної війни

загрожуватиме додатковими втратами для економічного зростання, зокрема через суттєвіші руйнування та більшу міграцію. Це також може мати негативні наслідки для цінової динаміки, насамперед через вищий тиск на курсові та інфляційні очікування. Вагомими є також інші ризики:

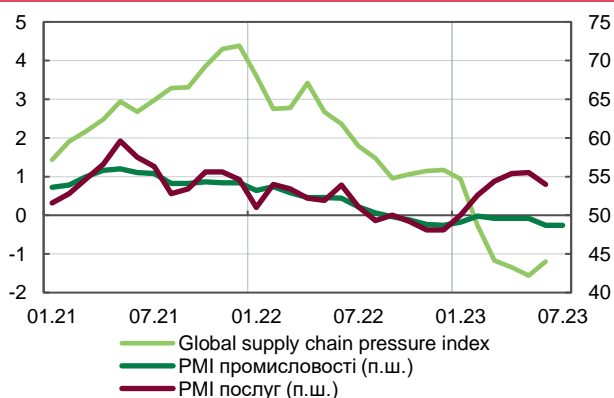
- зниження обсягів чи втрата ритмічності надходження міжнародної допомоги;
- поновлення суттєвого дефіциту електроенергії внаслідок значних руйнувань енергетичної інфраструктури, що призведе до обмеження економічної активності та експорту, збільшення потреби в імпорті та, відповідно, посилення тиску на валютному ринку;
- нові масштабні теракти, які обмежуватимуть експортну логістику, а також економічний потенціал країни загалом;
- виникнення додаткових бюджетних потреб (для підтримання обороноздатності, ліквідації наслідків терактів тощо) і значних квазіфіскальних дефіцитів, зокрема в енергетичній сфері;
- подальші ускладнення для експорту агропродукції, зокрема в разі продовження чи розширення торговельних обмежень окремими європейськими країнами.

Новий макропрогноз побудовано на консервативному припущенні щодо заблокованого "зернового коридору" й надалі. Поновлення його функціонування або розширення альтернативних маршрутів сприятиме збільшенню експортних можливостей, а отже, й активнішому економічному відновленню.

## Частина 1. Зовнішнє середовище

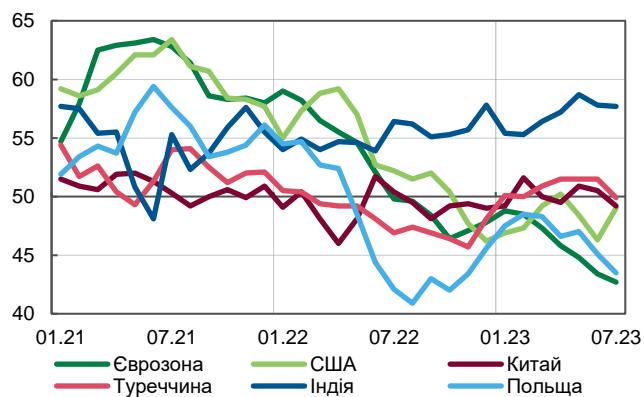
- У поточному році економічне зростання країн–ОТП України залишатиметься млявим через геополітичну напруженість та посилення фінансових умов. Надалі поступове зниження інфляції в умовах стійкого ринку праці сприятиме активізації економічного зростання.
- Попри цю активізацію ціни на світових товарних ринках матимуть тенденцію до зниження під впливом стрімкішого нарощування пропозиції порівняно зі зростанням попиту.
- Через повільне зниження інфляції з високих рівнів фінансові умови залишатимуться жорсткими. Однак різниця в темпах сповільнення інфляції та її наближення до цілей зумовлює асинхронність дій центральних банків світу: провідні ЦБ ще тривалий час утримуватимуть ставки високими, тоді як усе більше ЦБ ЕМ – їх поволі знижуватимуть.

**Графік 1.1. Глобальний PMI та глобальний індекс тиску ланцюгів постачання**



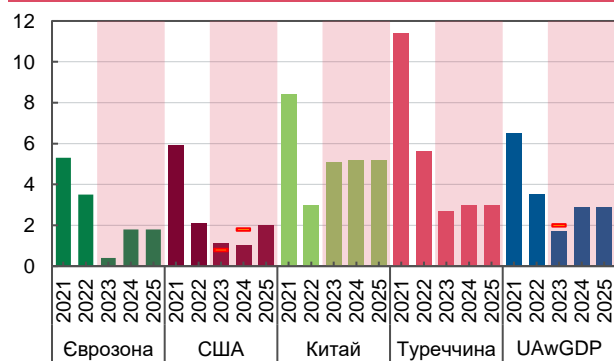
Джерело: J.P.Morgan, S&P Global, FRB of New York.

**Графік 1.2. PMI обробної промисловості окремих країн**



Джерело: S&P Global.

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



— попередній прогноз

Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

### У поточному році економічне зростання країн – ОТП України буде млявим. Далі воно пожвавиться завдяки стійким ринкам праці на тлі поступового зниження інфляції

Упродовж II кварталу зростання [глобальної економіки](#) та економік розвинутих країн – ОТП України втратило початковий імпульс, переважно згенерований швидким виходом Китаю із карантину. Зростання у всіх видах [сфери послуг](#) почало сповільнюватися через високі процентні ставки та підвищення вартості життя. Попри налагодження ланцюгів постачання поглибився спад у промисловості через стрімке падіння попиту. [Ділові очікування](#) на наступні 12 місяців суттєво погіршилися. Це супроводжувалося й подальшим послабленням світової торгівлі. Остання мляво відновлювалася через меншу [торговельну інтенсивність](#) сфери послуг порівняно з промисловістю, адже саме послуги були драйвером зростання глобальної економіки на початку року. Водночас [барометр світової торгівлі](#) товарами свідчив про певне поліпшення ситуації в II кварталі, його рівень залишався нижче тренду. Загалом динаміка барометра відповідає прогнозу зростання світової торгівлі [товарами](#) на 1.7% у 2023 році з пришвидшенням у наступні роки (у тому числі завдяки [більшій кількості](#) стимулюючих експорт заходів).

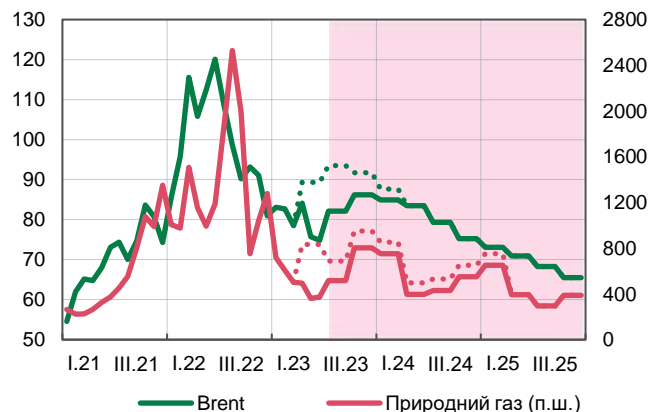
Посилилася різниця в темпах зростання серед країн ЕМ – ОТП України. Економіки більшості країн ЦСЄ увійшли в рецесію через високу інфляцію, що спричинила зниження інвестицій та зменшення реальних доходів населення. Натомість країни Азії зростали завдяки суттєво м'якшим монетарним умовам на тлі нижчої інфляції, що сприяло поживленню внутрішнього попиту, а також відкриттю Китаю, що підтримувало сферу послуг.

Попри загальне послаблення економік країн – ОТП України їх ринок праці залишався сильним. У більшості країн зростання заробітних плат було стійким через потребу компенсації високої інфляції, а рівень безробіття – відносно низьким. Зростання сектору послуг, попри сповільнення, сприяло створенню нових робочих місць.

Очікується, що ефекти від високої інфляції, посилення фінансових умов та геополітичної напруженості стримуватимуть зростання глобальної економіки щонайменше до середини 2024 року. Високі процентні ставки та повільне зростання виробництва дедалі відчутніше позначатимуться на інвестиціях в основний капітал. Прогноз темпів зростання країн – ОТП України у

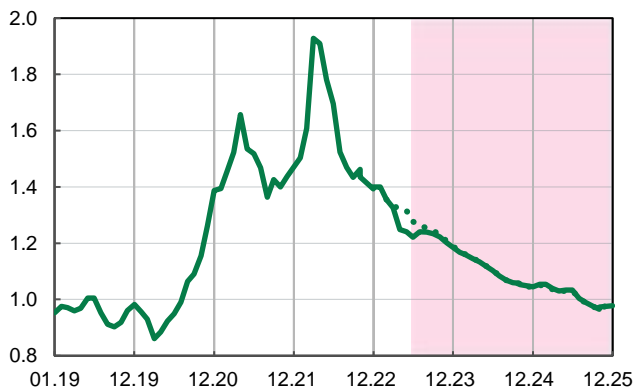


**Графік 1.4.** Світові ціни на нафту марки Brent (дол./бар.) та ціни на природний газ на нідерландському ринку, TTF (дол./тис. м³)



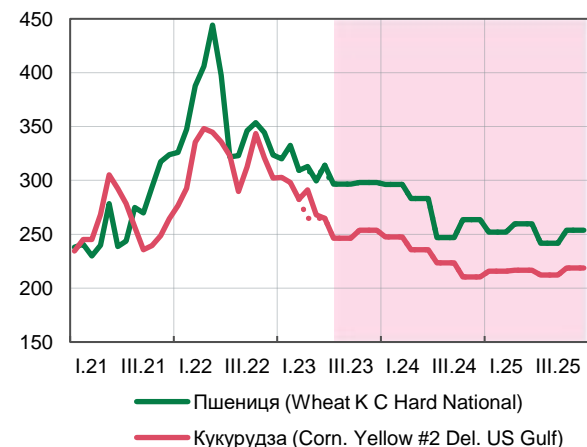
Джерело: Світовий банк, Refinitiv, прогноз НБУ.

**Графік 1.5.** Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСPI), 12.2004=1



Джерело: Світовий банк, розрахунки НБУ.

**Графік 1.6.** Світові ціни на зернові, дол./т



Джерело: Refinitiv, Світовий банк, прогноз НБУ.

2023 році незначно погіршено з огляду на глибше, ніж очікувалося раніше, падіння економік країн ЦСЄ у I кварталі та враховуючи збільшення їх частки у зовнішньоторговельному обороті України. У наступні роки зростання країн – ОТП поживається. Це зумовлюватиметься передусім зростанням споживчого попиту з огляду на стійкі ринки праці та послабленням інфляційного тиску (у тому числі завдяки подальшому зниженню цін на енергоносії).

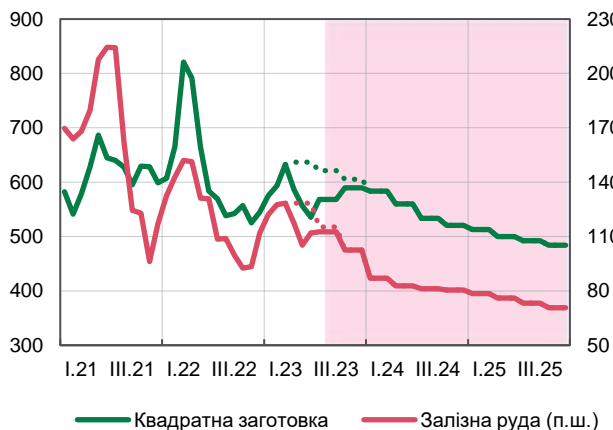
**Випереджаюче зростання пропозиції над попитом, зумовить зниження цін на світових товарних ринках. Це стане одним із чинників послаблення інфляційного тиску у світі**

Світові ціни на енергоносії після короткострокової корекції вгору в опалювальний період матимуть тенденцію до зниження. Так, ціни на нафту були нижчими, ніж очікувалося: слабкий глобальний попит та значний експорт росії переважили обмеження ОПЕК+ (що становило приблизно 5% світового попиту). У другому півріччі очікується незначне підвищення цін на тлі активізації глобальної економіки, зокрема Китаю. Надалі ціни на нафту перебуватимуть під знижувальним тиском з огляду на активне нарощування виробництва США та окремими країнами Латинської Америки й Африки в умовах помірної зростання попиту. Продовження обмежень ОПЕК+ до кінця 2024 року та встановлення нових знижених цільових показників виробництва в наступному році буде недостатньо для стримування падіння цін. Додатково на ціни тиснутиме експорт дешевої російської нафти, зокрема до Китаю, Індії та Туреччини.

Європейські ціни на газ і далі знижувалися та наблизилися до середніх допандемічних рівнів. На тлі низького споживання та заміщення російського трубопровідного газу ЄС увійшов у сезон поповнення своїх газових запасів із історично найвищим рівнем заповнення сховищ – понад 55%. ЄК продовжила дію вимоги щодо скорочення споживання газу на 15% порівняно з середнім показником 2017–2022 років до кінця березня 2024 року. Відповідно досягнення цільового показника зберігання запасів газу на рівні 90% заповнення сховищ до початку опалювального сезону є реалістичним. На прогнозованому горизонті ціни на природний газ на європейському ринку переглянуті в бік зниження з огляду на активне накопичення запасів у поточному році, збільшення виробництва скрапленого природного газу (СПГ) у США та інших країнах, а також постачання дешевого російського газу до Китаю (що зменшує конкуренцію за СПГ з боку одного з найбільших азійських імпортерів, попри очікуване формування стратегічних резервів газу Японією та Індією).

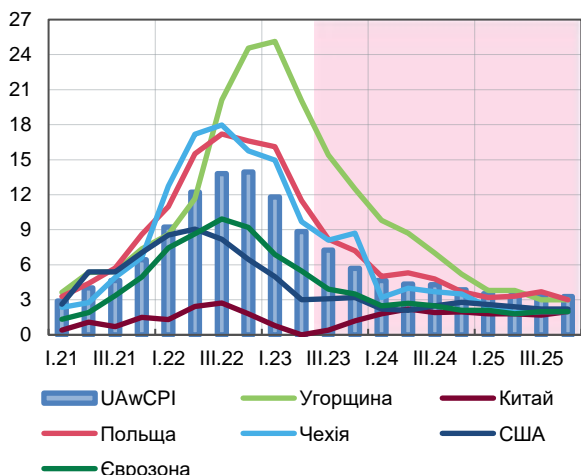
Світові ціни на товари, що переважають в українському експорті, також надалі знижуватимуться. Зокрема, світові ціни на пшеницю та кукурудзу коливатимуться у відносно вузькому діапазоні до кінця 2023 року. Слабкий врожай 2022/2023 МР на тлі посушливої весни та відсутності роботи "зернового коридору" утримуватиме ціни близькими до поточних рівнів попри насичення ринку новим високим урожаєм. У наступні роки ціни знижуватимуться завдяки суттєвому нарощуванню

Графік 1.7. Світові ціни на сталь та залізну руду\*, дол./т



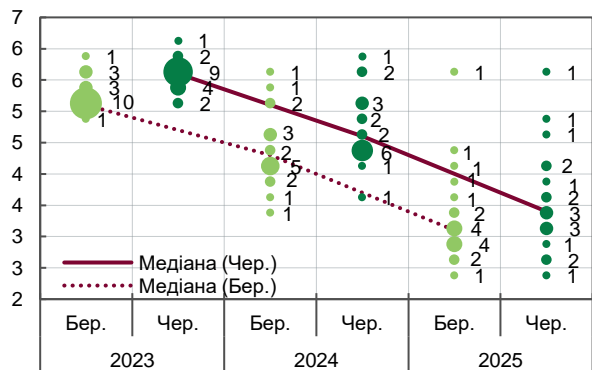
\* Steel Billet Exp FOB Ukraine та China import Iron Ore Fines 62% FE spot (CFR Tianjin port).  
Джерело: Refinitiv, Delphica, прогноз НБУ.

Графік 1.8. UAwCPI (середній за квартал) та споживча інфляція окремих країн – ОТП України на кінець періоду, %, р/р



Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Графік 1.9. Кількість учасників FOMC, що очікують відповідну ставку на кінець року за результатами засідань



Джерело: ФРС.

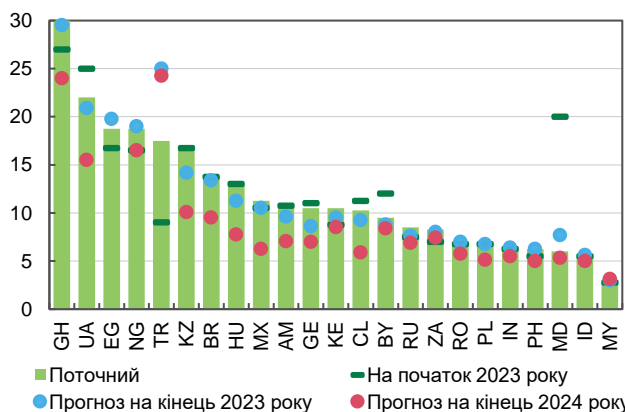
пропозиції, тоді як попит зростатиме повільніше. Так, за оцінками USDA, світове виробництво пшениці у 2023/2024 МР збільшиться на 1.5% р/р завдяки ліпшим урожаюм в Індії, Росії, ЄС. Це дасть змогу задовольнити попит (очікується зростання на 0.9% р/р), насамперед з боку Китаю через погіршення його власного врожаю внаслідок сильних дощів. Світове виробництво кукурудзи зросте у 2023/2024 МР на 6.3% р/р завдяки поліпшенню врожаю в Бразилії, що з надлишком компенсує слабший експорт з Аргентини. Водночас споживання збільшиться лише на 2.9% р/р, найвідчутніше – з боку ЄС. У результаті запаси зростуть на 5.5% р/р. Додатковим чинником тиску в бік зниження цін буде посилення конкуренції на ринку між постачальниками. Зокрема, йдеться про нову угоду між Китаєм та Бразилією. Внаслідок її підписання постачальникам зі США доведеться конкурувати з дешевим бразильським зерном на китайському ринку. Крім того, Мексика планує обмежити імпорт генетично модифікованої кукурудзи, яка становить приблизно 90% урожаю США.

Світові ціни на сталь та руду до кінця поточного року залишатимуться доволі волатильними (детальніше – у вставці "Короткострокове прогнозування світових цін на сталь та залізну руду" на стор. 12). Ціни у 2023 році переглянуто в бік зниження передусім через невідповідність фактичної відбудови міст у Туреччині заявленим цілям уряду цієї країни. Пом'якшення монетарних заходів НБК з метою стимулювання зростання китайської економіки та, зокрема ринку нерухомості, підтримує ринки сталі та руди у другій половині 2023 року. Проте надалі світові ціни на них поволі знижуватимуться: похвалення економічної діяльності в усіх регіонах світу супроводжуватиметься прискореним нарощуванням пропозиції (насамперед, руди) завдяки значній конкуренції, що з надлишком задовольнятиме попит.

**Необхідність боротьби з усе ще високою інфляцією зумовлюватиме жорсткі фінансові умови. Провідні ЦБ ставки утримуватимуть високими, тоді як усе більше ЦБ країн ЄМ – їх знижуватимуть**

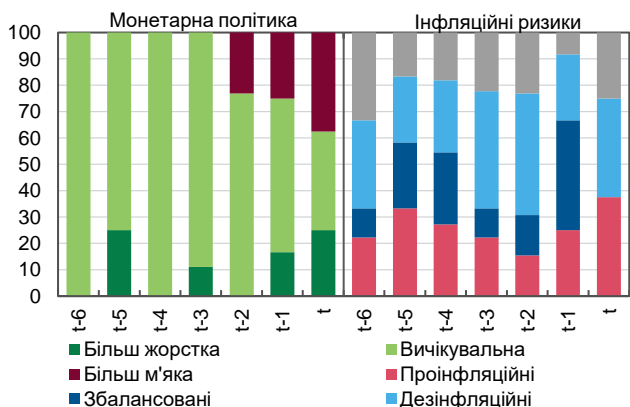
Інфляційний тиск у країнах – ОТП України зменшується за рахунок енергетичної та продовольчої складових. Натомість базова інфляція все ще залишається незмінно високою через стійкий ринок праці. Очікується, що ціни на товари надалі знижуватимуться завдяки повному налагодженню логістики та, відповідно, здешевленню доставки. Однак у найближчі роки інфляція залишатиметься відносно високою через жваве відновлення сектору послуг. Це матиме як прямий ефект на інфляцію через стійкіші ціни на ринкові послуги, так і опосередкований – через тиск з боку заробітних плат, особливо в розвинутих країнах. З іншого боку, глобальний ціновий тиск на товарних ринках, що визначається попитом, наразі перебуває на найнижчому за останні два з половиною роки рівні. Водночас високі процентні ставки мають суттєвий стримуючий вплив на базову інфляцію. Тому посилення або ж утримання жорсткими фінансових умов буде ключовим чинником наближення інфляції до цілей.

Графік 1.10. Ключові процентні ставки в окремих країнах ЕМ, %



Джерело: офіційні сторінки центральних банків, Focus Economics, Oxford Economics, станом на 31.07.2023.

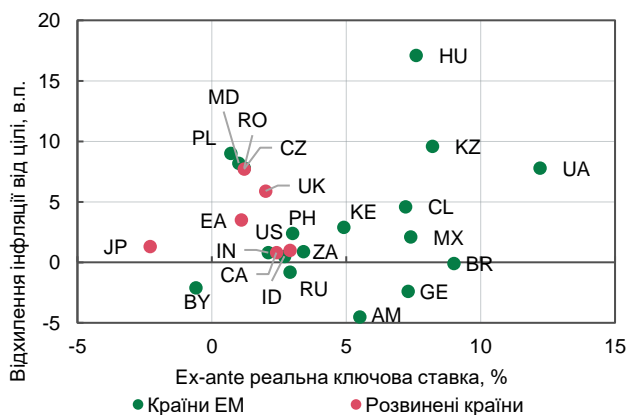
Графік 1.11. Баланс настроїв ЦБ країн ЕМ відповідно до прес-релізів щодо рішень з монетарної політики\*, % ЦБ



\* t – засідання Липень 2023, t-1 – Червень 2023, t-2 – Травень 2023, t-3 – Квітень 2023, t-4 – Березень 2023, t-5 – Лютий 2023, t-6 – Січень 2023.

Джерело: офіційні сторінки центральних банків.

Графік 1.12. Відхилення інфляції від цілі у червні 2023 року та ex-ante реальна ставка\* в окремих розвинутих країнах та країнах ЕМ



\* Номінальна ставка за червень 2023 року, дефльована на прогноз середньої споживчої інфляції на 2024 рік.

Джерело: офіційні сторінки центральних банків, прогноз МВФ (квітень 2023, ІСЦ середній на 2024 рік).

Стрімке синхронне підвищення процентних ставок ЦБ світу, що дало змогу знизити інфляційний тиск з пікових рівнів, завершилося. Відповідно до [CFR's Global Monetary Policy Tracker](#) на основі аналізу 54 ЦБ, посилення монетарної політики досягнуло свого піку в другому півріччі 2022 року. Далі з'явилися ознаки стабілізації з тенденцією до слабкого пом'якшення. Однак загалом монетарна політика залишається доволі жорсткою та, за очікуваннями учасників фінансових ринків, буде такою щонайменше до кінця 2023 року. Різниця в темпах сповільнення інфляції та наближення до інфляційних цілей зумовила різноспрямованість у політиці ЦБ розвинутих країн та країн ЕМ. Тому підвищення процентних ставок і скорочення обсягу цінних паперів на власних балансах провідними ЦБ компенсуватиме пом'якшення монетарної політики у країнах ЕМ. У результаті світові фінансові умови залишатимуться відносно жорсткими.

Провідні ЦБ утримуватимуть монетарну політику жорсткою через потребу подальшої боротьби з інфляцією на тлі стійкого ринку праці. Зокрема, ФРС у червні переглянула рівень ставки на кінець 2023 року в бік суттєвого підвищення (приблизно на 50 б. п.) порівняно з березнем. І хоча очікування учасників фінансових ринків є дещо меншими через ознаки сповільнення темпів зростання економіки США, більшість уже не очікує зниження ставки раніше 2024 року. Зі свого боку ЄЦБ надалі підвищуватиме ставки (прогноз піку процентних ставок зміщено вгору через стійкий рівень базової інфляції) та утримуватиме їх на максимальному рівні довше, ніж очікувалося раніше.

Подальше зростання процентних ставок у провідних країнах посилює ризики макрофінансової стабільності у країнах ЕМ. Обслуговування боргів стає дорожчим, особливо якщо значна частина боргу номінована в доларах США. Збільшується девальваційний тиск на національні валюти, а звуження спреда між дохідністю казначейських облігацій США та суверенних облігацій в іноземній валюті підвищує ймовірність відпливу капіталу. Так, приблизно чверть із [62 країн ЕМ](#) наразі має спред понад 10 в. п. і більш як 40% суверенного боргу підлягає погашенню впродовж наступних трьох років (зокрема країнами з низьким рівнем доходу). Підвищена волатильність фінансових ринків (як зовнішніх, так і внутрішніх), високий рівень зовнішньої заборгованості та значні банківські ризики за внутрішнім суверенним боргом поглиблюють вразливість країн ЕМ до посилення світових фінансових умов.

З іншого боку, інфляційний тиск в країнах ЕМ знижується швидше, а траєкторія зниження базової інфляції є стійкішою порівняно з розвиненими країнами. Вагомим чинником такої динаміки було те, що вони раніше почали агресивне посилення монетарної політики (ще у 2021 році). Крім того, реальні ключові ставки (ex-ante) ЦБ країн ЕМ перебувають високо в додатній площині. Це дає підстави очікувати дедалі більшої активізації щодо пом'якшення політики в другому півріччі 2023–першому півріччі 2024 року.

## Вставка 1. Короткострокове прогнозування світових цін на сталь та залізну руду

Світові ціни на товарних ринках характеризуються високою волатильністю в короткостроковому періоді. Ураховуючи вагому частку сталі та залізної руди у структурі українського експорту, побудова надійних прогнозів світових цін на сталь та залізну руду є важливою складовою моделювання макроекономічних індикаторів. Це підвищує якість макропрогнозу та поліпшує обґрунтованість рішень з монетарної політики. Для короткострокового прогнозування цін на ці товари (на шість місяців уперед) обрано векторні моделі VAR та VECM. Вони мають високу прогностичну здатність, а їх результати закладені в довгостроковий прогноз світових цін на сталь та залізну руду.

**Потреба в короткострокових моделях.** Тоді як у довгостроковій перспективі світові ціни на товарних ринках прямують до своїх рівноважних рівнів, їхня динаміка у короткостроковому періоді характеризується високою волатильністю. У країнах експортерів чи імпортерів цих товарів така волатильність може мати суттєвий вплив на внутрішні макроекономічні процеси. Україна до повномасштабного вторгнення росії була вагомим світовим експортером сталі та залізної руди. Проте й в умовах війни, зруйнованих та пошкоджених виробничих потужностей та обмеженої логістики, продукція ГМК забезпечує приблизно 1/5 товарного експорту. Тому було розроблено низку моделей для короткострокового (на шість місяців) прогнозу світових цін на ці товари. Їх результати є точкою відліку для довгострокової оцінки світових та експортних цін, що також є складовою процесу підготовки макроекономічного прогнозу, на якому ґрунтуються рішення з монетарної політики.

**Загальні підходи.** Доволі поширеною практикою для прогнозування спотових цін на сталь та руду є використання ф'ючерсних контрактів. Однак усе більша кількість емпіричних досліджень свідчить про низьку прогностичну здатність такого підходу (Alquist, Kilian and Vigfusson, 2011, Nixon and Smith, 2012, Chinn and Coibion, 2014) через так звану спекулятивну складову, що міститься у ф'ючерсних контрактах. Моделювання цін залежно від фундаментальних чинників поліпшує якість прогнозів і дає змогу усунути цю проблему.

Графік 1. Світові ціни на залізну руду і сталь, дол./т



Джерело: Refinitiv, Bloomberg, Світовий Банк, Delphica.

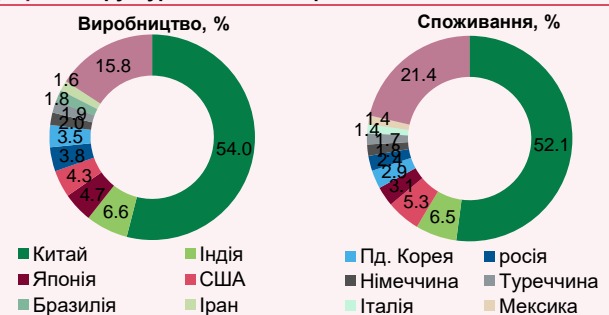
**Чинники, що впливають на ціни.** Процеси прогнозування цін на залізну руду та сталь є взаємопов'язаними, адже майже 2/3 видобутку залізної руди використовується для виготовлення сталі. Отже, попит на залізну руду переважно зумовлений попитом на сталь. Вирішальний вплив на світовий ринок залізної

руды має Китай, що є найбільшим світовим споживачем залізної руди (60%) та світовим лідером з виробництва сталі (приблизно 54%).

Емпіричні дослідження свідчать про вплив на світові ціни на руду таких чинників, як економічне зростання Китаю (Wårell, 2018), виробництво сталі Китаєм і зміна портових запасів (Ma and Zhen, 2020). На ціну сталі впливає завантаженість виробничих потужностей, що зі свого боку залежить від інвестицій, розвитку секторів нерухомості та будівництва в Китаї, цін на руду (Mei and Chen, 2018). Дослідження також свідчать про посилення ролі цін на нафту в ціноутворенні чорних металів, адже похідні нафти використовуються як паливо в морських товарних перевезеннях (Chou et al. 2012, Asmoro, 2017).

**Методологія.** Для оптимального охоплення фундаментальних чинників, що впливають на динаміку цін, застосовуються моделі векторної авторегресії (VAR). Зазвичай вони є точнішими для короткострокового прогнозування цін (Baumeister and Kilian 2013, Kilian and Murphy 2014). У разі підтвердження довгострокових коінтеграційних зв'язків між змінними, модель замінюють на VECM шляхом введення складової корекції помилок. З метою ліпшого аналізу чинників, що впливають на ціни, використано по чотири моделі для кожної товарної групи з різними комбінаціями цих чинників та специфікаціями. Моделі побудовані на щомісячних даних, починаючи з 2004–2005 років для руди та з 2008 року для сталі.

Графік 2. Структура світового виробництва та споживання сталі



Джерело: World Steel Association, 2022 рік.

**Залізна руда.** Глобальним бенчмарком є ціни на залізну руду CFR China 62% Fe. Моделі побудовані таким чином, щоб прогнозувати реальну ціну (номінальна, дефльована на ІСЦ США) та індекс споживчих цін, а на їх основі розраховувати прогностичні номінальні ціни (за аналогією з Beckers and Beidas-Strom, 2015). Для моделювання світових цін на залізну руду використано такі пояснювальні змінні в різних комбінаціях<sup>3</sup>: темпи

<sup>3</sup> Змінну виробництва сталі в Китаї використано в усіх чотирьох моделях. Моделі 1 та 2 також включають зміну індексу BDI, експорту руди Бразилією, ІСЦ США як ендегенні, а також вектор констант як екзогенні змінні, однак ці моделі мають різну кількість лагів змінних. У моделі 3

зростання виробництва сталі у Китаї (як проксі світового попиту на руду), зміна індексу вартості морських перевезень Baltic Dry Index (BDI), зміна обсягів експорту залізної руди Бразилії (один зі світових виробників та найбільших постачальників руди в Китаї), PMI промисловості Китаю та ІСЦ США. Крім комбінації змінних, моделі різняться кількістю лагів.

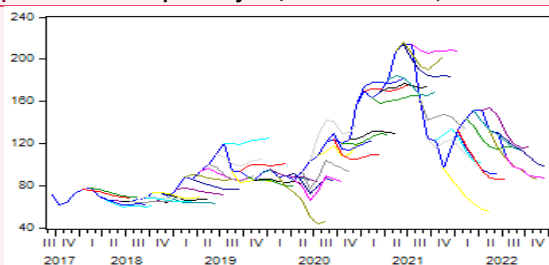
Для оцінки прогнозної здатності моделей здійснено симуляції out-of-sample: вибірку поділено на дві частини таким чином, щоб моделі використовували дані до 2018 року як тренувальні, а з січня 2018 року – будували прогнози на шість місяців уперед, рухаючись із кроком один місяць. Помилки симульованих прогнозів порівнюються із помилками найпростішої бенчмарк-моделі random walk.

Таблиця 1. Відносні RMSE\* моделей – Залізна руда

p	r	Прогнозний горизонт, міс.					
		1	2	3	4	5	6
VAR 1	2	0.82	0.77	0.69	<b>0.63</b>	<b>0.67</b>	<b>0.69</b>
VAR 2	1	<b>0.79</b>	<b>0.75</b>	<b>0.69</b>	0.63	0.68	0.69
VAR 3	5	0.94	0.84	0.74	0.70	0.71	0.72
VAR 4	2	0.84	0.78	0.71	0.64	0.68	0.70

\* Відношення середньоквадратичної помилки RMSE до RMSE random walk (RW). Значення <1, виділені зеленим – поліпшення прогнозу порівняно з RW. p – кількість лагів.  
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3. Out-of-sample симуляції 2018:1–2023:2, VAR 3



Джерело: розрахунки НБУ.

**Сталь.** Ураховуючи високу частку України у світовому експорті сталі, для прогнозу використовується світова ціна на українську квадратну заготовку (Steel billet Exp FOB Ukraine) або як її проксі – розрахунковий показник на основі цін на сталеву заготовку Turkey C&F чи Black Sea billet FOB UA. Змінним в обраних моделях притаманні коінтеграційні довгострокові зв'язки, тому використовуються моделі корекції помилок VECM.

Таблиця 2. Відносні RMSE\* моделей – Квадратна заготовка

p	r	Прогнозний горизонт, міс.					
		1	2	3	4	5	6
VECM 1	1	<b>0.89</b>	<b>0.70</b>	<b>0.68</b>	<b>0.73</b>	<b>0.74</b>	0.71
VECM 2	1	0.90	0.75	0.76	0.80	0.78	0.71
VECM 3	2	0.96	0.93	0.85	0.81	0.75	<b>0.70</b>
VECM 4	2	<b>1.06</b>	0.88	0.86	0.95	0.86	0.75

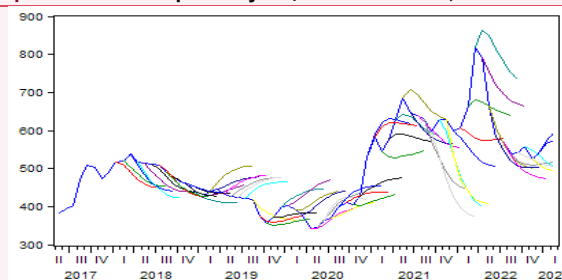
\* Значення >1, виділені червоним – модель дала гірший прогнозний результат, ніж RW.  
Джерело: розрахунки НБУ.

замість змінної бразильського експорту використано PMI промисловості Китаю. Модель 4 є комбінацією попередніх моделей та включає виробництво сталі Китаєм, зміну BDI, експорт руди Бразилією, PMI, ІСЦ США як ендогенні змінні, а також вектор констант і бінарну змінну рецесії у США (індикатор NBER) як екзогенні. Кількість лагів обрано відповідно до статистичних критеріїв.

<sup>4</sup> Комбінація змінних моделі 1 враховує ціни на сталь, залізну руду і вугілля, ціну на нафту Brent, PMI Китаю, зміну BDI як ендогенні змінні та бінарну змінну рецесії у векторі екзогенних змінних. Модель 2 має спрощену специфікацію і використовує лише ціни на сталь і залізну руду та зміну BDI. Модель 3 з аналітичною метою враховує лише цінові змінні (ціни на сталь, руду, вугілля та нафту). Модель 4 за специфікацією подібна до першої, але не містить даних щодо нафти і має не один, а два лаги. Лаговий порядок змінних визначено на основі статистичних критеріїв.

Пояснювальні змінні для моделювання цін на сталь містять: ціни на залізну руду та австралійське вугілля, світову ціну на нафту марки Brent, PMI промисловості Китаю, зміну BDI<sup>4</sup>.

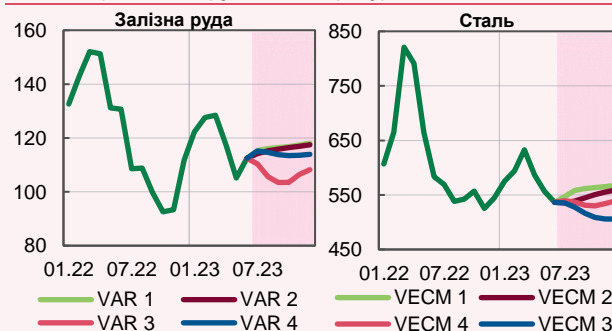
Графік 4. Out-of-sample симуляції 2018:1–2023:2, VECM 2



Джерело: розрахунки НБУ.

**Використання.** Загалом усі обрані моделі для прогнозування цін на залізну руду та сталь поліпшують прогноз RW. З огляду на високу прогнозну здатність усіх моделей, а також ураховуючи, що окремі специфікації вдало підхоплюють моменти зміни тренду цін (модель 2 для сталі) чи мають ліпші якості прогнозу у нестабільні періоди (модель 3 для залізної руди), для потреб короткострокового прогнозування моделі використовуються як окремо для різних періодів, так і в комбінації для побудови прогнозу за різних сценарних умов. Це дає змогу застосовувати їх переваги для побудови надійніших короткострокових прогнозів. У поточному макропрогнозі використано середні значення результатів усіх чотирьох моделей оцінки, що закладені в довгостроковий прогноз світових цін на сталь та залізну руду (детальніше – в розділі "Зовнішнє середовище" на стор. 8).

Графік 5. Короткостроковий прогноз світових цін на залізну руду та сталь (липень – грудень 2023 року), дол./т



Джерело: Refinitiv, Світовий Банк, Delphica, розрахунки НБУ.

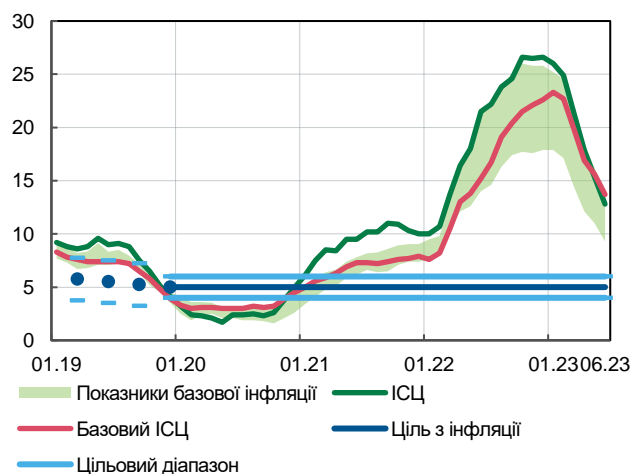
Із повною версією дослідження "Короткострокове прогнозування світових цін на енергоресурси і метали: підходи VAR та VECM" можна буде ознайомитися в журналі Visnyk of the National Bank of Ukraine (No. 254, 2023).

## Частина 2. Економіка України

### 2.1. Інфляційний розвиток

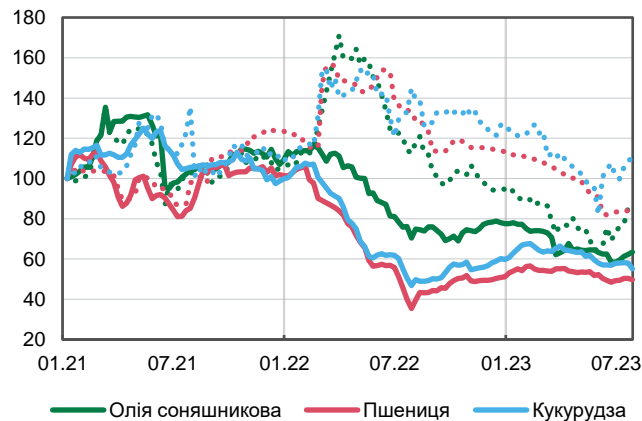
- Споживча інфляція стрімко знижувалася. Цьому сприяли достатня пропозиція продовольства та пального, стабільна ситуація в енергетиці, а також заходи НБУ з підвищення привабливості гривні та зниження тиску на готівковому валютному ринку.
- Інфляція надалі знижуватиметься під впливом дії жорстких монетарних умов, стриманого відновлення попиту та сповільнення світової інфляції. Дезінфляційні процеси пришвидшаться після зниження безпекових ризиків, оптимізації логістики та збільшення врожаїв.
- Інфляційний тиск у наступні роки зберігатиметься через значні витрати бізнесу, спричинені війною, потребу коригування адміністративних цін і тарифів, а також нерівномірне відновлення споживчого попиту.

**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.** 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.

#### Інфляція знижувалася швидше, ніж прогнозувалося, через вплив чинників пропозиції. Вона і надалі сповільнюватиметься, попри виклики війни

У II кварталі 2023 року сповільнення інфляції тривало (до 12.8% р/р у червні). Фактичні темпи зростання цін були нижчими за квітневий прогноз НБУ, передусім унаслідок достатньої пропозиції харчових продуктів та пального, стабільної ситуації в енергетиці. Інфляцію також стримували ефекти від зміцнення готівкового курсу гривні та мораторій на підвищення тарифів на окремі послуги ЖКГ. Ці чинники переважили ефекти від вищих витрат бізнесу, понесених унаслідок війни, та підвищення тарифів на електроенергію для населення. Руйнування Каховської ГЕС поки не мало суттєвого впливу на інфляцію. Однак, за оцінками НБУ, цей теракт усе-таки матиме незначний вплив на споживчі ціни в поточному році передусім через ускладнення діяльності низки підприємств регіону та часткову втрату врожаїв (детальніше – у вставці "Наслідки руйнування Каховської ГЕС" на стор. 21).

Пропозиція с/г продукції залишалася достатньою для забезпечення внутрішніх потреб, попри низькі торішні урожаї та наслідки руйнування Каховської ГЕС. Крім того, тривало зниження світових цін на ці товари, а експортні ціни на українське збіжжя та іншу с/г продукцію були ще нижчими через логістичні труднощі та високі ризики, зокрема через перебої в роботі "зернового коридору". Додатковим чинником стала невизначеність, пов'язана з обмеженням транзиту продовольства через сусідні країни ЄС. У результаті знижувалися ціни на борошно та крупи, а подорожчання молочних продуктів та соняшникової олії сповільнилося. У результаті повільніше зростає індекс цін на сирі продукти харчування (18.2% р/р у червні). Це обмежувало зростання цін і на оброблені продукти харчування (14.7% р/р).

Водночас високими темпами дорожчали овочі борщового набору (зокрема капуста, цибуля, морква) внаслідок більш раннього, ніж зазвичай, вичерпання торішніх запасів та пропозиції раннього урожаю в Україні. Швидше дорожчало м'ясо внаслідок недостатньої внутрішньої пропозиції та слабого імпорту на тлі підвищення світових цін. Зберігалися високі темпи подорожчання яєць через ефекти бази порівняння та збільшення експорту.

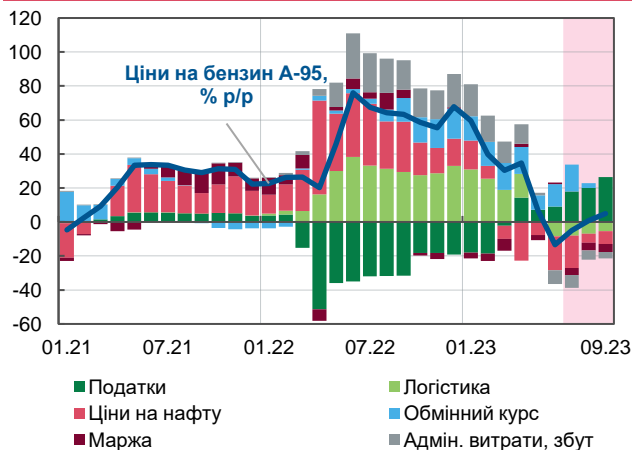
Ці чинники, а також ефекти від подорожчання палива в другому півріччі стримуватимуть падіння продовольчої

**Графік 2.1.3. Ціни на сири продовольчі товари, %**



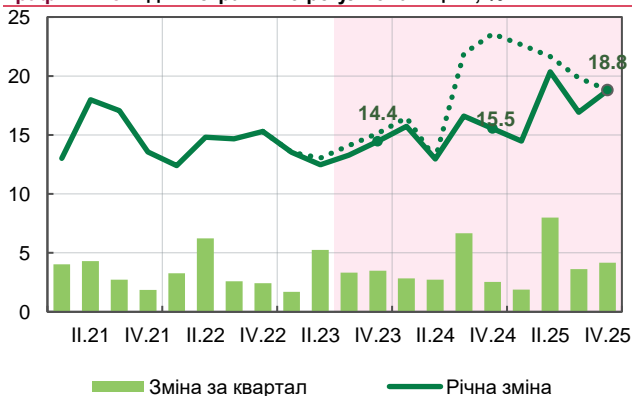
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.1.4. Внески чинників у зміну ціни на бензин А-95\*, в. п.**



\* Липень – вересень 2023 року – оцінки НБУ.  
Джерело: ДССУ, minfin.com.ua, розрахунки НБУ.

**Графік 2.1.5. Адміністративно регульовані ціни, %**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

інфляції в цьому році. Обмежена пропозиція овочів і фруктів із південних регіонів підтримуватиме інфляцію сирих продуктів на двозначному рівні до наступного врожаю. Після очікуваного зниження безпекових ризиків продовольча інфляція сповільниться завдяки відновленню виробництва на постраждалих від війни територіях, а також збільшенню врожаїв в інших областях. Вагомим чинником буде й очікуване на прогнозованому горизонті зниження світових цін на продовольство та енергоносії. Із надходженням на ринок нової продукції у 2024 році інфляція сирих продуктів знизиться до однознакового рівня. У 2025 році вона знизиться приблизно до 3% за умови, що не буде нових шоків пропозиції. Лише повернення мігрантів і відновлення споживчого попиту стримуватиме інфляцію сирих продуктів від суттєвішого зниження.

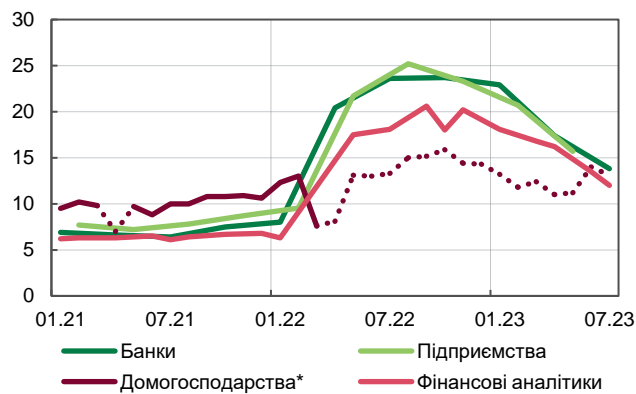
Значні запаси, зниження світових цін на нафту, посилення конкуренції на роздрібному ринку та висока база порівняння зумовили падіння ціни на пальне (на 20.3% р/р у червні). Проте у III кварталі зростання цін відновиться внаслідок повернення довоєнного рівня оподаткування пального, що додасть приблизно 0.7 в. п. прямого внеску в зміну ІСЦ у 2023 році. Крім того, це чинитиме непрямий вплив на інфляцію через перенесення вартості пального на ціни інших товарів та послуг, зокрема транспортних. З наступного року ціни на пальне стабілізуються завдяки поступовому зниженню світових цін на нафту.

**Мораторій на підвищення тарифів на окремі послуги ЖКГ надалі стримує інфляцію, однак необхідність їх підвищення буде вагомим проінфляційним чинником після війни**

Важливим чинником стримування інфляції залишався мораторій на підвищення тарифів на окремі послуги ЖКГ, зокрема газ, гарячу воду та опалення. Тарифи на електроенергію для домогосподарств у червні підвищилися дещо більше, ніж очікував НБУ, однак це не завадило подальшому зниженню адміністративної інфляції. Річні темпи зростання адміністративно регульованих цін знизилися до 12.5%. Через зменшення тиску з боку виробничих витрат і стриманий попит сповільнилося зростання вартості алкогольних напоїв, ліків, хліба, транспортних послуг. Темпи подорожчання тютюнових виробів зменшилися, що відображало вплив курсового чинника та, ймовірно, тиск з боку тіньової пропозиції.

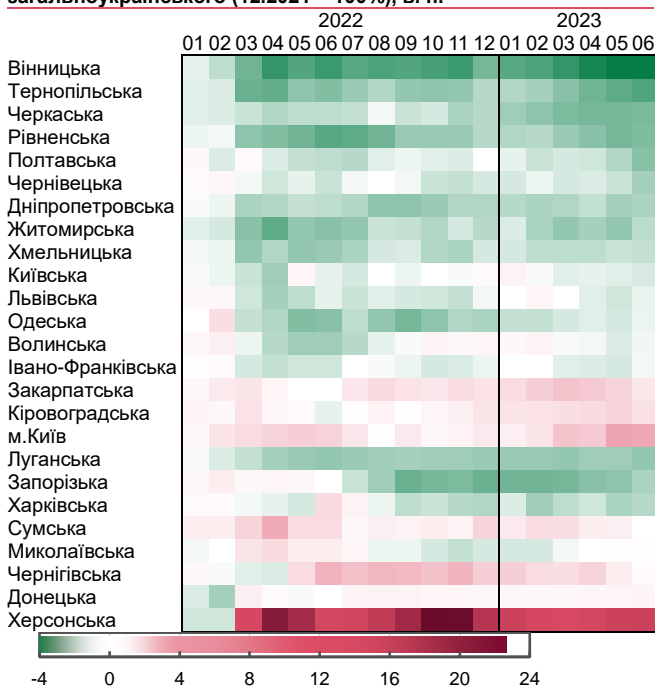
На прогнозованому горизонті адміністративна інфляція залишатиметься високою. У 2024 році вона зросте до 15% насамперед через подальше подорожчання тютюнової продукції (внаслідок підвищення акцизів) та окремих послуг ЖКГ. У 2025 році адміністративна інфляція пришвидшиться до 19% передусім на тлі завершення дії мораторію на підвищення тарифів на газ, гарячу воду та теплопостачання та об'єктивної необхідності їхнього підвищення. З огляду на високу соціальну значущість цього питання очікується, що підвищення тарифів буде поетапним і триватиме впродовж кількох років разом із розширенням соціальної підтримки.

Графік 2.1.6. Інфляційні очікування на наступні 12 місяців\*, %



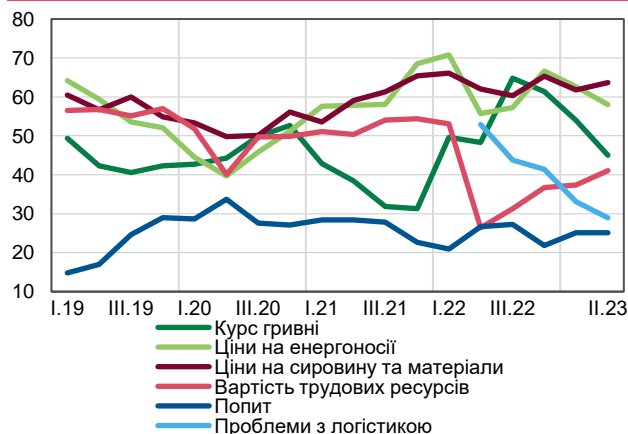
\* Пунктирні лінії – зміна методу опитування з віч-на-віч на телефонні інтерв'ю.  
Джерело: НБУ, Info Sapiens.

Графік 2.1.7. Відхилення регіональних ІСЦ від загальноукраїнського (12.2021 = 100%), в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.8. Найвпливовіші чинники формування очікувань підприємств щодо зміни цін на їхні товари та послуги, % респондентів



Джерело: НБУ.

<sup>5</sup> У червні спостерігалось погіршення інфляційних очікувань домогосподарств, що вірогідно відобразило реакцію на підвищення тарифів на електроенергію, повернення податків на пальне до довоєнного рівня та руйнування Каховської ГЕС. Зокрема, згідно з дослідженням [Yukhymenko T. \(2021\)](#), інфляційні очікування домогосподарств в Україні мають додатну кореляцію з кількістю новин щодо тарифів на послуги ЖКГ у місяці, що передує звітному. Інформація щодо підвищення тарифів на електроенергію з'явилася наприкінці травня.

**Фундаментальний інфляційний тиск очікувано послаблювався і надалі знижуватиметься завдяки жорстким монетарним умовам та зменшенню безпекових ризиків**

Зростання базового ІСЦ сповільнилося до 13.7% р/р у червні 2023 року. Це відобразало передусім поліпшення інфляційних<sup>5</sup> та курсових очікувань. Цьому сприяло стале зниження інфляції в попередні місяці, зміцнення готівкового курсу гривні, у тому числі завдяки вжитим НБУ заходам, розбудова каналів постачання, зменшення тиску з боку витрат в умовах стійкої енергетичної ситуації, збереження незмінних тарифів на газ та опалення. Ще одним джерелом оптимістичних настроїв була відмова від монетизації дефіциту бюджету у 2023 році.

Завдяки сприятливій ситуації на валютному ринку та поліпшенню очікувань повільніше порівняно з попередніми кварталами зростали ціни на товари особистого догляду, одяг та взуття, електроніку, іграшки, меблі, побутову техніку, товари для дому, автомобілі, імпорتنі продукти харчування. Ці самі чинники на тлі ефектів бази порівняння гальмували подорожчання медичних, ветеринарних та спортивних послуг, оренди, послуг з установлення вікон, закладів громадського харчування та обслуговування автомобілів. У результаті діапазон оцінок основного інфляційного тренду звузився, однак все ще залишається широким і нижче офіційного показника базової інфляції (графік 2.1.1).

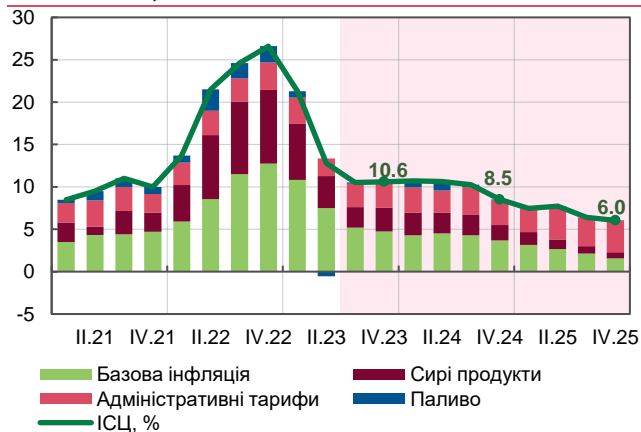
Підтримував високі темпи інфляції нерівномірно розподілений за товарами та послугами споживчий попит. Наприклад, пришвидшилося подорожчання послуг салонів краси та готелів, ймовірно, під впливом подальшого відновлення попиту на тлі обмеженої пропозиції. Зберігалися й значні регіональні диспропорції в темпах зростання цін. У прифронтових областях ціни зростали порівняно швидше внаслідок вищих безпекових ризиків та ускладненої логістики, а в Херсонській області – це й через наслідки підриву Каховської ГЕС. В окремих західних регіонах та столиці інфляція була вищою внаслідок вищого попиту, в тому числі на тлі більшої концентрації ВПО.

**Сповільнення інфляції стримуватиметься значними витратами бізнесу та структурними змінами попиту**

Незважаючи на збереження значних безпекових ризиків, у поточному році інфляція знизиться майже до 10%, а базова – опуститься нижче 9% під впливом жорстких монетарних умов, послаблення світового цінового тиску та слабкого внутрішнього попиту. Це узгоджується з результатами [опитувань щодо ділових очікувань підприємств](#) у II кварталі 2023 року. Зокрема послабився вплив на формування очікувань щодо цін на їхні товари та послуги більшості основних чинників, зокрема "курсу гривні до іноземних валют", "цін на енергоносії", "проблеми з логістикою". Це, серед іншого, стало результатом високої

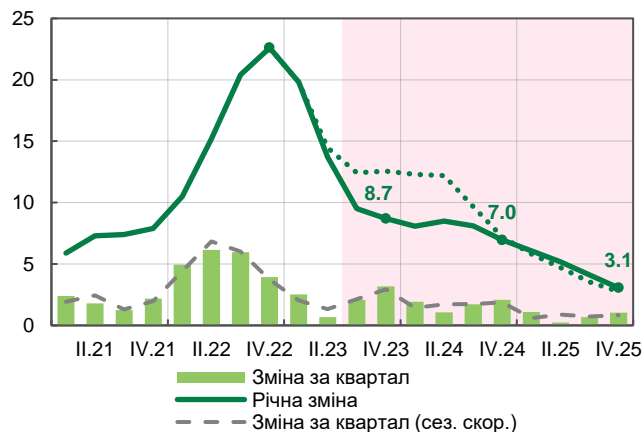


**Графік 2.1.9.** Внески в річну зміну ІСЦ на кінець періоду за компонентами, в. п.



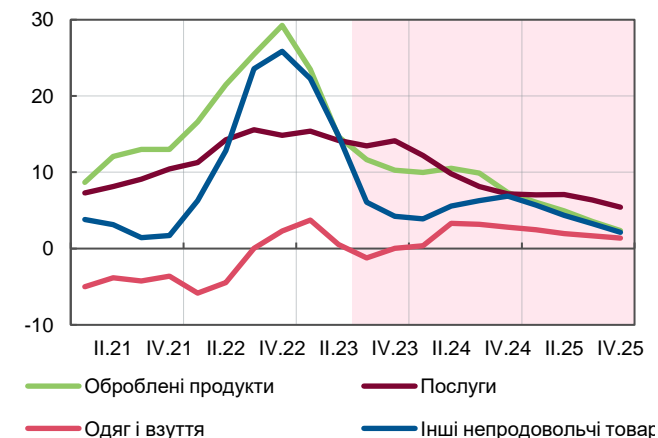
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.1.10.** Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.1.11.** Компоненти базового ІСЦ на кінець періоду, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

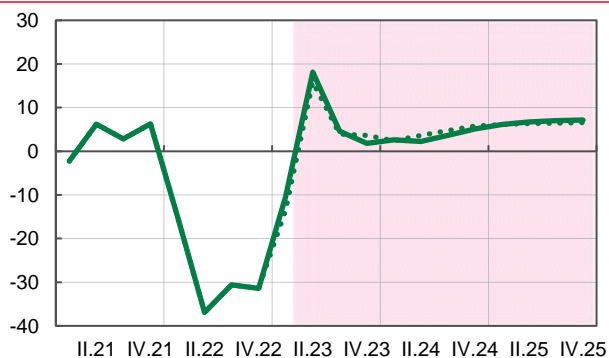
адаптивності українського бізнесу до складних умов. Натомість підвищилися оцінки впливу чинників "ціни на сировину та матеріали" та "вартість трудових ресурсів". Ці чинники підтримують високі темпи зростання цін на окремі товари та послуги, а також будуть вагомим проінфляційним джерелом на прогностному горизонті. Диспропорції на ринку праці зумовлюватимуть посилення фундаментального тиску, за який безпосередньо відповідальна монетарна політика.

Очікуване зменшення безпекових ризиків із середини наступного року сприятиме зниженню інфляційних очікувань та подальшому згасанню проінфляційного ефекту шоків пропозиції. Відновлення оптимальних логістичних зв'язків та виробничих потужностей зумовить зменшення витрат бізнесу та зростання пропозиції (зокрема за рахунок вищих урожаїв). Це послаблюватиме інфляційний тиск навіть в умовах зростання економіки. Споживчий попит відновлюватиметься поступово (детальніше – в розділі "Попит та випуск" на стор. 18), що також стримуватиме зростання цін. Відповідно загальна та базова інфляція надалі знижуватимуться, хоча у 2024 році залишатимуться значними через вторинні ефекти шоків пропозиції, пов'язаних з війною. Крім того, інфляцію стимулюватимуть фундаментальні чинники, пов'язані з відновленням економіки та підвищенням внутрішнього попиту. Водночас таке відновлення буде нерівномірним за секторами через структурні зміни, що тиснутиме на окремі компоненти інфляції. Зокрема посиляться інфляційний тиск з боку окремих послуг: ремонтів житла, туристичних подорожей, транспортних перевезень тощо. Однак збереження жорстких монетарних умов на тлі від'ємного розриву ВВП дасть змогу знизити базову інфляцію до майже 3% у 2025 році та повернути загальну інфляцію до цільового діапазону.

## 2.2. Попит і випуск

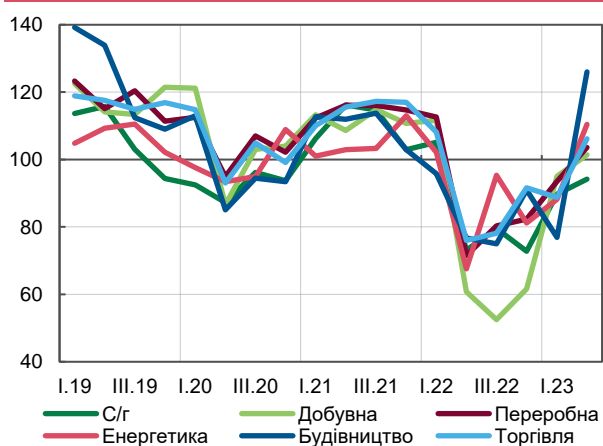
- Пожвавлення внутрішнього попиту в умовах стабільного функціонування енергосистеми сприяло швидшому, ніж очікувалося, відновленню економіки. З огляду на це прогноз зростання реального ВВП на 2023 рік поліпшено (до 2.9%), попри високі безпекові ризики, руйнування Каховської ГЕС та перешкоди для експорту.
- Зростання економіки пришвидшиться після зниження безпекових ризиків у середині наступного року. Однак економіка ще тривалий час перебуватиме нижче свого потенційного рівня через порушення логістики та повільне відновлення ринку праці.

Графік 2.2.1. Реальний ВВП, % р/р



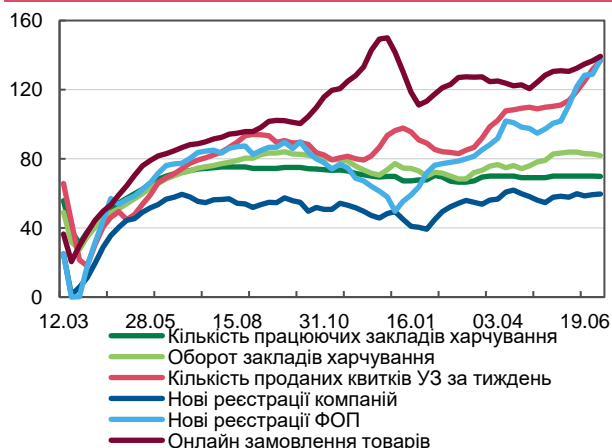
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.2. ІДО за видами діяльності, %



Джерело: НБУ.

Графік 2.2.3. Високочастотні індикатори економічної активності в секторах послуг, % до рівня, що передував повномасштабному вторгненню (ковзна середня за 4 тижні)



Джерело: Opendatabot, Poster, розрахунки НБУ.

### Економіка відновлюється швидше, ніж очікувалося, попри виклики воєнного часу, що дає змогу поліпшити оцінку ВВП у 2023 році

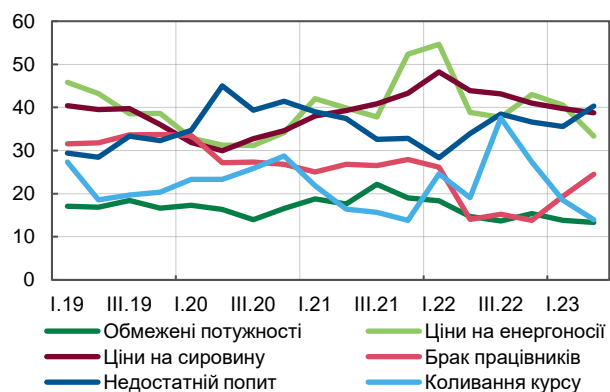
У I кварталі 2023 року реальний ВВП скоротився на 10.5% р/р. Динаміка була ліпшою, ніж передбачав попередній макропрогноз (спад на 13.5% р/р). Відновлення економічної активності як у виробничих секторах, так і в секторах послуг тривало і в II кварталі 2023 року. Його підтримували поліпшення ділових і споживчих настроїв та пожвавлення внутрішнього попиту в умовах стабільного функціонування енергосистеми та значної фіскальної підтримки. На тлі низької бази порівняння це зумовило зростання реального ВВП у II кварталі на 18.1% р/р, за оцінками НБУ.

Завдяки налагодженню енергопостачання, пожвавленню зовнішнього попиту в умовах розширення пропускної здатності західних прикордонних переходів поліпшилася ситуація в металургії та добуванні руд, тваринництві та харчовій промисловості. Ремонти в енергетиці підтримали добувну промисловість та машинобудування, а попит на добрива – хімічну промисловість. Бюджетне фінансування сприяло подальшому зростанню промислових видів діяльності, орієнтованих на оборонні потреби, а також окремих бюджетних секторів (держуправління і оборона, охорона здоров'я). Відновлення житла та інфраструктури, а також розбудова логістичних хабів на західному кордоні підтримали будівництво. Пожвавлення споживчого попиту сприяло відновленню роздрібної торгівлі та секторів послуг, що підтверджується низкою високочастотних індикаторів.

Проте виклики воєнного часу та безпекові ризики залишаються значними. Економічну активність пригнічували масштабні обстріли та руйнування Каховської ГЕС, хоча вплив останнього є порівняно незначним (детальніше – у вставці "Наслідки руйнування Каховської ГЕС" на стор. 21). Блокування роботи "зернового коридору" та обмеження на експорт української с/г продукції з боку окремих країн ЄС позначилися на роботі транспорту. Крім того, [за результатами опитувань щодо ділових очікувань підприємств](#), у II кварталі посилюється негативний вплив чинника "нестача кваліфікованого персоналу" (детальніше – в розділі "Ринок праці та доходи домогосподарств" на стор. 23).

Пожвавлення економічної активності триватиме, попри виклики війни. Ураховуючи швидше відновлення внутрішнього попиту, стійкість енергосистеми та

**Графік 2.2.4. Оцінка чинників, які стримуватимуть нарощування виробництва у наступні 12 місяців, % відповідей**



Джерело: НБУ.

**Графік 2.2.5. Окремі індикатори споживчого попиту**

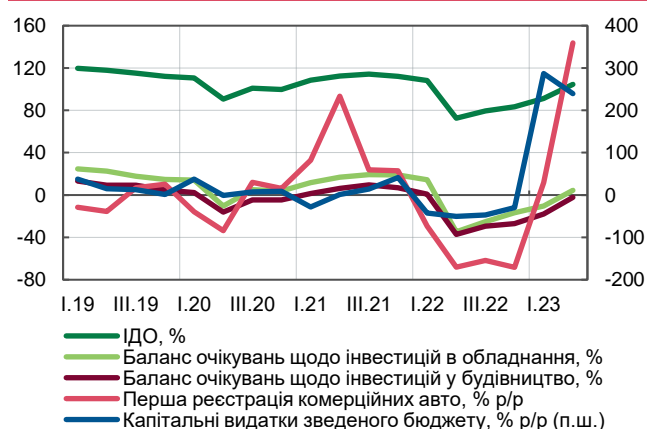


\* Нові та вживані, без урахування розмитнення авто на іноземній реєстрації, ввезених із порушенням митного режиму.

\*\* З березня 2023 року метод опитування змінено з віч-на-віч на телефонні інтерв'ю.

Джерело: Info Sapiens, Укравтопром.

**Графік 2.2.6. Окремі індикатори інвестиційного попиту**



Джерело: ДССУ, ДКСУ, НБУ, Укравтопром.

<sup>6</sup> Оцінку врожаю у 2023 році дещо поліпшено, насамперед з урахуванням публікації ДССУ статистики щодо врожаю у 2022 році. Так, згідно з уточненими даними ДССУ, врожай зернових та олійних у 2022 році був вищим за попередні оцінки передусім за рахунок збільшення зібраних площ. Крім того, площі, засіяні озимими під врожай 2023 року, за даними ДССУ, виявилися більшими за оцінки Мінагрополітики, які НБУ використав у своїх попередніх припущеннях, а весняна посівна цього року завершилася ліпше, ніж очікувалося. Це стало підставою для збільшення припущень щодо посівних площ, порівняно з квітневим прогнозом (для пшениці – на 11.3%, кукурудзи – на 5.2%, соняшнику – на 8.6%). Тож за практично незмінних припущень про врожайність (крім соняшнику та кукурудзи), обсяг очікуваного врожаю дещо збільшився, хоча і залишається нижчим за показники 2022 року.

<sup>7</sup> Очікування щодо дефіциту потужностей в енергосистемі впродовж 2023–2024 років не змінилися порівняно з Інфляційним звітом за квітень 2023 року: у III кварталі очікується незначний дефіцит (3%), який дещо збільшиться у IV кварталі 2023 року та I кварталі 2024 року (до 5%).

<sup>8</sup> Зокрема, триває [розбудова логістичних потужностей](#) у західних регіонах та на Дунаї, [розширення зберігальних потужностей](#) агропідприємствами, [будівництво нових](#) та [розширення наявних](#) виробничих потужностей підприємствами харчової промисловості та агропереробки. Також збільшуються приватні інвестиції ([у тому числі іноземні](#)) у [виробництво будівельних матеріалів](#). Зростають закупівлі [нових комерційних автомобілів](#).

<sup>9</sup> Так, у I кварталі 2023 року за попередніми даними підприємств, які подали звітність, промисловість, торгівля, транспорт та фінансова діяльність повернулися до прибутковості.

перегляд оцінки врожаїв<sup>6</sup>, НБУ поліпшив прогноз зростання реального ВВП до 2.9% у 2023 році. Складнощі для експорту, наслідки від руйнування Каховської ГЕС та потенційні ускладнення в енергетичному секторі під час опалювального сезону 2023/2024 років<sup>7</sup> завадили більшому поліпшенню прогнозу. Водночас триваліше збереження безпекових ризиків стало основною причиною зниження прогнозу економічного зростання у 2024 році – до 3.5%.

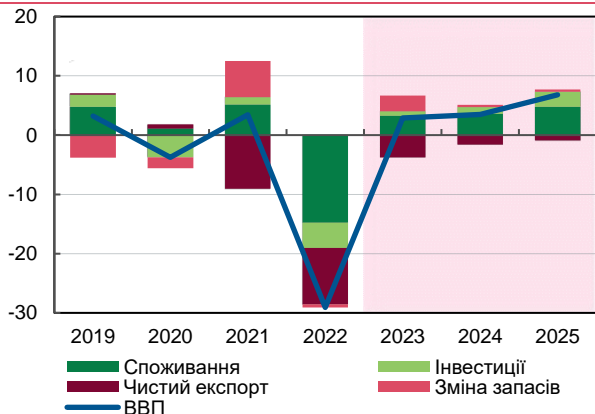
**Внутрішній попит – основний чинник зростання економіки як у поточному році, так і на прогнозному горизонті**

Високі бюджетні витрати та поліпшення фінансового стану ДГ сприяли поживленню споживчого попиту у II кварталі. Водночас з огляду на глибину падіння минулого року, а також усе ще активну міграцію приватне споживання, як і ВВП загалом, залишається значно нижчим, ніж до повномасштабного вторгнення.

Поновилося зростання інвестицій завдяки як бюджетним видаткам (на підвищення обороноздатності, відновлення житла та інфраструктури), так й активності реального сектору<sup>8</sup>. Останньому сприяло поліпшення фінансових результатів підприємств<sup>9</sup>. Однак загалом інвестиційна активність залишається слабкою. Як у поточному періоді, так на прогнозному горизонті її стримуватимуть високі безпекові ризики. Інвестиційна активність зростатиме й надалі, але значних обертів набере вже після їх зниження.

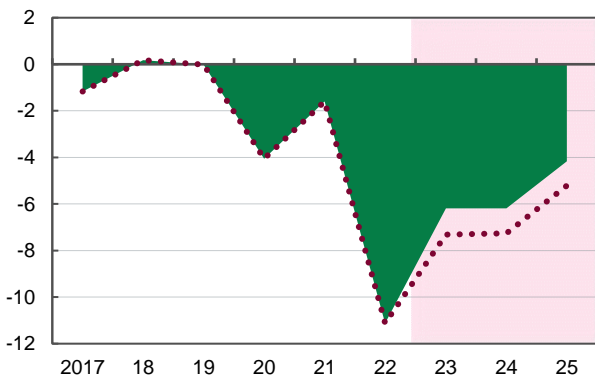
Попри складнощі з експортом через перешкоджання роботі "зернового коридору" з боку росії та введення експортних обмежень на українську с/г продукцію низкою сусідніх країн ЄС у II кварталі 2023 року фізичні обсяги експорту, за оцінками НБУ, стрімко зросли у річному вимірі. Це передусім пояснюється низькою базою порівняння, а також нарощуванням потужностей альтернативних шляхів поставок. Відновилося і зростання фізичних обсягів імпорту для задоволення внутрішнього споживчого та інвестиційного попиту. Водночас він зростає значно нижчими темпами, ніж експорт. У результаті, за оцінками НБУ, внесок чистого експорту в зміну реального ВВП став додатним, як у "ковідному" 2020 році. Проте блокування росією морських перевезень обмежуватиме можливості експортерів. Переорієнтація поставок на менш вигідні логістичні

**Графік 2.2.7.** Внески категорій кінцевого використання в річну зміну реального ВВП, в. п.



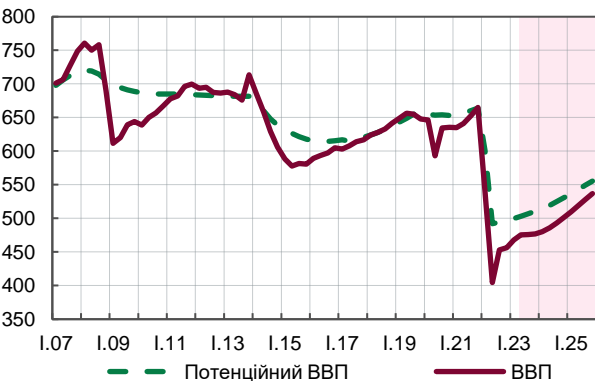
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.2.8.** Розрив ВВП, % потенційного ВВП



Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ.

**Графік 2.2.9.** Реальний та потенційний ВВП, с/с, у постійних цінах 2016 року



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

шляхи погіршуватиме фінансовий стан та конкурентоздатність українських компаній.

Після очікуваного зниження безпекових ризиків економічна активність надалі зростатиме завдяки поліпшенню ділових та споживчих настроїв, а також збереженню м'якої фіскальної політики. Повноцінне відкриття чорноморських портів дасть змогу відновити оптимальні логістичні маршрути для українського експорту, що поліпшить фінансовий стан експортерів. Це сприятиме відбудові виробничих потужностей металургійної промисловості та відновленню сільського господарства. Проте агросектор ще тривалий час потерпає від значної частки замінованих посівних площ, а також погіршення врожайності в регіонах, що залежали від Каховського водосховища.

Споживчий попит поживається завдяки поверненню вимушених мігрантів в Україну та поліпшенню споживчих настроїв. Вагомим підґрунтям буде поступове відновлення зростання реальних заробітних плат.

Відбудова інфраструктури та виробництв визначатиме значне збільшення інвестиційних витрат. Вагому роль у цьому відіграватимуть нарощування капітальних видатків бюджету, інвестицій у підтримку оборонного потенціалу країни та м'яка фіскальна політика. Євроінтеграційні реформи поліпшуватимуть інвестиційну привабливість і сприятимуть відновленню припливу зовнішніх інвестицій. У результаті інвестиції зростатимуть найвищими темпами серед усіх компонентів ВВП.

**Економіка ще тривалий час перебуватиме нижче свого потенційного рівня через безпекові ризики, повільне завантаження виробничих потужностей та повернення втрачених ринків збуту**

Структура економіки з початку повномасштабного вторгнення росії зазнала значних змін. Унаслідок руйнування виробничих потужностей, розриву логістичних і технологічних ланцюгів, окупації та мінування територій, міграції людей суттєво послабилися продуктивні можливості економіки, відповідно значно впав потенційний ВВП. За рахунок пристосування бізнесу та населення до умов повномасштабної війни зростання потенційного ВВП відновилося. Воно пришвидшиться разом із налагодженням логістики, поверненням мігрантів та поглибленням євроінтеграційних процесів. Цей макропрогноз не враховує масштабного плану відбудови, тому потенційний ВВП на прогнозованому горизонті не відновиться до довоєнного рівня через масштабність втрат капіталу та робочої сили.

Шоки внутрішнього попиту, а також втрати експортних можливостей зумовлюють глибше падіння реального ВВП порівняно з потенційним. Значний від'ємний розрив ВВП зберігатиметься на прогнозованому горизонті через безпекові ризики, що обмежуватимуть інвестиційну та споживчу активність. Навіть після зниження ризиків ситуація буде складною через довгий процес відновлення завантаженості виробничих потужностей та повільне повернення експортерів на втрачені ринки збуту.

## Вставка 2. Наслідки руйнування Каховської ГЕС

Підрив Каховської ГЕС росією передусім має значні гуманітарно-екологічні наслідки як для постраждалого регіону, так і для сусідніх. Вплив на економіку поточного року помірний – до 0.2 в. п. від'ємного внеску в зміну реального ВВП, до 0.3 в. п. додатного внеску в споживчу інфляцію та розширення дефіциту торгівлі товарами на 0.4 млрд дол. Усі ці оцінки враховано в поточному макроекономічному прогнозі. Водночас втрати матимуть сталий характер та позначатимуться на потенційному ВВП у наступні роки. Частково вони можуть бути компенсовані інвестиціями у відновлення постраждалих територій і галузей та переорієнтацією виробництва до інших областей, що разом зі збільшенням імпорту також стримуватиме інфляцію. За [оцінками КШЕ та Мінекономіки](#), витрати на відновлення втраченого будуть високими – лише прямі збитки становлять щонайменше 2 млрд дол. США – та залежатимуть від обраного сценарію відбудови ГЕС і водосховища. Фінальне рішення щодо відбудови має враховувати як економічні витрати, окупність та строки робіт, так й екологічні наслідки.

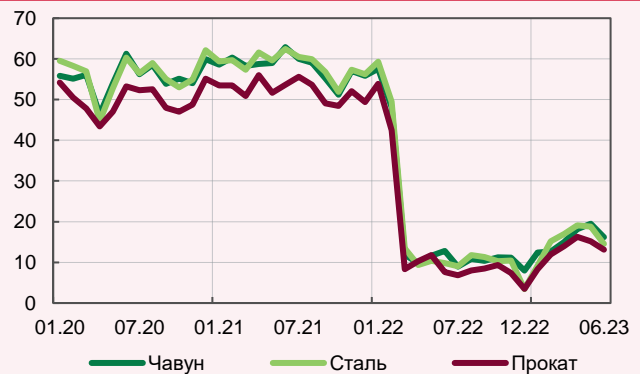
**Теракт спричинив значні гуманітарно-екологічні наслідки.** Підрив Каховської ГЕС росіянами призвів до її руйнування, втрати Каховського водосховища<sup>10</sup> та затоплення прилеглих територій. У результаті втрачено майно, зруйновано чи пошкоджено інфраструктурні об'єкти, суттєво зросли ризики для життя та здоров'я населення<sup>11</sup>. Майже 80 населених пунктів, включно з Херсоном, як у зоні затоплення, так і ті, що розташовані вище за течією, зіткнулися з нестачею води. Екологічні наслідки охоплюють затоплення територій нижче водосховища та їх осушення вище греблі, зниження рівня ґрунтових вод і в басейнах сусідніх річок, руйнування екосистеми, епідеміологічні ризики, зміну клімату (заболочення та пилові бурі), забруднення узбережжя Чорного моря й придніпровських територій агрохімікатами, небезпечними речовинами з промислових підприємств, мінами, загибель рослин і тварин на значній площі.

**Вплив на економіку у 2023 році буде помірним.** 3 жовтня 2022 року Каховська ГЕС не працювала в Об'єднаній енергосистемі України через окупацію. Тому втрата її потужностей<sup>12</sup> не матиме впливу на обсяги виробництва е/е цього року. Однак вірогідним є погіршення маневреності енергосистеми, що посилить ризики її балансування в пікові години споживання. Водночас вода – важливий елемент виробничого процесу для низки видів промисловості, виробничі потужності якої розміщені в південно-східних областях, зокрема металургійних і добувних підприємств, підприємств харчової промисловості тощо. Навіть тимчасове скорочення постачання води обмежуватиме їхню роботу, що матиме негативний вплив на ВВП. Так, уже в червні частина металургійних заводів скоротила завантаження потужностей через брак води. Це перервало відновлення в галузі, яке спостерігалось з початку року, та позначилося на зниженні експортних надходжень.

Водночас частина підприємств має замкнуту систему циркуляції води. Крім того, можливим є використання води з інших водойм та джерел, а окремі підприємства

вже заявили про будівництво власних водогонів. Очікується, що скорочення постачання води буде обмеженим в часі, а вплив на промисловість спостерігатиметься переважно у 2023 році.

**Графік 1. Середньоденні обсяги виробництва сталі, чавуну, прокату за місяць, тис. т**



Джерело: розрахунки НБУ за даними Укрметалургпрому.

За [попередніми оцінками Мінагрополітики](#), сукупна площа затоплених сільгоспугідь становила більше 70 тис. га, однак на контрольованих територіях правобережжя – лише 10 тис. га. Водночас через втрату водосховища постраждали іригаційні системи, що, за нашими оцінками [на основі розподілу площ за регіонами](#), зрошували до 350 тис. га не лише на затоплених площах, але і в сусідніх регіонах. До повномасштабного вторгнення постраждалі регіони відігравали провідну роль у виробництві овочів, а також зернових<sup>13</sup>. Проте в поточному році негативний вплив теракту на економічну активність у сільському господарстві буде маржинальним, оскільки значна частина угідь була окупована ще з минулого року, а врожай озимих, зокрема пшениці, вже був на пізній стадії вегетації без потреби в зрошенні.

Урожаї овочів та окремих фруктів під більшим ризиком. Проте, за оцінками НБУ, їх втрати також будуть помірними (до 5%) завдяки достатньому запасу вологи в ґрунтах та нарощуванню виробництва овочів в інших

<sup>10</sup> За об'ємом води Каховське водосховище було найбільшим в Україні 18.2 км<sup>3</sup>, а площа його водного дзеркала становила 2155 км<sup>2</sup> (на другому місці після Кременчуцького).

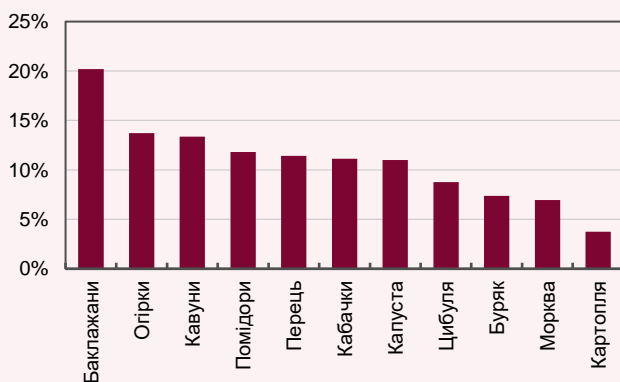
<sup>11</sup> У трьох постраждалих областях до повномасштабного вторгнення проживало приблизно 14% населення.

<sup>12</sup> Проектна потужність Каховської ГЕС становила 335 МВт, що становило до 3% внеску у виробництво електроенергії в Україні в пікові періоди споживання.

<sup>13</sup> За оцінками НБУ, на території, яким загрожує ризик осушення, припадає приблизно 10–11% урожаю пшениці та соняшника та приблизно 5% збору кукурудзи.

областях (Одеська, Миколаївська, Черкаська). Суттєві збитки зафіксовані в рибній галузі у зв'язку з мором риби та руйнуванням риборозплідних заводів. Однак частка рибного господарства в загальному обсязі сільгоспвиробництва є незначною. Ці втрати разом зі зростанням виробничих та логістичних витрат, скороченням виробництва окремими підприємствами харчової промисловості зумовлять від'ємний внесок у зміну реального ВВП до 0.2 в.п. та додатний внесок до 0.3 в.п. у споживчу інфляцію цього року. Тимчасове зниження обсягів виробництва металургії, затоплення територій та зменшення врожаю овочів призведуть до збільшення дефіциту торгівлі товарами на 0.4 млрд дол.

**Графік 2. Урожай овочів, що є під ризиком через осушення, % врожаю на контрольованій території**



Джерело: ДССУ, оцінки НБУ.

**Руйнування Каховської ГЕС стримуватиме економічну активність у середньостроковій перспективі, передусім через шкоду сільському господарству.** Втрата джерела води для зрошувальних каналів значно ускладнить зрошення угідь. Разом зі зміною кліматичних умов це негативно позначиться на врожайності агрокультур у регіоні та, відповідно, обсягах їх вирощування (насамперед овочів і баштанних культур, меншою мірою зернових та олійних культур). Також може постраждати молочна галузь регіону внаслідок погіршення стану пасовищ та харчова промисловість, переважно переробка овочів та олії. Усе це посилюватиме тиск на ціни на продукти харчування навіть після війни.

Підрив Каховської ГЕС стримуватиме і відновлення судноплавства в нижній частині Дніпра до Чорного моря унаслідок як обміління Дніпра, так і руйнування інфраструктури портів та річкових терміналів уздовж гирла Дніпра нижче Каховського шлюзу. Хоча порти в підтопленому регіоні не були залучені до роботи "зернового коридору", а судноплавство Дніпром слабо використовувалося і раніше, попри дешевший спосіб

транспортування. Водночас брак наскрізного річкового сполучення разом із ускладненим сухопутним сполученням може призвести до зростання логістичних витрат у регіоні, доки не відновляться транспортні шляхи.

Екологічна катастрофа, нестача води може посилити міграційні процеси та відповідно зумовити скорочення робочої сили, передусім міст – промислових гігантів: Кривого Рогу, Нікополя та Марганця. Це ускладнить відновлення регіону.

Водночас, за оцінками НБУ, втрати ВВП у наступні роки будуть меншими, ніж у 2023 році, завдяки як інвестиціям у відновлення постраждалих територій та галузей, так і переорієнтації виробництва до інших областей. Другий із зазначених чинників разом із нарощуванням імпорту стримуватиме інфляційний тиск. Однак, ці втрати матимуть сталий характер та позначатимуться саме на потенційному ВВП упродовж тривалого періоду часу до можливого відновлення комплексу гідроспоруд.

**Вартість відновлення комплексу гідроспоруд є значною, а його доцільність повинна бути вивчена як економістами, так і екологами.** За [оцінками Мінекономіки](#), ціна будівництва нової ГЕС становить приблизно 1 млрд дол. Додатково потрібні кошти для будівництва мостового та залізничного переходу, що може потребувати приблизно 0.5 млрд дол. Роботи триватимуть щонайменше п'ять років. Тож до моменту побудови шляхопроводів додатково потрібні будуть кошти на будівництво тимчасових перемичок. Однак саме питання доцільності відновлення ГЕС та/або водосховища та інших об'єктів повинно бути ретельно опрацьоване за участю як економістів, так і екологів з огляду на аргументи як "за", так і "проти"<sup>14</sup> та наявність ресурсів для відновлення.

Ураховуючи площі під ризиком осушення, потрібні інвестиції для відновлення системи іригації постраждалих регіонів можуть становити приблизно 1–1.5 млрд дол. Водночас Мінагрополітики [оцінило збитки меліоративних систем](#) у 150–160 млрд грн (понад 4 млрд дол.). Доцільність їх відновлення також має бути всебічно вивчена, адже встановлення сучасних систем зрошення може виявитися ефективнішим та дешевшим<sup>15</sup>. Проте більшість цих робіт можливі лише після деокупації територій та суттєвого зниження безпекових ризиків.

Підрив Каховської ГЕС можна прирівняти до найбільших терактів сучасної історії. Він матиме довгостроковий негативний вплив на економіку країни навіть за умов швидкого відновлення інфраструктури. Крім того, теракт матиме масштабні та довготривалі наслідки для екологічної системи всього Чорноморського регіону.

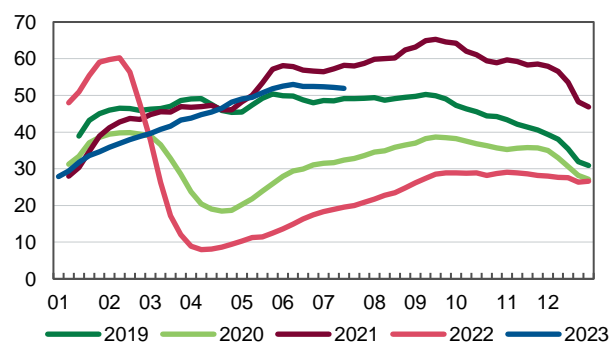
<sup>14</sup> Аргументи "за" відбудову Каховської ГЕС та наповнення водосховища ґрунтуються на потребі забезпечення безпеки ЗАЕС, підтримки економічного розвитку, зокрема металургійного комплексу та сільського господарства, та відновлення транспортного сполучення. Водночас аргументи "проти" звучать виключно від екологів. За їхніми словами, водосховища чинять руйнівну дію на довкілля, тож більш доцільним буде відновлення проточності Дніпра і репрофілювання економіки півдня з орного землеробства на пасовищне тваринництво, стійке в умовах сучасного клімату та виправдане з огляду на прогресуючі процеси опустелювання регіону.

<sup>15</sup> За [оцінками експертів](#), вартість установлення системи зрошення оцінюється в 3–3.5 тис. дол./га.

### 2.3. Ринок праці та доходи домогосподарств

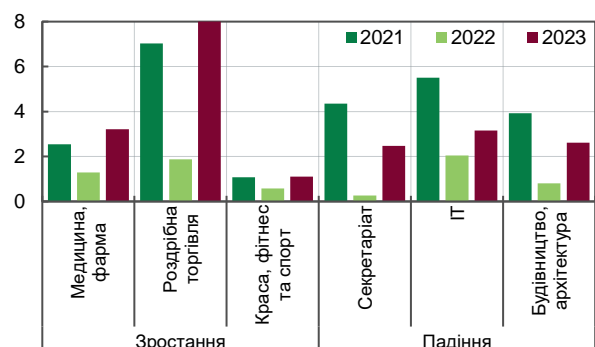
- Попри відновлення попиту на робочу силу, ситуація на ринку праці залишається складною: рівень безробіття, за оцінками НБУ, впродовж першого півріччя незначно знизився, але залишався високим. Хоча фінансовий стан населення поступово поліпшується, доходи все ще слабкі через наслідки війни.
- Пожвавлення економічної діяльності сприятиме зростанню зайнятості та трудових доходів у приватному секторі. Проте безробіття перевищуватиме довоєнний рівень, оскільки зміна структури економіки зумовлюватиме диспропорції на ринку праці.

Графік 2.3.1. Нові вакансії, тис. (ковзна середня за 4 тижні)



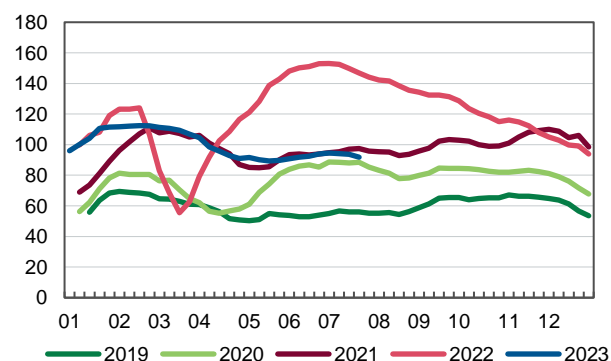
Джерело: work.ua, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.2. Попит на окремі професії станом на початок липня відповідного року, тис. нових вакансій



Джерело: work.ua.

Графік 2.3.3. Нові резюме, тис. (ковзна середня за 4 тижні)



Джерело: work.ua, розрахунки НБУ.

#### Рівень безробіття знижується, проте повільно попри пожвавлення попиту на робочу силу. Повільним буде і його поліпшення на прогнозованому горизонті через значні диспропорції на ринку праці

З початку 2023 року тривало зростання попиту на робочу силу, підтримане пожвавленням економіки. Найвищий попит спостерігався на спеціальності, пов'язані з подальшим пристосуванням бізнесу до воєнних умов. Так, серед нових вакансій переважають робітничі професії, логістика та продажі і закупівлі. В поточних умовах зростає і кількість вакансій в охороні здоров'я та освіти, а завдяки поступовому пожвавленню внутрішнього попиту – у роздрібній торгівлі та сфері послуг. Це зокрема може бути наслідком масштабної міграції за кордон, насамперед жінок, які переважали в цих секторах. Водночас низький попит залишається на працівників гуманітарно-культурного та адміністративно-управлінського напрямів, а також у сфері ІТ і будівництва. Зміни в попиті на робочу силу відображають вагомі зміни в структурі економіки.

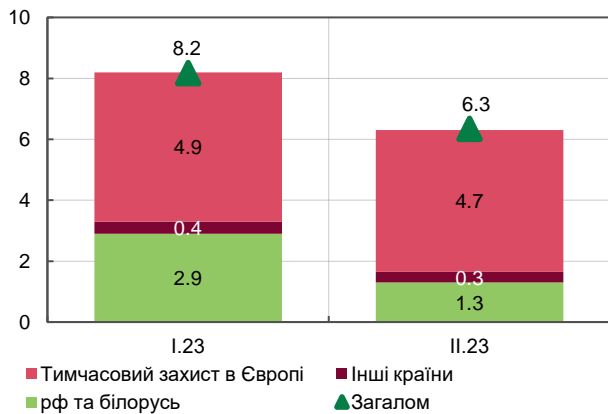
Натомість динаміка пропозиції робочої сили в останні місяці практично повернулася на докризову траєкторію. Це відображає подальшу адаптацію населення до умов високих безпекових ризиків. Завдяки швидкому відновленню попиту на робочу силу з початку 2023 року зайнятість українців поступово зростала. Так, за опитуваннями<sup>16</sup>, зайнятість збільшувалася як за рахунок повернення українців до звичних умов роботи, так і за рахунок працевлаштування на новій роботі. Зокрема, помітно поліпшилася ситуація з зайнятістю ВПО, серед яких безробіття було вищим, ніж загалом в економіці. Це свідчить про адаптацію ВПО на нових місцях проживання.

Пропозиція робочої сили стримується все ще значною кількістю мігрантів за кордоном та воєнними потребами. Кількість українських мігрантів у II кварталі – на початку III кварталу 2023 року залишалася значною<sup>17</sup> через посилення негативних безпекових очікувань, зокрема спричинених продовженням повітряних атак та руйнуванням Каховської ГЕС. Тривала й адаптація

<sup>16</sup> За даними опитування Рейтинг кількість осіб, які мали роботу до повномасштабного вторгнення, а зараз не працюють, скоротилася з 36% у лютому 2023 року до 30% у червні 2023 року як за рахунок того, що українці повернулися до роботи у звичайному режимі (36% у лютому та 41% у червні), так і за рахунок того, що приступили до нової роботи (8% у лютому, 13% у червні). Частка ВПО, що мають роботу, зросла з 45% у лютому до 62% у червні 2023 року, зокрема тих, хто працює на новій роботі – з 15% до 31%. А частка ВПО, які не працюють, відповідно, скоротилася з 51% у лютому до 36% у червні 2023 року.

<sup>17</sup> У червні 2023 року ООН переглянула підхід до оцінки кількості українських мігрантів: раніше оцінка ґрунтувалася на потоках мігрантів зі статистики перетинів кордону, зараз – на кількості мігрантів, які мають статус тимчасового захисту або подібний на дату відповідно до звітності країн-реципієнтів. Це призвело до зменшення загальної оцінки кількості мігрантів до 6.3 млн (з 8.2 млн, водночас сальдо перетинів становило 8.9 млн осіб), переважно за рахунок зменшення кількості мігрантів у рф та білорусі (з 2.9 до 1.3 млн). На історії ООН не переглядала дані, що унеможливує порівняння їх із попередніми періодами.

**Графік 2.3.4. Оцінки кількості українських мігрантів за кордоном, млн осіб**



Джерело: UNHCR.

**Графік 2.3.5. Рівень безробіття за МОП, с/с, %**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.3.6. Непрямі показники для оцінки доходів населення у реальному вимірі\*, індекс 12.2021=100%, %**



\* Дефльовано на ІСЦ.

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

Джерело: ДКСУ, дані банків, розрахунки НБУ.

мігрантів у країнах-реципієнтах<sup>18</sup>. У наступні місяці очікується незначне повернення мігрантів. Однак воно буде стриманим через усе ще високі безпекові ризики. Загалом кількість мігрантів на кінець 2023 року залишатиметься майже такою ж, як і наприкінці 2022 року. Адаптація мігрантів, потенційні ускладнення з енергопостачанням упродовж опалювального сезону 2023/2024 років та довше збереження високих безпекових ризиків стримуватиме їх повернення і наступного року. Повернення активізується після зниження безпекових ризиків у другій половині 2024 року. Водночас можливим є зворотний рух з метою об'єднання родин поза межами України та відмова від повернення тих, хто успішно адаптується в країнах-реципієнтах у наступні роки. Дефіцит робочої сили через значну кількість мігрантів, які залишатимуться за кордоном, буде суттєвим ризиком для економічного відновлення.

Водночас кваліфікаційні та регіональні диспропорції на ринку праці, тобто невідповідність між тим, що потрібно працедавцям, і тим, що можуть запропонувати працівники, залишаються значними. Так, [за опитуваннями щодо ділових очікувань підприємств у II кварталі 2023 року](#) респонденти зазначали про посилення негативного впливу на свою діяльність браку кваліфікованого персоналу<sup>19</sup>. У результаті поліпшення зайнятості та скорочення безробіття було повільнішим, ніж передбачав попередній макропрогноз. Рівень безробіття залишається високим.

Тим часом підприємства поліпшили оцінки щодо подальшого зростання зайнятості в наступні 12 місяців<sup>20</sup>. Очікуване поживлення економічної активності сприятиме поступовому скороченню рівня безробіття. Проте на прогнозованому горизонті диспропорції на ринку праці усе ще залишатимуться значними, у тому числі через наслідки війни, зокрема нерівномірне відновлення за секторами та регіонами. У результаті, попри поступове зниження, рівень безробіття в середньостроковій перспективі перевищуватиме рівень до повномасштабного вторгнення.

**Фінансовий стан ДГ поліпшується. Трудові доходи поступово зростатимуть разом із активізацією економічної діяльності**

Конкуренція підприємств за кваліфікованих працівників разом із поживленням економічної активності, а також виплати у бюджетному секторі, зокрема, військовим, зумовили певне поліпшення фінансового стану ДГ. Опосередковані оцінки за податковими даними, а також за зарплатами, що пропонуються у вакансіях на сайтах

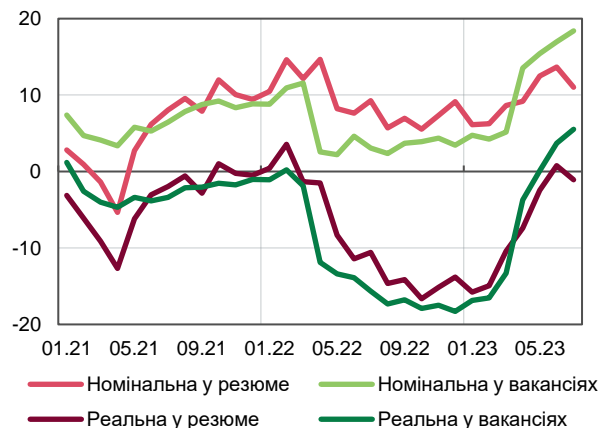
<sup>18</sup> Опитування ООН серед мігрантів та ВПО, проведене у квітні-травні 2023 року, свідчить, що не планують повертатися 6% мігрантів та 12% ВПО. Орендують житло 42% мігрантів та 54% ВПО. Доходи від зайнятості мають 48% мігрантів та 43% ВПО. За результатами [опитування мігрантів у Німеччині](#), наразі 44% планують залишитися в цій країні (39% улітку 2022 року.)

<sup>19</sup> У II кварталі 2023 року негативний вплив цього чинника зазначили 24.5% респондентів, що практично дорівнює рівню до повномасштабного вторгнення (26.6% у середньому за 2021 рік) порівняно з 13.8% у IV кварталі 2022 року та 19.4% у I кварталі 2023 року. Схожі результати і за опитуванням ІЕД – чинник "Брак кваліфікованої робочої сили" у червні 2023 року став четвертою за важливістю перешкодою бізнесу, його зазначили 37% респондентів порівняно із 30% респондентів у березні 2023 року.

<sup>20</sup> У II кварталі 2023 року баланс очікувань щодо зміни кількості працівників у наступні 12 місяців поліпшився до -3.8% порівняно з -16.4% у I кварталі 2023 року.

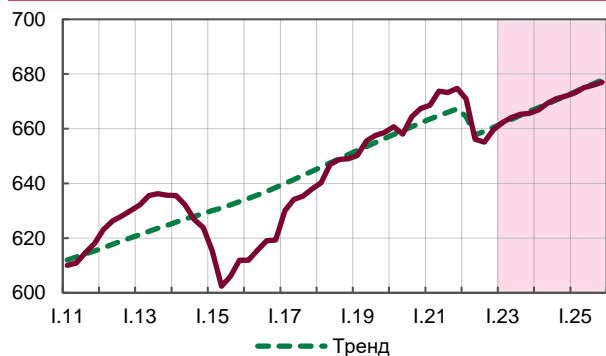


**Графік 2.3.7. Середня зарплата у вакансіях та резюме, % р/р**



Джерело: work.ua, розрахунки НБУ.

**Графік 2.3.8. Реальна зарплата/оплата праці\*, рівень (логарифми)**



\* До 2022 року – середня заробітна плата штатних працівників, з 2023 року – оплата праці в доходах населення згідно з системою національних рахунків.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

пошуку роботи, свідчать щонайменше про подальше зростання номінальної оплати праці. А за даними щодо виплат зарплат на картки банків – зростала й оплата праці у реальному вимірі. Це зокрема пояснюється й сповільненням інфляції. Як і раніше, вагому підтримку доходам населення надавали соціальні виплати із бюджету та індексація пенсій.

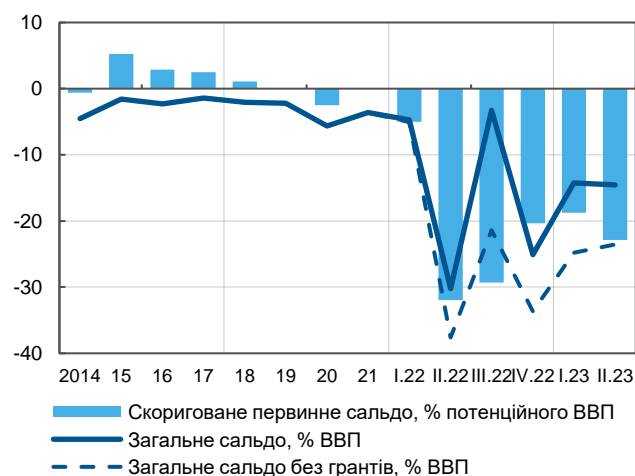
За опитуваннями підприємств, зростання витрат на оплату праці триватиме<sup>21</sup>. Цьому сприятимуть адаптація бізнесу до роботи в умовах значних безпекових ризиків та збереження м'якої фіскальної політики. Відновлення економіки зумовлюватиме подальше поживлення попиту на робочу силу, що на тлі все ще високої інфляції підтримуватиме значні темпи росту номінальних трудових доходів, особливо в секторах, де виникатиме дефіцит кваліфікованої робочої сили. У повоєнний час цьому додатково сприятиме посилення конкуренції із закордонними роботодавцями за мобільну робочу силу. Підвищення трудових доходів у реальному вимірі відновиться в поточному році, проте темпи залишатимуться доволі низькими через усе ще високу інфляцію та повільне зростання продуктивності.

<sup>21</sup> У II кварталі 2023 року баланс очікувань щодо зміни витрат на оплату праці одного працівника в наступні 12 місяців зріс до 44.6% порівняно із 35.3% у I кварталі 2023 року та 62.2% у середньому за 2021 рік.

## 2.4. Фіскальний сектор

- Бюджетний дефіцит залишається значним та фінансується насамперед за рахунок міжнародної допомоги. Водночас докладаються зусилля для збільшення ресурсної бази бюджету за одночасного посилення ролі внутрішніх ринкових залучень.
- Дефіцит зведеного бюджету поступово зриватиметься в наступні роки, але буде значним через потреби в підтримці обороноздатності та економічного відновлення. Міжнародна допомога залишатиметься вагомим джерелом покриття бюджетних потреб, але вага власних надходжень зростатиме.
- Істотні бюджетні дефіцити зумовлять високий рівень відношення боргу до ВВП на прогнозованому горизонті, проте це не створюватиме значного тиску на державні фінанси в найближчі роки завдяки пільговим умовам залучення міжнародної підтримки.

Графік 2.4.1. Сальдо СЗДУ за різними вимірами, % ВВП

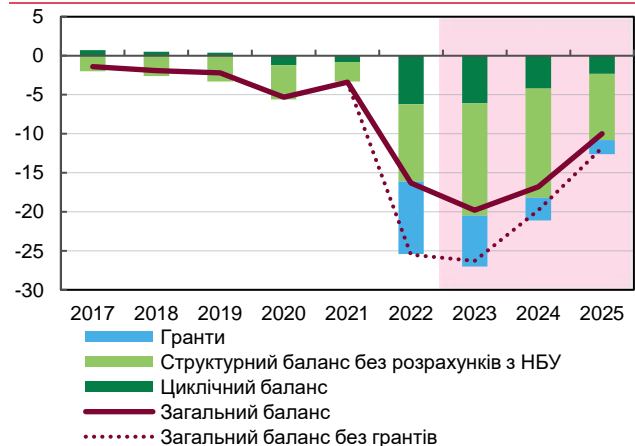


\* Загальне сальдо, % ВВП – сальдо зведеного бюджету з урахуванням позичок з ЄКР, наданих Пенсійному фонду України.  
 \*\* Циклічно скориговане первинне сальдо (% потенційного ВВП) – різниця між с/с доходами, у структурі яких податкові надходження коригуються на циклічні зміни ВВП, та с/с первинними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

### Бюджетні дефіцити залишатимуться значними, що підтримуватиме економічне зростання у 2023–2025 роках

Фіскальна політика в II кварталі 2023 року зберегла стимулюючий вплив на економіку. Первинне від’ємне сальдо, скориговане на циклічну позицію економіки, навіть дещо збільшилося порівняно з двома попередніми кварталами. Дефіцит зведеного бюджету в II кварталі розширився до понад 233 млрд грн, а без урахування грантів у доходах – 369 млрд грн<sup>22</sup>, або більше 24% ВВП за оцінку НБУ. Розширення дефіциту в II кварталі пов’язано з високими витратами на забезпечення обороноздатності. В умовах війни суттєві витрати держави підтримують економічну діяльність та внутрішній попит. Так, значні оборонні витрати сприяють розвитку низки галузей промисловості та секторів послуг і підживлюють купівельну спроможність населення, що матиме мультиплікативний ефект і на інші сектори економіки. Водночас значна частина оборонних витрат фінансує імпортні закупівлі. Крім того, суттєва допомога міжнародними партнерами надається власною продукцією, що серед інших ефектів стимулює економіку країн-партнерів (детальніше – у вставці "Вплив військової допомоги Україні на економіку країн-партнерів" на стор. 30).

Графік 2.4.2. Сальдо зведеного бюджету, % ВВП



Джерело: ДКСУ, МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

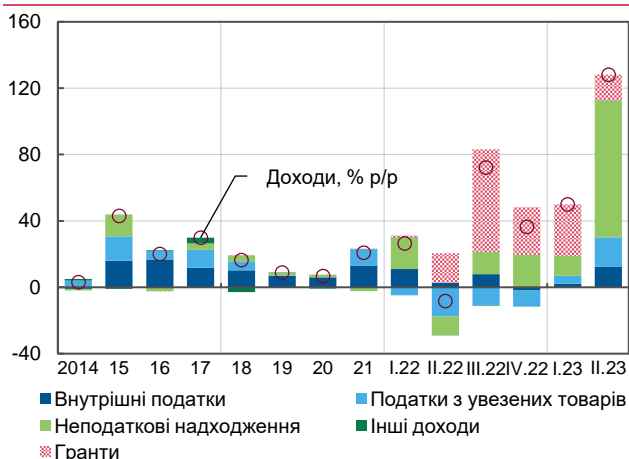
У 2023 році дефіцит бюджету без урахування грантів у доходах очікується на рівні попереднього року – понад 26% ВВП. Надалі завдяки нарощуванню доходів він зриватиметься до майже 20% ВВП у 2024 році та 12% ВВП у 2025 році без урахування грантів у доходах. Дефіцити очікуються вищими, ніж у попередньому прогнозі, передусім через довшу тривалість безпекових ризиків, а отже і потребу значних витрат на сферу безпеки та оборони. З огляду на це збільшено обсяги очікуваної міжнародної допомоги для фінансування інших видатків. М’яка фіскальна політика пояснює незначний перегляд прогнозу реального ВВП у 2024 році, попри довшу тривалість безпекових ризиків.

### Податкові надходження зростатимуть і надалі, як завдяки відновленню економіки, так і адміністративним заходам

Зростання податкових надходжень зведеного бюджету пришвидшилося (до понад 43% р/р) у II кварталі 2023 року. Це стало наслідком поживлення економічної

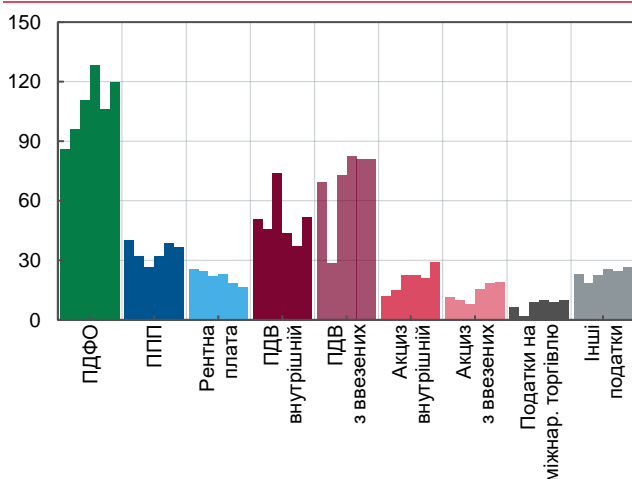
<sup>22</sup> У січні – червні 2023 року дефіцит зведеного бюджету сягнув понад 681 млрд грн, або 24.5% ВВП, за оцінкою НБУ.

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



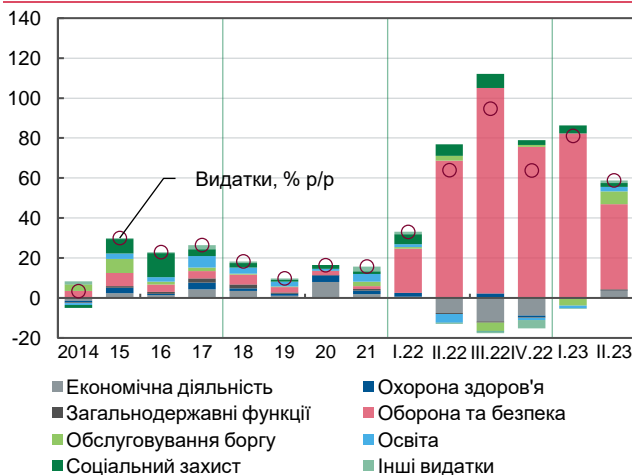
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.4.4. Податкові надходження зведеного бюджету у 2022–2023 роках, поквартально, млрд грн**



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

активності, все ще високої інфляції, а також припинення дії окремих податкових послаблень<sup>23</sup> та посилення процедур адміністрування податків, хоча ефект низької бази порівняння також мав вагомий внесок. Стабільною базою податкових надходжень залишалися виплати військовослужбовцям, що зумовлювали високі надходження від ПДФО (майже 30% становила частка ПДФО військових у загальних надходженнях від ПДФО у першому півріччі 2023 року) та підтримували зростання надходжень від податків на споживання. Стале та суттєве відшкодування ПДВ цього року стримувало зростання податкових надходжень, але водночас сприяло поліпшенню фінансового стану підприємств.

У II кварталі вагомим джерелом доходів передбачувано залишилися неподаткові надходження, зокрема за рахунок перерахувань частини прибутку НБУ та дивідендів державними підприємствами, насамперед Приватбанком (разом ці кошти становили майже 11% доходів зведеного бюджету в II кварталі). Попри подальше зростання власних доходів, вони не можуть задовольнити бюджетні потреби, ураховуючи виняткові обставини. Наразі власних доходів вистачає на покриття лише 65% витратів зведеного бюджету. Тому одним із основних джерел доходів і надалі залишалися грантові кошти, що надходили регулярно та в очікуваних обсягах. Загалом у січні – червні 2023 року гранти забезпечили майже 18% доходів зведеного бюджету. У результаті доходи зросли майже на 88% р/р (без урахування грантів – на понад 71% р/р).

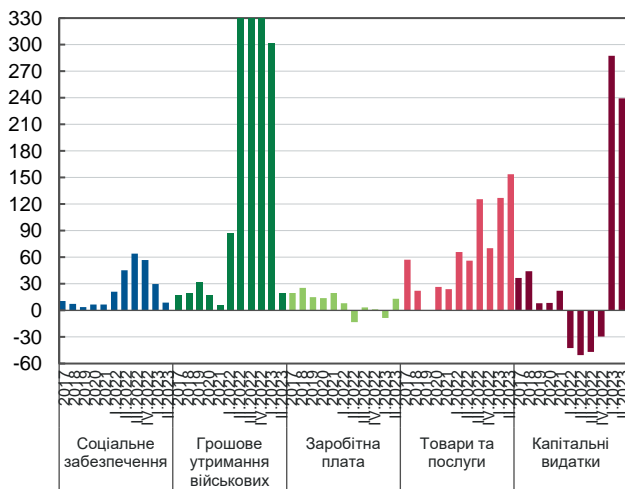
Доходи помірно зростатимуть на прогнозованому горизонті. Рушієм зростання стануть податкові надходження завдяки пожвавленню економіки, поновленню підходів до оподаткування, що діяли до лютого 2022 року, подальшому поліпшенню адміністрування та структурним реформам у фіскальній сфері. Грантова підтримка ще певний час залишатиметься важливим джерелом наповнення бюджету, проте її обсяги поступово зменшуватимуться.

**Витатки залишаються значними, зважаючи на високі безпекові ризики. Надалі їх зростання пригальмує, однак оборона, соціальна сфера та відбудова будуть головними пріоритетами**

У II кварталі 2023 року обсяги витратів зведеного бюджету були найбільшими від початку війни. Водночас їх зростання дещо сповільнилося, ураховуючи ефект бази порівняння (до майже 59% р/р). У січні – червні 2023 року витатки зведеного бюджету на понад 67% р/р вищі за минулорічні. Такі суттєві витатки насамперед пов'язані з потребою забезпечувати оборонно-безпекові витрати (частка лише оборони становить майже 50% витратів зведеного бюджету). Також потреба в підтримці населення зумовлювала значні витатки на соціальний захист. Це разом із дещо вищими витратами на заробітну плату та значними грошовими виплатами військовим підтримувало фінансовий стан домогосподарств і

<sup>23</sup> Скасовано відстрочку зі сплати митних зборів (постанова КМУ від 24.02.2023 № 166), припинено дію пільги на ввезення товарів для відновлення енергетичної інфраструктури з 01.05.2023 тощо.

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



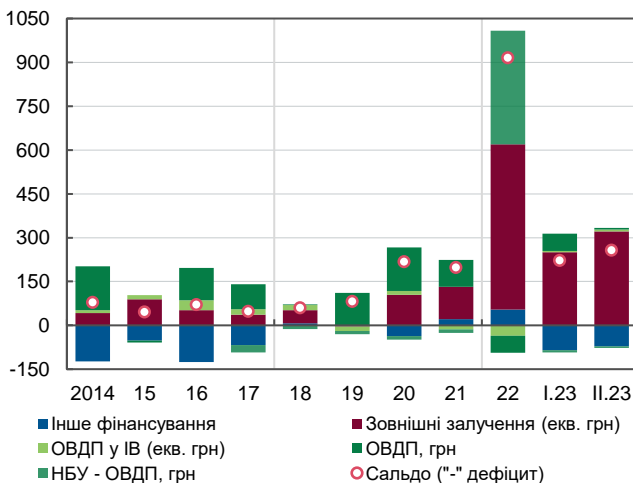
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

відповідно стимулювало споживчий попит. Водночас дещо збільшилися видатки суспільно-гуманітарного значення (освіта, охорона здоров'я та охорона природного середовища), хоча вони й залишилися стриманими з огляду на дефіцит бюджетних ресурсів та зменшення кількості споживачів державних послуг.

На противагу попередньому року капітальні видатки цього року істотно збільшилися. Це насамперед пов'язано з активним ремонтом, відновленням та зведенням інфраструктурних об'єктів. В умовах воєнного часу посилюється роль держави як інвестора та замовника/споживача товарів. Збільшення витрат на інфраструктурні проекти дає поштовх будівництву та іншим суміжним галузям.

У прогностичному періоді зростання видатків суттєво сповільниться. Навіть після зменшення безпекових ризиків потреби в підтримці обороноздатності залишатимуться значними, що тиснуче на видатки. Проте в міру зниження безпекових ризиків структура видатків зміниться і ресурси поступово вивільнятимуться на відбудову країни. Отже, високими темпами зростатимуть капітальні видатки. Вагомою залишиться частка й видатків на соціальне забезпечення, що підтримуватиме фінансовий стан домогосподарств. Водночас поступово акцент зміститься на надання субсидій на оплату послуг ЖКГ та адресну підтримку вразливих верств.

**Графік 2.4.7. Фінансування дефіциту державного бюджету\*, млрд грн**

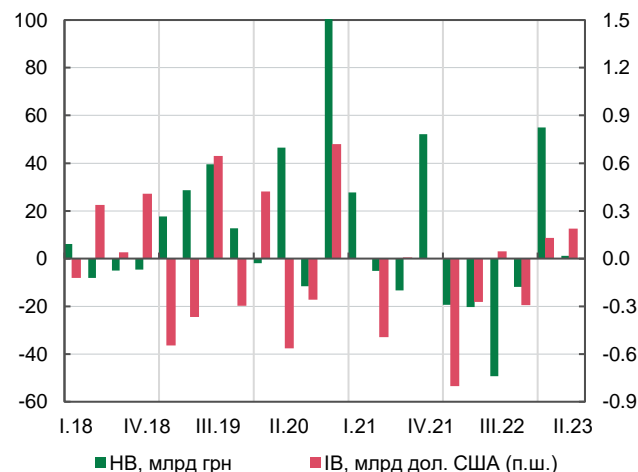


\* Чисті залучення. Запозичення в грн включають випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу банків, ФГВО та інших державних підприємств.  
Джерело: ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

**Міжнародна допомога залишатиметься значною, проте роль внутрішнього боргового ринку зростатиме**

Значні бюджетні потреби в першому півріччі 2023 року (майже на 37% державного бюджету) профінансовано за рахунок міжнародної допомоги. Її обсяг становив 23.6 млрд дол. США, зокрема у II кварталі 2023 року – майже 12.7 млрд дол. США (з них 3.6 млрд дол. США – транші за програмою МВФ). Загалом у 2023 році очікуване міжнародне фінансування понад 42 млрд дол. США та в наступні роки залишатиметься значним, хоча й поступово знижуватиметься.

**Графік 2.4.8. Чисті залучення за гривневими (НВ)\* та валютними (ІВ) ОВДП (залучення за датою розміщення)**

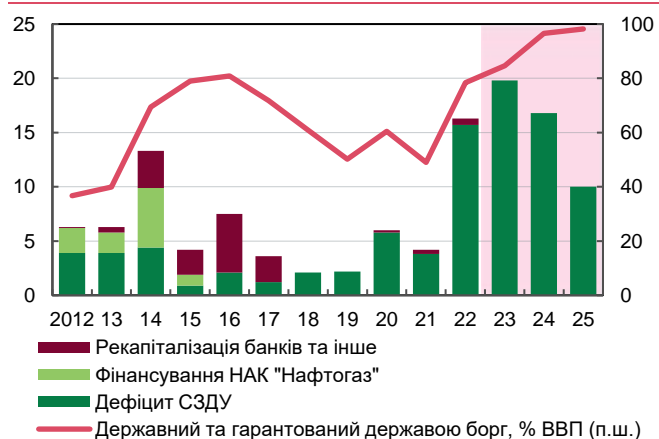


\* Ринкові розміщення.  
Джерело: МФУ, НБУ, розрахунки НБУ.

Водночас поживався попит на державні цінні папери. Частково цей попит, як і в I кварталі, стимулювався можливістю використання бенчмарк-ОВДП для виконання нормативів обов'язкових резервів, але в II кварталі суттєво посилюється роль інших чинників. У результаті залучення ОВДП як у національній, так і в іноземній валютах упродовж обох кварталів поточного року перевищили відповідні виплати. Прогнозується подальше зростання обсягів ринкових залучень завдяки збереженню привабливості державних цінних паперів на тлі зниження інфляції. Відповідно зростатиме роль внутрішнього боргового фінансування для покриття бюджетних потреб.

Передбачувана та регулярна міжнародна бюджетна підтримка разом із суттєвими внутрішніми запозиченнями дасть змогу і надалі уникати монетарного фінансування.

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



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

Це сприятиме подальшому поліпшенню як інфляційних, так і курсових очікувань.

**Високий рівень боргу зберігатиметься на прогностичному горизонті**

Державний та гарантований державою борг надалі зростатиме і за оцінкою НБУ перевищить 80% ВВП станом на кінець червня 2023 року. Ця тенденція насамперед зумовлювалася переважанням кредитів у загальному обсязі міжнародної допомоги (більше 2/3 надійшло як кредитні кошти в першому півріччі 2023 року), поживленням внутрішніх боргових залучень.

З огляду на значні дефіцити бюджету кілька років поспіль та їх фінансування переважно борговими коштами, а також зменшення грантової підтримки в середньостроковому періоді борг наблизиться до 100% ВВП. Співвідношення боргу та ВВП у цьому прогнозі збільшено порівняно з попереднім через перегляд припущень щодо розмірів дефіцитів у бік підвищення та грантової підтримки в бік зниження у 2024–2025 роках. Водночас такий високий рівень боргу матиме порівняно помірний тиск на бюджет у найближчі роки, передусім через отримання кредитних коштів на преференційних умовах – за низькими ставками та відтермінованим графіком сплати основних сум.

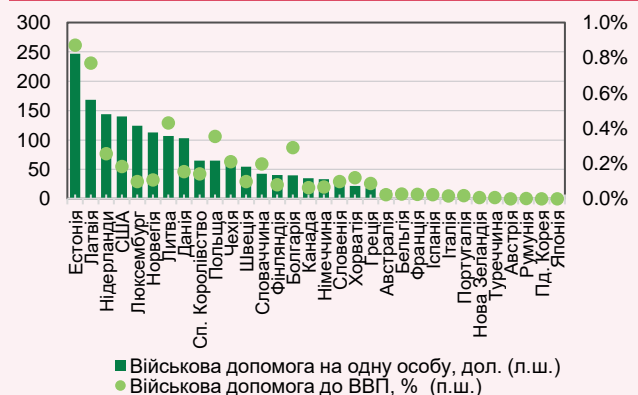
### Вставка 3. Вплив військової допомоги Україні на економіки країн-партнерів

Протягом десятиліть росія веде інформаційні війни проти України. Після повномасштабного вторгнення пропаганда лише посилюється, у тому числі з метою дискредитації України за кордоном. Кінцева ціль цих інформаційних атак – позбавити Україну політичної та фінансової підтримки з боку міжнародних партнерів. Зокрема, у межах інформаційної війни ворог поширює наратив, що партнери витрачають забагато коштів на військову підтримку України, тоді як їхні економіки страждають від пришвидшення інфляції та сповільнення економічного зростання. Проте, як свідчать попередні результати дослідження [Chebanova, Faryna, Sheremirov \(2023\)](#), у короткостроковій перспективі збільшення військових витрат через війну в Україні має стимулюючий вплив на ВВП країн-партнерів. Так, один долар США, витрачений урядами донорів на військові потреби, генерує протягом одного-двох років 0.79–0.87 долара ВВП у цих країнах<sup>24</sup>, а загалом додатний ефект не зникає навіть через п'ять років. Крім того, є низка додаткових позитивних ефектів для країн-донорів, такі як можливість обміну військовим досвідом, ефективніший розподіл ресурсів оборонної галузі, імпульс для експортерів зброї та зростання продуктивності внаслідок додаткових інвестицій у дослідження та розробки. Тож, економічна вартість військової допомоги Україні для партнерів є суттєво меншою за оголошені номінальні суми.

**Безпрецедентна підтримка партнерів із початку повномасштабної війни.** Відповідно до оцінок Кільського інституту світової економіки (далі – Кільський інститут) лише у 2022 році загальні зобов'язання з військової допомоги Україні становили більше 66 млрд дол. США<sup>25</sup>. Військову підтримку минулого року надали тридцять дві країни, хоча її обсяг, як в абсолютному вимірі, так і відносно ВВП та оборонних бюджетів партнерів був неоднорідним. Найбільшим донором за номінальними обсягами військової підтримки були США – більше 40 млрд дол., у відносних вимірах – Естонія та Латвія (0.75–0.90% ВВП, 35–40% військових витратів), а також Литва та Польща (0.35–0.45% ВВП, 15–20% військових витратів). Водночас загальна сума допомоги у 2022 році становила приблизно 5% сукупних військових витратів країн-партнерів згідно з даними Стокгольмського міжнародного інституту досліджень проблем миру. Для жодного із союзників сума військової допомоги відносно ВВП не перевищувала 1% (графік 1).

**Оцінка фіскального стимулу від витрат на оборону.** Коли уряди витрачають кошти, то значна їх частина, як правило, осідає всередині країни, створюючи підґрунтя для фіскального мультиплікатора. Його концепція полягає в тому, що кожна витрачена грошова одиниця генерує не лише прямий внесок у створення вартості, а й запускає ланцюгову реакцію подальших процесів через вплив на споживання, інвестиції, іншу економічну діяльність, створюючи додаткове зростання. Наявні дослідження надають переконливі докази, що мультиплікаційний ефект від військових витратів є додатним та тривалим (наприклад, [Sheremirov and Spirovska, 2022](#); [Auerbach and Gorodnichenko, 2012](#); або [Gechet and Will, 2012](#)).

**Графік 1. Військова підтримка України за окремими країнами, 2022 рік**



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

Для оцінки впливу фіскального шоку внаслідок зростання військових витрат, зокрема зумовлених російським вторгненням в Україну, на економіку країн використано методологію [Sheremirov and Spirovska \(2022\)](#) та модель локальної проєкції ([Jordà, 2005](#))<sup>26</sup>. Зокрема, розраховано кумулятивні мультиплікатори державних витрат для 101 країни в збалансованій панелі за період 2006–2022 років. Щоб виміряти мультиплікатор для країн, що надають військову підтримку Україні, коефіцієнти регресії оцінено для окремих підвибірок із використанням фіктивної змінної.

**Фіскальний мультиплікатор від військових витратів генерує додатковий ВВП та компенсує витрати на допомогу.** Згідно з попередніми результатами дослідження фіскальні мультиплікатори для країн, які надали військову допомогу Україні у 2022 році, є статистично та економічно значущими (табл. 1). Збільшення військових витрат у країнах-донорах на

<sup>24</sup> Тут і надалі мається на увазі вплив шоку державних витратів, тобто однієї нової грошової одиниці податків або боргу, на економічне зростання. Таким чином, досліджується гіпотеза, чи закріплюються ці нові витрати в економіці. Варто зауважити, що теорія передбачає можливий додатний ефект лише в короткостроковій перспективі.

<sup>25</sup> У дослідженні використано дані Кільського інституту станом на травень 2023 року.

<sup>26</sup> У дослідженні використано метод інструментальних змінних, застосовуючи витрати на оборону як інструмент для державних витрат. Це дає змогу ідентифікувати шок військових витрат. Для оцінки використано нормалізовані дані за ВВП, загальними та військовими витратками країн у постійних цінах, а також застосовано метод фіксованих ефектів у розрізі країн та часу. У приведеному вигляді модель має вигляд:

$$\sum_{j=0}^{h-1} y_{i,t+j} = a_{i,h} + \Psi_h(L)x_{i,t-1} + \mu_h \sum_{j=0}^{h-1} g_{i,t+j} + \delta_{t,h} + \epsilon_{i,t+h-1}$$
, де  $y_{i,t}$ ,  $g_{i,t}$ , та  $g_{i,t}^m$  – нормалізовані реальний ВВП, загальні державні та військові витрати відповідно в країні  $i$  та році  $t$ ,  $x_{i,t-1} \equiv (y_{i,t-1}, g_{i,t-1}, g_{i,t-1}^m)$  – вектор контрольних змінних для періоду  $t$ ,  $g_{i,t}^m$  – інструмент для  $\sum_{j=0}^{h-1} g_{i,t+j}$ ,  $a_{i,h}$  та  $\delta_{t,h}$  – фіксовані ефекти в розрізі країн та часу відповідно,  $\Psi_h(L)$  – поліноміальний вектор лагів,  $\epsilon_{i,t+h-1}$  – похибка другого етапу регресії на горизонті  $h$ . Коефіцієнт  $\mu_h$  вимірює кумулятивний мультиплікатор державних витрат на горизонті року  $h$ .

1 дол. пов'язане зі збільшенням реального ВВП цих країн на 0.65 дол. протягом того самого року, 0.87 дол. – через рік і 0.79 дол. – через два роки. Кумулятивні мультиплікатори зменшуються на триваліших горизонтах, але залишаються додатними та значущими<sup>27</sup>.

**Таблиця 1. Кумулятивний мультиплікатор: країни, які надавали військову допомогу у 2022, і ті, які не надавали**

	Y: Підтримка України	N: Інші	H0: Y=N
У той самий рік	<b>0.65*</b> (0.26)	<b>0.49*</b> (0.22)	F: 0.22 p: 0.64
Через 1 рік	<b>0.87**</b> (0.26)	0.83 (0.71)	F: 0.00 p: 0.96
Через 2 роки	<b>0.79**</b> (0.25)	0.63 (0.45)	F: 0.11 p: 0.74
Через 3 роки	<b>0.60***</b> (0.15)	<b>0.48*</b> (0.22)	F: 0.22 p: 0.64
Через 4 роки	<b>0.60**</b> (0.23)	<b>0.32**</b> (0.11)	F: 1.28 p: 0.26
Через 5 років	<b>0.44*</b> (0.19)	<b>0.24*</b> (0.12)	F: 0.77 p: 0.38

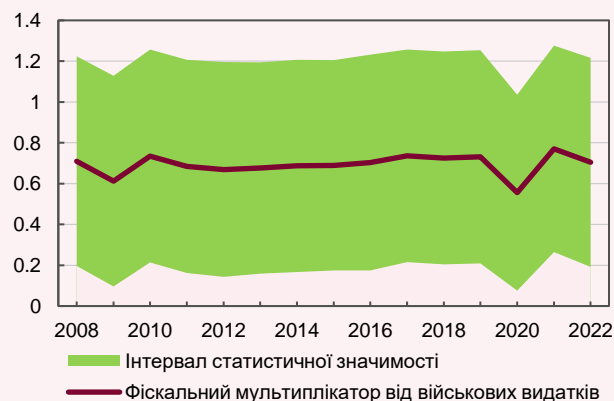
У дужках наведено стандартні похибки, стійкі до гетероскедастичності та автокореляції.

\*\*\*, \*\*, \* – статистична значущість за ймовірностей 1%, 5% та 10% відповідно.

Джерело: розрахунки авторів.

Для аналізу стабільності фіскальних мультиплікаторів у часі та вивчення особливостей 2022 року здійснено оцінку регресії для підвбірок кожного року. Фіскальний мультиплікатор у рік здійснення витрат на оборону залишається стабільно високим та статистично значущим протягом 2008–2022 років. Отже, він суттєво не змінився ані після першого вторгнення в Україну у 2014 році, ані у 2022 році, коли спостерігалось різке зростання глобальної геополітичної напруженості не лише через війну в Україні, але й загострення відносин між Заходом та Китаєм. Ефект помітно знижується лише під час найглибшої кризи COVID-19 у 2020 році, коли фіскальні стимули мали слабший ефект через карантинні обмеження для населення та бізнесу, включно з підприємствами військово-промислового комплексу.

**Графік 2. Первинний вплив військових витратів на зростання ВВП за різні роки, дол. США**



Джерело: розрахунки НБУ.

**Консервативні оцінки мультиплікаторів.** Аналіз літературних джерел дає підстави вважати, що ефекти для партнерів від фіскальних стимулів у вигляді надання озброєння Україні можуть бути ще вищими. Так, у процесі заміщення переданих засобів партнери спрямують велику частку оборонних витратів на виробництво товарів тривалого користування. Мультиплікатори цих витратів можуть бути більшими, ніж для товарів нетривалого користування або послуг.

Крім того, наведені оцінки не враховують структури державних витрат, тобто їх розподіл на споживання та інвестиції. Однак, якщо більшу частину додаткових військових витрат буде спрямовано саме на інвестиції, то це матиме більший і довготриваліший ефект на економіку (Aschauer, 1989).

Результати багатьох досліджень свідчать, що фіскальні мультиплікатори в періоди економічного спаду зазвичай є вищими, ніж у періоди зростання. Це пов'язано з тим, що під час рецесії праця та капітал недовикористовуються, а стимулювання сукупного попиту дає економіці потрібний поштовх. Хоча розвинуті країни, за прогнозами, уникнуть рецесії, їхнє зростання залишатиметься слабким, тому військові витрати можуть мати більш виражений економічний ефект, ніж оцінено авторами.

**Інші економічні стимули від підтримання обороноздатності України.** Збільшити позитивний ефект від допомоги Україні та знизити абсолютну вартість такої підтримки для партнерів можуть і такі чинники:

- обмін практичним військовим досвідом унаслідок постійного навчання особового складу ЗСУ та спільного стратегічного планування. Це дає змогу партнерам поліпшити власну систему безпеки та надалі знизити ризики втягнення у військові конфлікти;
- оптимізація розподілу ресурсів в оборонному секторі. Оцінка переваг та недоліків наданого Україні озброєння в реальних бойових умовах дає змогу партнерам спрямувати кошти на виготовлення дійсно ефективних засобів із найбільшим ефектом віддачі;
- приклади успішного застосування озброєння надають імпульс для експортерів оборонних товарів, що вже відображається в зростанні цін на акції виробників зброї. Так, від початку повномасштабного вторгнення акції виробників зброї окремих союзників зросли від 18% (Lockheed Martin Corp., США) до 62% (Leonardo S.p.a., Італія). За цей період фондовий індекс S&P 500 зріс усього на 3%<sup>28</sup>;
- додаткові інвестиції в дослідження та розвиток в оборонній сфері, що передбачають залучення багатьох країн і секторів економіки, створюють умови для перенесення (spillover) технологій та зростання довгострокової продуктивності.

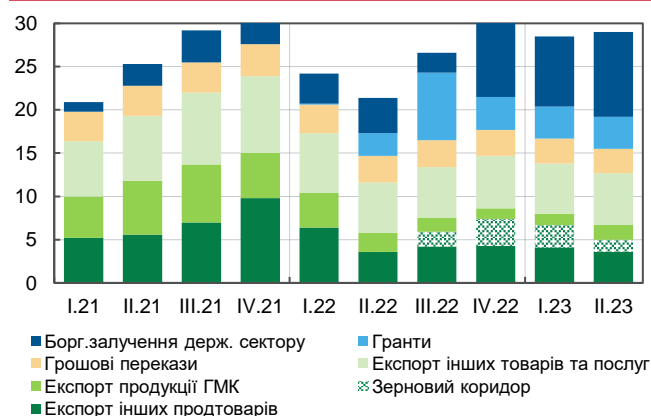
<sup>27</sup> Загалом оцінені мультиплікатори державних витрат для повної вибірки відповідають результатам Sheremirov and Spirovska (2022).

<sup>28</sup> Дані Yahoo Finance, ціни закриття від 23.02.2022 до 12.06.2023.

## 2.5. Платіжний баланс

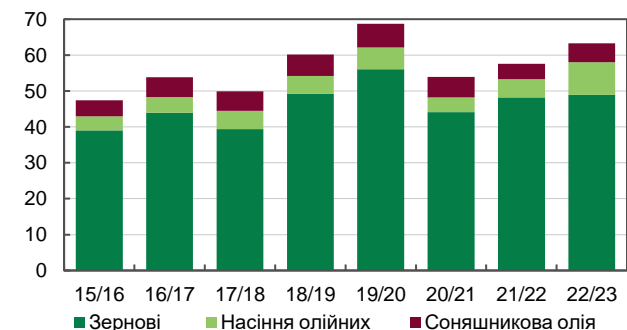
- У II кварталі дефіцит валюти на ринку суттєво скоротився. Серед основних причин: нижчий імпорт енергоносіїв та менші обсяги зняття готівки за кордоном. Ці чинники компенсували скорочення експорту, зумовлене гальмуванням роботи "зернового коридору" росією та торговельними обмеженнями з боку окремих країн ЄС. Водночас завдяки значній міжнародній допомозі резерви зросли до рекордного рівня – 39 млрд дол.
- Протягом наступних років дефіцит валюти приватного сектору зберігатиметься значним насамперед через обмежений потенціал відновлення експорту та суттєву потребу в імпорті для повоєнної відбудови.
- Міжнародна фінансова допомога залишатиметься основним джерелом сталого зростання резервів на прогнозованому горизонті. Станом на кінець 2025 року вони сягнуть 44.1 млрд дол.

**Графік 2.5.1. Основні компоненти валютних надходжень, млрд дол.**



Джерело: НБУ.

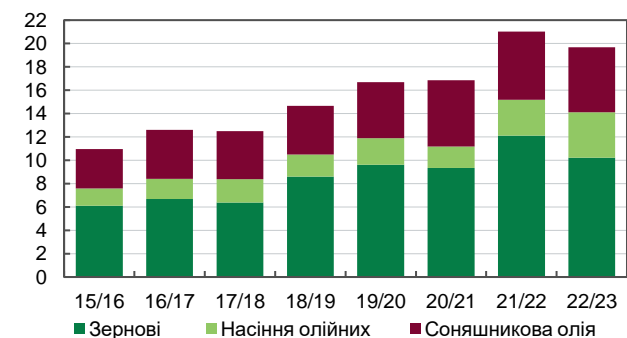
**Графік В.2.5.1. Експорт сільськогосподарської продукції протягом маркетингового року\*, млн т**



\* З аналітичною метою маркетинговий рік для всіх товарів було приведено до одного часового проміжку – з липня до червня наступного року.

Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

**Графік В.2.5.2. Експорт сільськогосподарської продукції протягом маркетингового року\*, млрд дол.**



\* З аналітичною метою маркетинговий рік для всіх товарів було приведено до одного часового проміжку – з липня до червня наступного року.

Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

**Попри перешкоди для експорту, валютні надходження приватного сектору в II кварталі були вищими, ніж очіувалося. Проте потенціал відновлення експорту у 2023–2025 роках залишатиметься обмеженим**

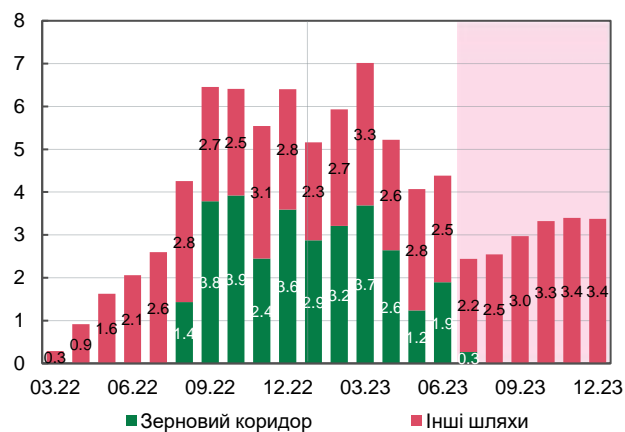
У II кварталі 2023 року валютні надходження приватного сектору знизилися порівняно з попереднім кварталом передусім через перешкоди для експорту продовольства. Блокада роботи порту "Південний" та посилення саботажу інспекцій суден із боку РФ зумовили суттєве скорочення відвантажень "зерновим коридором". Поставки альтернативними шляхами порівняно з попереднім кварталом зменшилися через запровадження торговельних обмежень кількома країнами ЄС і вичерпання запасів. Водночас оперативне врегулювання питань із транзитом продовольства до інших країн ЄС,

Результати агроекспорту маркетингового 2022/2023 року попри всі виклики (блокування та перешкоди з боку РФ для морських перевезень, руйнування транспортної та виробничої інфраструктури) перевищили очікування більшості експертів, а обсяги поставок – показники попереднього маркетингового року. Зокрема, зернових культур поставлено на 1.4% більше за рахунок кукурудзи, олії – на 23%, а насіння олійних – на 80%. Однією з причин такої динаміки було зміщення поставок рекордного врожаю 2021 року на 2022/2023 МР через вкрай низькі можливості вивезення на початку повномасштабного вторгнення. Відкриття "зернового коридору" в серпні 2022 року сприяло поживленню експорту зернових. Крім того, скорочення внутрішнього виробництва олії та зацікавленість із боку ЄС у купівлі сировини стимулювали нарощування поставок насіння соняшнику. Проте, урахувавши обмежену пропускну транспортну здатність навіть після запровадження "зернового коридору" та розбудови альтернативних шляхів, це досягнення є результатом відданої роботи як аграріїв, так і працівників сфери транспорту та логістики за вагомої підтримки міжнародних партнерів. Напрацьовані маршрути та їх вірогідне подальше розширення відіграватимуть важливу роль і надалі.

Вартісні обсяги агроекспорту також були високими – другим найвищим результатом після 2021/2022 МР. Так, виручка від торгівлі олією залишилася майже на рівні попереднього МР, а надходження від експорту насіння олійних зросли на 0.8 млрд дол., хоча експортна виручка від торгівлі зерновими культурами зменшилася майже на 2 млрд дол. через падіння світових цін та цінні дисконти для українського продовольства. Сприятливі результати першого "воєнного" МР стали вагомою підтримкою проведення як посівної, так і збиральної кампанії поточного маркетингового року.

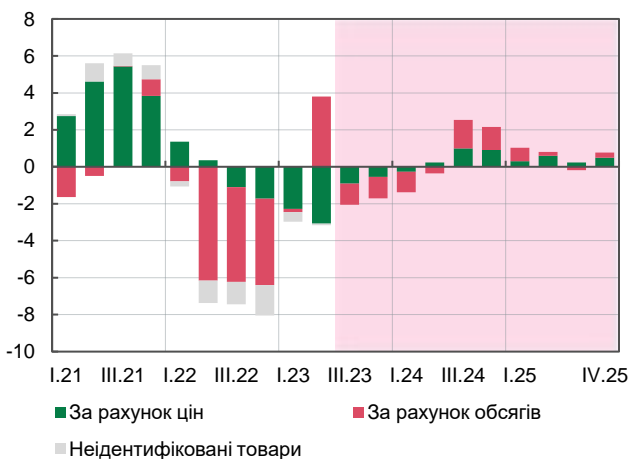


**Графік 2.5.2. Експорт окремої продукції АПК\*, млн т**



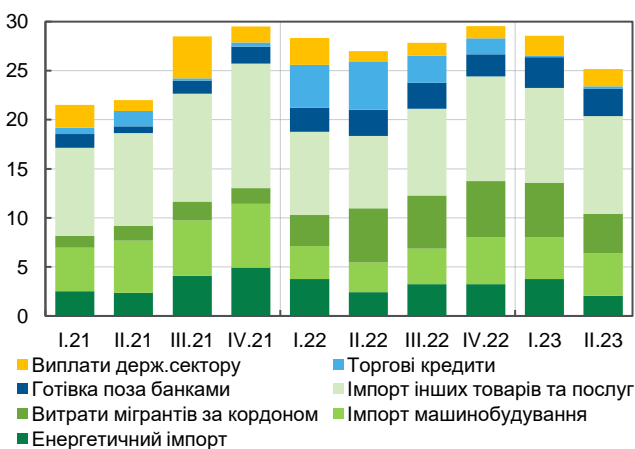
\* Зернові та олійні культури, соняшникова олія.  
Джерело: Мінагрополітики, Black Sea Grain Initiative JCC, розрахунки НБУ.

**Графік 2.5.3. Абсолютна річна зміна експорту товарів за рахунок цін та обсягів, млрд дол.**



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.5.4. Основні компоненти впливу валюти, млрд дол.**



Джерело: НБУ.

звуження переліку товарів, заборонених для ввезення дещо пом'якшили падіння експорту продовольства. При цьому відвантаження альтернативними шляхами були **вищими**, ніж очікувалося, що дало змогу компенсувати втрати від обмежень із боку країн ЄС.

Зниження експорту продовольства лише частково компенсовано нарощуванням поставок інших товарів. Так, збільшився експорт продукції ГМК завдяки подальшому відновленню її виробництва, певному вивільненню логістичних потужностей та зростанню в структурі поставок дорожчих прокату та напівфабрикатів. Також збільшилися поставки коксівного вугілля. Однак **дефіцит води на окремих підприємствах** унаслідок підризу окупантами Каховської ГЕС стримував нарощування металургійного експорту в червні та, ймовірно, обмежуватиме його й упродовж другого півріччя.

Також скоротилися і валютні надходження від українських мігрантів за кордоном передусім унаслідок їх подальшої інтеграції в ринок праці країн-реципієнтів.

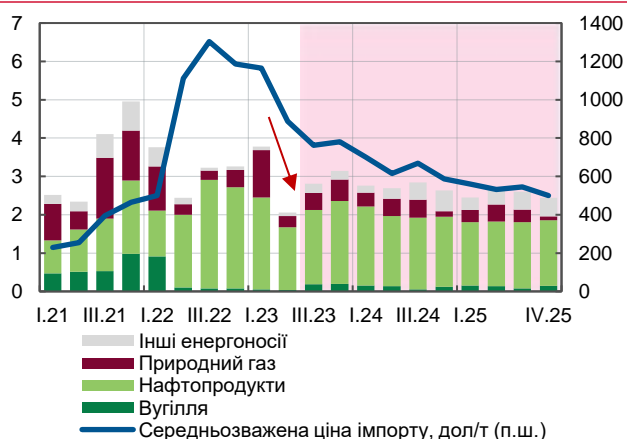
Експорт послуг майже не змінився порівняно з попереднім кварталом: **постковідне звуження глобального попиту та все ще високі безпекові ризики** стримували відновлення експорту ІТ-послуг.

До середини 2024 року валютні надходження від експорту товарів залишатимуться обмеженими. Зокрема, зберігатимуться складнощі з поставками продовольчих товарів. Втрати від подовження обмежень на імпорт окремих українських продовольчих товарів сусідніми країнами ЄС до середини вересня 2023 року оцінюються як незначні завдяки налагодженню транзиту та підвищенню пропускної здатності доступних маршрутів поставок. Значно більший вплив на обсяг експорту матиме припинення роботи "зернового коридору". Через недостатні потужності альтернативних шляхів для вивезення нового врожаю с/г культур та конкуренцію за логістику з європейськими аграріями загальні втрати експорту в другому півріччі 2023 року оцінюються в приблизно 2 млрд дол., проте вони можуть бути повністю компенсовані у 2024 році. Ці оцінки враховують подальше розширення логістичних потужностей альтернативних шляхів.

Крім того, нарощування експорту протягом усього прогностичного періоду стримуватимуть руйнування виробничої інфраструктури та порівняно низькі врожаї. Додатковим чинником буде зниження світових цін на сировинні товари.

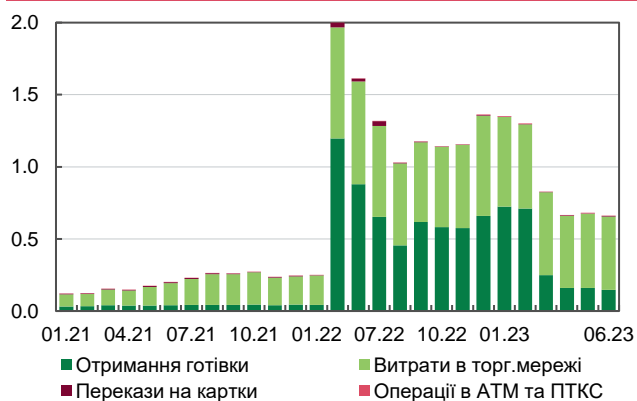
Водночас інші джерела валютних надходжень приватного сектору зростатимуть сталими темпами. Так, поживлення світової економіки та зниження безпекових ризиків сприятиме відновленню зростання експорту ІТ-послуг у 2024–2025 роках після їх падіння у 2023 році. А пришвидшення економічного зростання в країнах-реципієнтах та збільшення сезонної трудової міграції забезпечать відновлення зростання грошових переказів із 2024 року. Крім того, очікується відновлення боргових

**Графік 2.5.5. Імпорт енергоносіїв, млрд дол.**



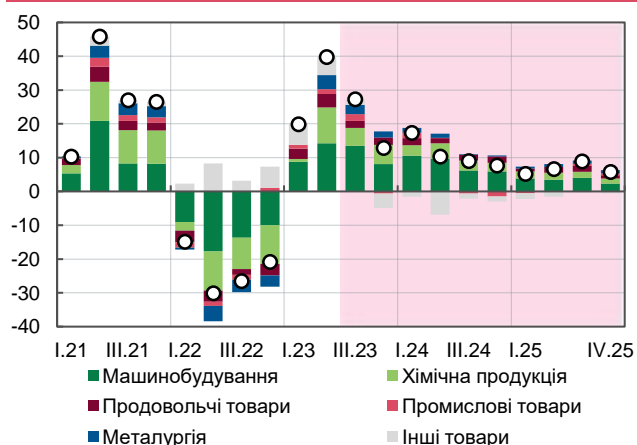
Джерело: розрахунки НБУ.

**Графік 2.5.6. Використання коштів із карток українських банків (гривневих та валютних) за кордоном\*, млрд дол.**



\* Дані за лютий – квітень 2022 року немає.  
Джерело: НБУ.

**Графік 2.5.7. Внески в річну зміну неенергетичного імпорту, в. п.**



Джерело: розрахунки НБУ.

залучень приватним сектором та надходження прямих іноземних інвестицій із 2025 року.

**Пожавлення споживчого та інвестиційного попиту зумовить збільшення відпливу валюти в другому півріччі 2023 року та визначатиме його високий рівень надалі**

Відплив валюти в II кварталі скоротився насамперед за рахунок енергетичної складової імпорту. Закупівлі нафтопродуктів знизилися на тлі значних їх запасів та стабільної ситуації в енергетичному секторі, тоді як нарощування внутрішнього видобутку сприяло зменшенню закупівель природного газу та вугілля. Разом із подальшим падінням світових цін це забезпечило суттєве скорочення імпорту енергоносіїв. Імпорт обладнання для забезпечення енергоавтономності також зменшився завдяки відсутності системних перебоїв із постачанням електрики. Крім того, знизилася імпорتنі закупівлі добрив, ЗЗР та посівного матеріалу. Натомість збільшилися закупівлі продукції оборонного призначення. Імпорт металургійної продукції зріс на тлі відновлення інфраструктури, тоді як планові ремонти на енергетичних об'єктах призвели до збільшення закупівель окремого промислового обладнання. Нарощування інвестицій у логістичні потужності та поліпшення курсових очікувань в умовах зміцнення готівкового курсу гривні стимулювали імпорт транспортних засобів.

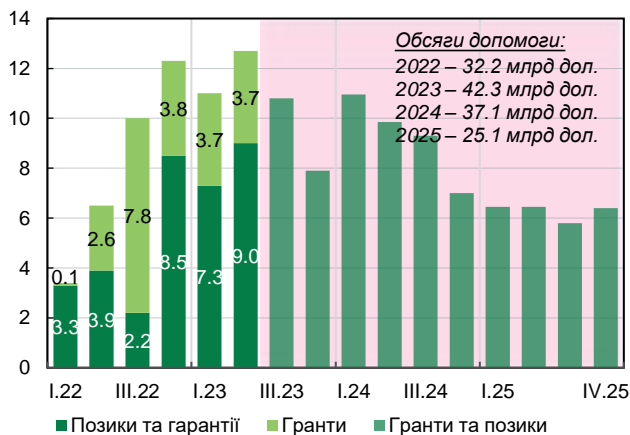
Знизився й імпорт послуг за статтею "подорожі" за рахунок меншого обсягу зняття готівкової валюти з карток за кордоном, що може бути результатом як звуження спреду між офіційним та готівковим курсами гривні, так і посилення ефективності заходів фінансового моніторингу та валютного нагляду.

Водночас серед вагомих чинників відпливу валюти залишалося зростання обсягів готівки поза банками. Так, із початку 2023 року збільшилися суми видачі через каси банків, що, ймовірно, спричинене зниженням інтересу до валютних депозитів в умовах звуження спреду між курсами. Поліпшення курсових очікувань забезпечуватиме менші обсяги зростання валютної готівки вже в найближчих періодах.

Також завдяки поверненню українських мігрантів додому очікується поступове скорочення імпорту послуг за статтею "подорожі".

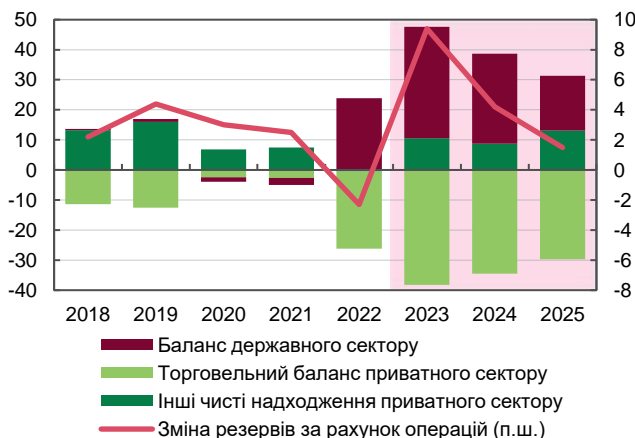
Однак відплив валюти зберігатиметься значним і надалі, попри падіння імпорту енергоносіїв, зумовлене їх здешевленням на світовому ринку. Підвищений внутрішній попит на тлі суттєвих обсягів бюджетних витрат призведе до нарощування неенергетичного імпорту у 2023–2025 роках. Зокрема, подальше відновлення інфраструктури, ремонти та реконструкція зумовлюватимуть високу потребу в імпортних товарах. Поліпшення споживчих настроїв та повернення населення призводитимуть до нарощування закупівель продовольчих та промислових товарів. Збільшення площ посівів стимулюватиме зростання імпорту добрив.

**Графік 2.5.8. Міжнародна фінансова допомога, млрд дол.**



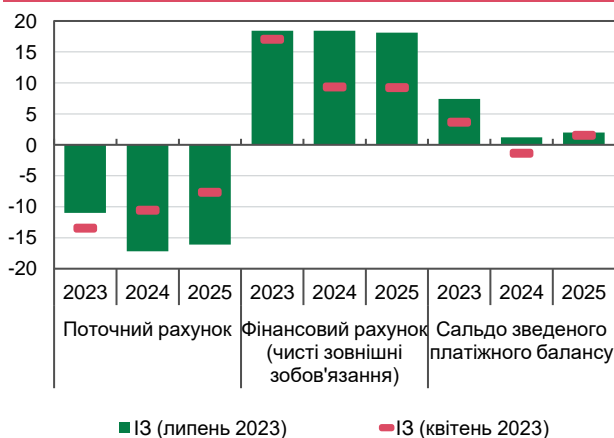
Джерело: НБУ, МФУ, дані з відкритих джерел.

**Графік 2.5.9. Валові міжнародні резерви, зміна за рахунок операцій, млрд дол.**



Джерело: розрахунки НБУ.

**Графік 2.5.10. Порівняння прогнозів платіжного балансу, млрд дол.**



Джерело: розрахунки НБУ.

**Міжнародна фінансова допомога забезпечуватиме чистий приплив валюти та зростання валових резервів на прогнозному горизонті**

У II кварталі 2023 року міжнародна допомога була одним із головних чинників збільшення чистих валютних надходжень. Так, обсяги офіційного фінансування в II кварталі збільшилися до 12.7 млрд дол., більша частина яких надійшла від ЄС, США та МВФ. У першому півріччі 2023 року Україна отримала 23.6 млрд дол. від міжнародних партнерів, а загалом із початку повномасштабного вторгнення – 55.9 млрд дол.<sup>29</sup> У результаті валові міжнародні резерви станом на кінець червня сягнули історично рекордного значення – 39 млрд дол. Такий обсяг забезпечував майже 100% від мінімально необхідного рівня резервів за композитним критерієм МВФ<sup>30</sup>.

Кошти від міжнародних партнерів залишаться основним джерелом валютних надходжень на прогнозному горизонті. Це компенсуватиме суттєвий чистий відплив валюти за приватним сектором та дасть змогу наростити валютні резерви до 44.1 млрд дол. на кінець 2025 року.

**Вищі обсяги офіційного фінансування – основна причина поліпшення прогнозу платіжного балансу та резервів**

Довші терміни блокади морських портів та наслідки від підриву Каховської ГЕС (детальніше – у вставці "Наслідки руйнування Каховської ГЕС" на стор. 21) зумовили погіршення прогнозу щодо експорту товарів. А очікувані більші обсяги бюджетних витрат, більша потреба в імпорті для відновлення економіки та міцніший РЕОК гривні призвели до підвищення прогнозу імпорту товарів у 2024–2025 роках. Збільшення дефіциту торгівлі товарами лише частково компенсоване зниженням імпорту послуг. Так, через менші обсяги зняття готівки та швидшу адаптацію українців за кордоном знижено прогноз імпорту за статтею "подорожі".

Крім того, було перерозподілено надходження між грантами та кредитами на користь останніх. Це також призвело до зростання дефіциту поточного рахунку. Його прогноз на 2024 рік збільшено до 17.2 млрд дол. (з 10.6 млрд дол. у попередньому прогнозі), на 2025 рік – до 16.1 млрд дол. (з 7.7 млрд дол.).

Водночас приплив капіталу за фінансовим рахунком підвищено до 18.4 млрд дол. у 2024 році (з 9.3 млрд дол. у попередньому прогнозі) та 18.1 млрд дол. у 2025 році (з 9.2 млрд дол.). Це насамперед пов'язано з переглядом припущень щодо більшого обсягу міжнародної фінансової підтримки, що покриватиме вищі бюджетні потреби в наступних роках. Це повністю компенсує зростання відпливу готівки поза банками внаслідок довшого збереження високих безпекових ризиків. У результаті прогноз платіжного балансу та міжнародних резервів поліпшено на всьому прогнозному горизонті.

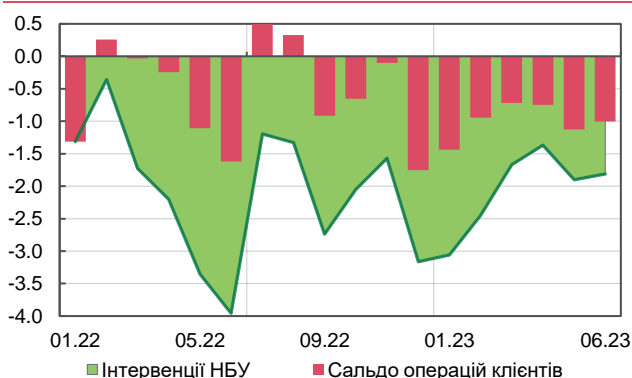
<sup>29</sup> Станом на 30.06.2023.

<sup>30</sup> З 24.02.2022 у розрахунку композитного критерію адекватності резервів МВФ застосовується формула для фіксованого обмінного курсу та наявності обмежень на потоки капіталу.

## 2.6. Монетарні умови та фінансові ринки

- Заходи НБУ сприяли поліпшенню ситуації на валютному ринку, інфляційних і курсових очікувань, стрімкому зниженню інфляції та відновленню зростання строкових депозитів у гривні. Це дало змогу розпочати цикл зниження облікової ставки раніше, ніж передбачалося попереднім прогнозом.
- Надалі НБУ знижуватиме ставку поступово, щоб підтримувати привабливість гривневих активів. Це зменшуватиме ризики для валютного ринку, інфляційної динаміки та дасть змогу реалізувати [Стратегію пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування](#).
- Інтервенції НБУ ще тривалий період залишатимуться головним інструментом балансування валютного ринку. Водночас у разі реалізації відповідних макроекономічних передумов НБУ надалі пом'якшуватиме валютні обмеження та згодом перейде до більшої гнучкості курсу.

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



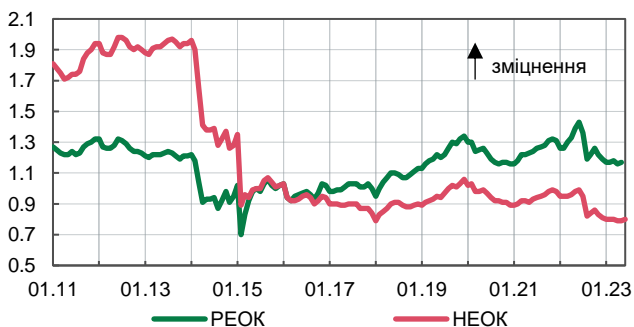
\* Сальдо операцій з купівлі та продажу безготівкової та готівкової іноземної валюти клієнтами банків на умовах "тод", "том", "спот".  
Джерело: НБУ.

**Графік 2.6.2.** Курси гривні до долара



Джерело: НБУ, відкриті джерела.

**Графік 2.6.3.** Індекси РЕОК і НЕОК, 06.2015 = 1



Джерело: IFS, розрахунки НБУ.

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

Послідовна політика НБУ зі збільшення привабливості гривневих активів сприяла посиленню стійкості валютного ринку протягом II кварталу. Попит на валюту знижувався, зміцнився готівковий курс гривні, суттєво скоротилися інтервенції НБУ (до 5.1 млрд дол. порівняно з 7.2 млрд дол. у I кварталі). Також помітно поліпшилися курсові очікування. Цьому, зокрема, сприяло подальше зростання міжнародних резервів завдяки регулярній міжнародній допомозі.

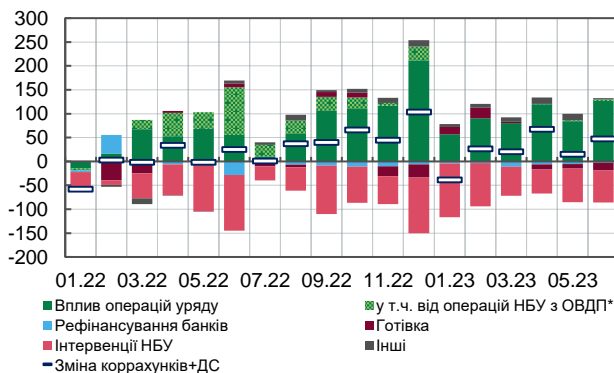
На безготівковому ринку пропозиція валюти знизилася, проте попит скоротився ще суттєвіше. Пропозиція валюти, як і раніше, формувалася здебільшого підприємствами АПК. Її скорочення у II кварталі пов'язане з вичерпанням запасів та перешкодами для експорту (детальніше – в розділі "Платіжний баланс" на стор. 32) та меншою потребою аграріїв у гривні. Водночас збільшилася частка продажу валюти підприємствами ГМК. Зі свого боку попит на валюту скоротився передусім за рахунок зменшення обсягів чистої купівлі валюти банками у власну позицію. Основний вплив на них, як і раніше, мали розрахунки з міжнародними платіжними системами та операції банків на готівковому ринку. Вагому роль у цьому відіграли заходи НБУ з фінансового моніторингу та валютного нагляду.

Натомість дещо збільшився попит із боку підприємств ПЕК. Це, зокрема, пов'язане з проведенням ними планових ремонтних робіт у травні та тимчасовим нарощуванням закупівель нафтопродуктів у червні (напередодні повернення довоєнного рівня їх оподаткування). Також зріс попит на валюту з боку автоімпортерів. За обсягами він майже відповідав довоєнному часу, що є додатковим свідченням поживлення економічної активності.

Стабільним залишався і готівковий ринок іноземної валюти. Спред між готівковим та офіційним курсами знизився до 2% на кінець червня, тоді як ще в середині минулого року перевищував 25%.

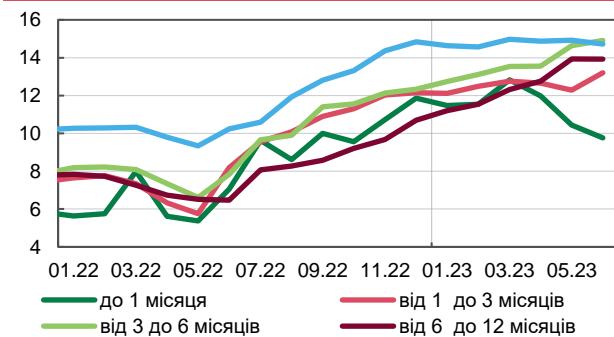
Попри фіксований номінальний обмінний курс гривні до долара США та вищу інфляцію порівняно з країнами – ОТП України РЕОК гривні незначно послабився в II кварталі 2023 року. Це стало наслідком девальвації долара США до валют багатьох інших країн – як

**Графік 2.6.4. Чинники впливу на ліквідність банківської системи (коррахунки+ДС), млрд грн**



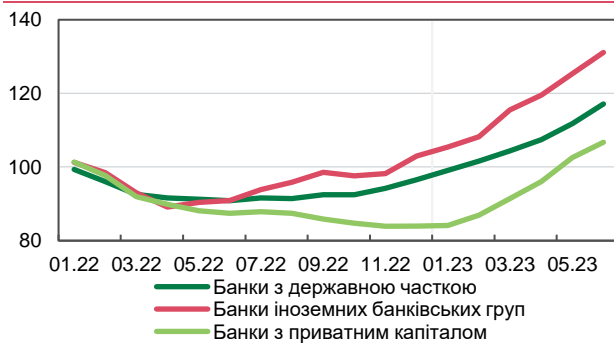
\* Вкуп НБУ військових ОВДП (+)/погашення та дохід за ДЦП (-) у портфелі НБУ. Джерело: НБУ.

**Графік 2.6.5. Середньозважені гривневі процентні ставки за строковими депозитами фізичних осіб, %**



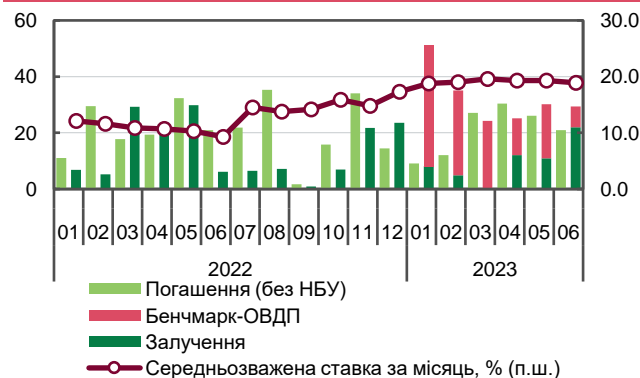
Джерело: НБУ.

**Графік 2.6.6. Строкові гривневі депозити фізичних осіб у розрізі груп банків, 12.2021 = 100%**



Джерело: НБУ

**Графік 2.6.7. Розміщення\*, погашення гривневих ОВДП, млрд грн та їх дохідність**



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

<sup>31</sup> За результатами опитування домогосподарств, яке проводилось у червні компанією Info Sapiens, інфляційні очікування на наступні 12 місяців становили 14%.

розвинутих, так і з ринками, що розвиваються. Хоча в майбутньому очікується перехід до більшої гнучкості, коливання курсу гривні до долара США все одно будуть стримуватися інтервенціями НБУ для збереження макрофінансової стабільності. Це дасть змогу утримувати НЕОК гривні відносно стійким на прогнозованому горизонті, що сприятиме дезінфляції.

**Попри значний профіцит ліквідності, привабливість гривневих активів підвищилася на тлі заходів НБУ**

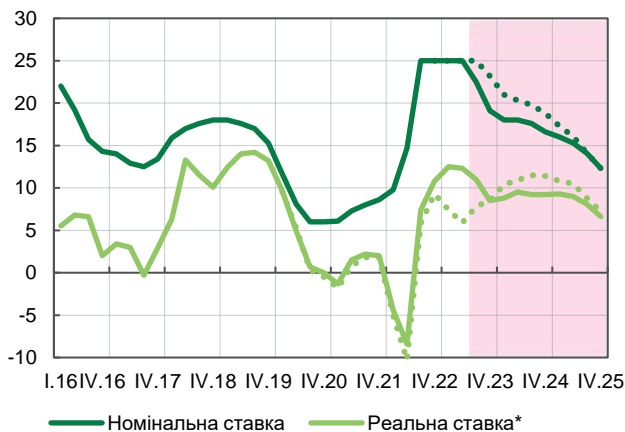
Профіцит ліквідності банківської системи у II кварталі надалі зростав – середньоденні залишки коштів на коррахунках і ДС підвищилися з 520 млрд грн до 612 млрд грн. Головним джерелом цього зростання, як і раніше, були значні видатки уряду. Унаслідок стабілізації валютного ринку та поліпшення курсових очікувань знизився вплив на ліквідність валютних інтервенцій НБУ. Якщо минулого року, в II кварталі співвідношення видатків уряду та продажу іноземної валюти НБУ становило майже 80%, то у II кварталі цього року – лише 57%. Ліквідність банківської системи може розширюватися надалі з огляду на значні залишки коштів на ЄКР та очікувані надходження міжнародної підтримки.

Попри значний профіцит ліквідності, реальна дохідність гривневих інструментів зростає як за рахунок подальшого підвищення ставок банками, так і сталого зниження інфляції та поліпшення очікувань. У II кварталі середньозважена ставка за строковими депозитами ФО в гривні зросла на 1.2 в.п. – до 14.2%, а за коштами НФК – на 0.8 в.п. до 14.5%. Банки посилюють конкуренцію за строкові депозити населення, передусім строком на три – шість місяців, ставки за якими в багатьох банках вже покривають очікувану інфляцію<sup>31</sup>.

У результаті сформувалася тенденція до зростання обсягів та частки строкових вкладів ФО. Протягом кварталу зростання обсягу строкових коштів населення у гривні становило 13.5%, їх частка у загальному портфелі зросла на 1.9 в.п. до 35.4% (із яких приблизно 90% – депозити на строк понад три місяці). Зросла і частка строкових гривневих коштів НФК – до 37.5%, хоча, на відміну від депозитів ФО, такі депозити є переважно надкороткими (до місяця).

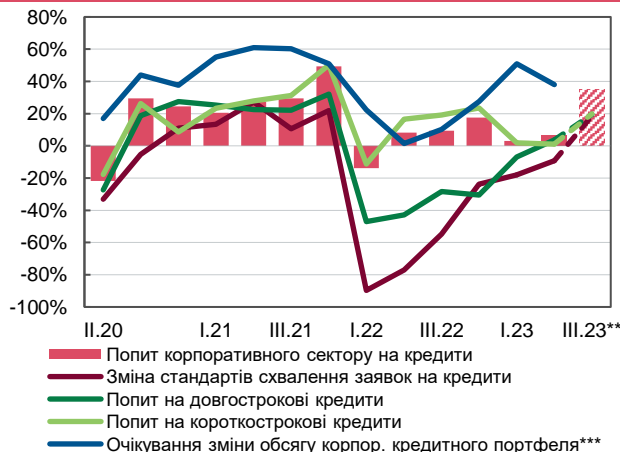
Дедалі привабливішою ставала й дохідність гривневих ОВДП на тлі зниження інфляції, поліпшення макроекономічних перспектив та курсових очікувань. Крива дохідності на первинному ринку практично зрівнялася з вторинним ринком. Це разом із очікуваннями більш раннього початку циклу зниження облікової ставки, ніж передбачав квітневий прогноз НБУ, посилює ринковий інтерес до державних паперів. Пожвавлення участі банків з іноземним капіталом сприяло нарощуванню обсягів ринкового розміщення гривневих ОВДП на первинному ринку. Поволі відновлювався й інтерес нерезидентів до гривневих паперів.

**Графік 2.6.8.** Облікова ставка в номінальному та реальному вимірах, у середньому за період, %



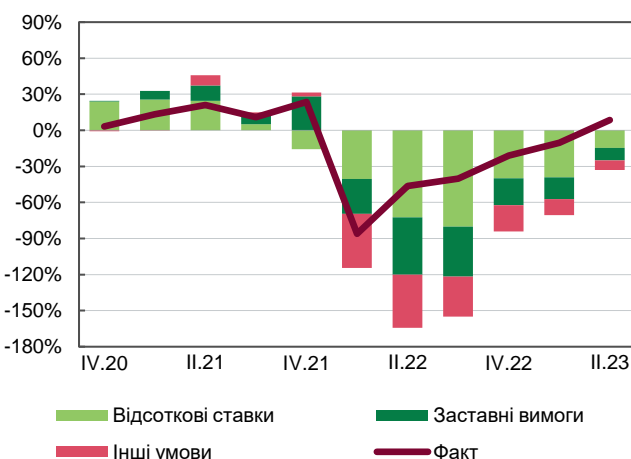
\* Дефльована на модельні очікування (КПМ).  
Джерело: НБУ.

**Графік 2.6.9.** Показники кредитування корпоративного сектору (баланс відповідей\*)



\* Побудовано за результатами опитування про умови банківського кредитування. Респонденти: 26 банків, частка яких у загальному обсязі активів банківської системи становить 96%.  
\*\* Значення за III квартал 2023 року прогнозі.  
\*\*\* Очікування в наступні 12 місяців.  
Джерело: Опитування про умови банківського кредитування.

**Графік 2.6.10.** Зміна рівня схвалення кредитних заявок корпоративного сектору (баланс відповідей)



Джерело: Опитування про умови банківського кредитування.

**Стрімкіше зниження інфляції та стійка ситуація на валютному ринку дали змогу НБУ перейти до циклу зниження облікової ставки раніше, ніж очіувалося**

У липні НБУ [знизив облікову ставку](#) з 25% до 22%. Також знижена ставка за депозитними сертифікатами овернайт на 2 в. п. – до 18%, а за кредитами рефінансування – на 3 в. п. – до 24%. Ставка за тримісячними депозитними сертифікатами і надалі дорівнюватиме обліковій ставці.

Стале поліпшення макрофінансової ситуації уможливило перехід до циклу зниження облікової ставки раніше, ніж очіувалося. Йдеться, зокрема, про стрімке зниження інфляції, тривалу стійку ситуацію на валютному ринку, високий рівень міжнародних резервів, а також результативність попередніх заходів із підвищення привабливості гривневих активів. Ураховуючи те, що інфляція сповільнюватиметься й надалі, зниження облікової ставки не створить загроз для привабливості гривневих заощаджень, а отже, і для курсової стійкості. Водночас пом'якшення процентної політики підтримає відновлення економіки.

Оновлений макропрогноз НБУ передбачає подальше зниження облікової ставки. Це відбуватиметься поступово, щоб не зашкодити тенденції до сталого зниження інфляції та стійкості валютного ринку. Головною передумовою цього є подальше підтримання достатньої привабливості гривневих активів, що забезпечувало б захист заощаджень у національній валюті від інфляційного знецінення. Наприкінці червня НБУ затвердив [Стратегію пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування](#), що було одним із структурних маяків у межах програми розширеного фінансування з МВФ. Окремі валютні обмеження [вже пом'якшено](#).

Попри швидший перехід до зниження облікової ставки, монетарні умови залишатимуться доволі жорсткими. Процентні ставки банків за депозитами знижуватимуться поступово через лагові ефекти від попередніх заходів НБУ (збільшення нормативів резервування, зміна операційного дизайну). Водночас основною перепорою для зниження ставок за кредитами залишатиметься збереження високих безпекових ризиків. Однак, згідно з опитуваннями, оптимізм повертається до банків – вони вже закладають відновлення кредитування у свої бізнес-плани, готові нарощувати портфель. В опитуванні про умови кредитування в II кварталі банки вперше від початку вторгнення зазначили на зростання кредитного попиту та рівня схвалених кредитних заявок бізнесу. Отже, у міру згасання безпекових ризиків та поліпшення макроекономічної ситуації банківське кредитування на ринкових засадах відновлюватиметься. Вагомий вплив на розвиток кредитування надалі матимуть державні програми підтримки. Пожвавлення кредитування стане додатковим імпульсом для відновлення стійкого економічного зростання.

### Вставка 4. Трансмсія облікової ставки НБУ в ставки за строковими гривневими депозитами домогосподарств

Вплив на депозитні<sup>32</sup> ставки банків для формування мотивів для збільшення заощаджень населення є важливим трансмісійним каналом монетарної політики. Особливо в поточних умовах, коли інші канали є достатньо слабкими через фіксацію обмінного курсу, значну ризик-премію та пригнічене кредитування через чинники попиту та пропозиції. Вплив монетарної політики НБУ на депозитні ставки реалізується передусім шляхом зміни облікової ставки та монетарного операційного дизайну. Водночас депозитні ставки реагують на імпульси від облікової ставки поступово, асиметрично та з різною силою, що може змінюватися в часі. Додаткові заходи центробанку можуть посилити монетарну трансмісію

**Вплив на депозитні ставки є важливим трансмісійним каналом монетарної політики.** Привабливість гривневих активів урахується населенням під час вибору між споживанням або заощадженнями, а також валютою останніх: у національній чи іноземній. Оскільки такі рішення суттєво впливають на курсову та інфляційну динаміку, від них, зокрема, залежить ефективність досягнення цілей центробанку. Особливо коли інші канали монетарної трансмісії суттєво ослаблені фіксацією обмінного курсу, адміністративними обмеженнями на операції з іноземною валютою та міжнародний рух капіталу, зростанням кредитних ризиків та невизначеності. Тому природно, що монетарна політика НБУ на етапі приборкання інфляційних і девальваційних процесів була зосереджена зокрема на створенні стимулів для банків підвищувати депозитні ставки, щоб надалі транслювати в бажані мотиви поведінки населення. Для досягнення цих цілей центробанк передусім відповідним чином використовував облікову та інші ставки за власними операціями з банками. Також НБУ широко застосовував й інші інструменти.

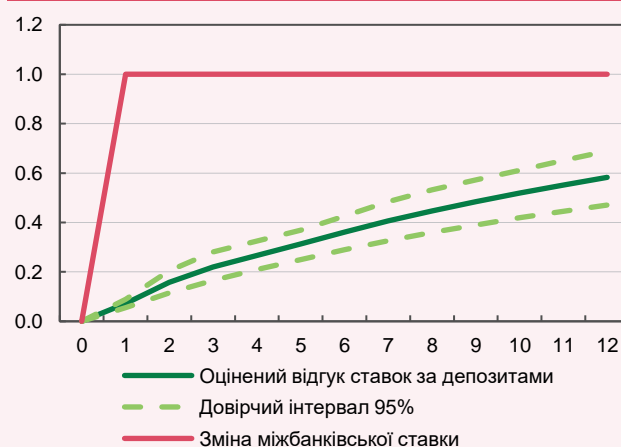
**Трансмсія облікової ставки в депозитні ставки здебільшого є поступовою та неповною.** Облікова ставка НБУ має прямий вплив на міжбанківську ставку овернайт. Остання може коливатися в межах коридору процентних ставок за операціями постійного доступу, а тому точніше, ніж облікова відображає стан монетарних умов, оскільки частково враховує операційний дизайн монетарної політики.

Подальша трансмісія міжбанківської ставки овернайт у депозитні ставки банків здебільшого є повільнішою та неповною. Максимальний вплив досягається на горизонті 8–18 місяців. Оцінки НБУ<sup>33</sup> щодо відгуку середньозваженої ставки за строковими гривневими депозитами ДГ на зміни міжбанківської ставки овернайт (UONIA з середини 2020 року) свідчать про те, що сила довгострокової трансмісії в Україні становить приблизно 0.6. Тобто в разі зміни міжбанківської ставки на 10 в. п. варто очікувати зміну депозитних ставок на 6 в. п. на горизонті 12 місяців.

**Реакція депозитних ставок на зміни міжбанківської ставки є асиметричною.** Банки (зокрема з міркувань

зменшення процентних витрат) зазвичай охочіше йдуть на зниження ставок за депозитами, ніж на їх підвищення. Тому сила трансмісії від зростання облікової ставки та UONIA є меншою ніж від їх зниження.

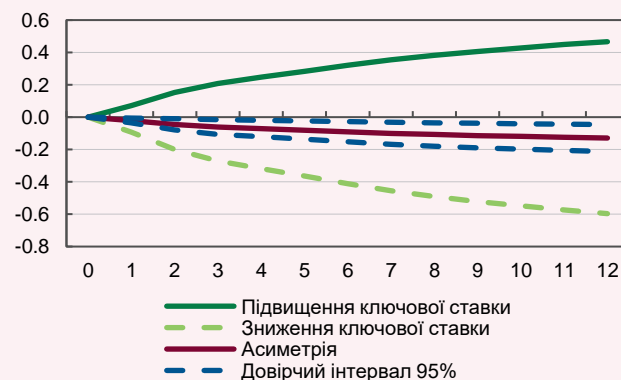
**Графік 1. Відгук ставки за депозитами на зміну міжбанківської ставки овернайт, %**



Джерело: розрахунки НБУ.

У разі підвищення міжбанківської ставки на 10 в.п. депозитні ставки в Україні в середньому зростають на 4.7 в.п., тоді як за скорочення на 10 в.п. – зниження депозитних ставок становить приблизно 6.3 в.п.

**Графік 2. Трансмсія відсоткової ставки за депозитами від підвищення/зниження міжбанківської ставки овернайт, %**



Джерело: розрахунки НБУ.

**Сила трансмісії залежить від низки чинників, що визначають поведінку банків та їх клієнтів.** За оцінками НБУ, в Україні важливий вплив на силу монетарної трансмісії за депозитним каналом чинять

<sup>32</sup> У цій вставці розглядаються строкові депозити домогосподарств (ДГ) у гривні і середньозважені ставки за ними. До ДГ належать фізичні особи та ФОП.

<sup>33</sup> Розрахунки здійснено на основі щомісячних даних з січня 2015 року до травня 2023 року за допомогою ARDL (Autoregressive Distributed Lag) моделей.

економічна невизначеність, рівень ліквідності та конкуренції в банківській системі, інфляція, а також заходи монетарної політики.

**Таблиця 1. Чинники, що впливають на оцінку параметру трансмісії міжбанківської ставки в депозитні ставки**

Чинник	Змінна	Коефіцієнт
Невизначеність	Константа	1.49***
	Відношення М0 до М3, %	-0.024***
	Річні курсові очікування ДГ, грн/дол.	-0.003*
Ліквідність	Відношення середньоденних залишків депозитних сертифікатів (далі – ДС) до зобов'язань банків, %	-0.013**
	Індекс Герфіндаля-Гіршмана за строковими депозитами ДГ, %	-0.005*
Інфляція	Індекс споживчих цін, р/р, %	0.002***
Заходи монетарної політики	Нормативи обов'язкового резервування, %	0.007***
	Частка ДС строковістю понад один день у загальному обсязі ДС, %	0.0004*
R <sup>2</sup>	0.84	

\*\*\*, \*\*, \* - статистична значущість на рівні 1%, 5% та 10% відповідно.

Економічна невизначеність має зворотний вплив на силу трансмісії. В умовах турбулентності банки менш схильні різко змінювати ставки за депозитами: ризик відпливу депозитів стримує їх від зниження ставок, водночас є загроза втрати прибутків від суттєвого нарощування процентних витрат. Вкладники за таких умов також стають обережнішими, менш чутливими до незначних змін у депозитних ставках, прагнуть зберігати більшу частину коштів у найліквіднішій формі. Ознаками посилення невизначеності можуть бути зокрема зростання частки готівки в грошовій масі та погіршення девальваційних очікувань населення.

Високий рівень ліквідності послаблює стимули до конкуренції за вкладників шляхом підвищення депозитних ставок. Гальмує трансмісію і значна монополізація ринку, що вимірюється індексом Герфіндаля-Гіршмана. Впливові маркетмейкери визначають вигідну для себе динаміку депозитних ставок та не дуже переймаються реакцією конкурентів і можливою втратою клієнтів.

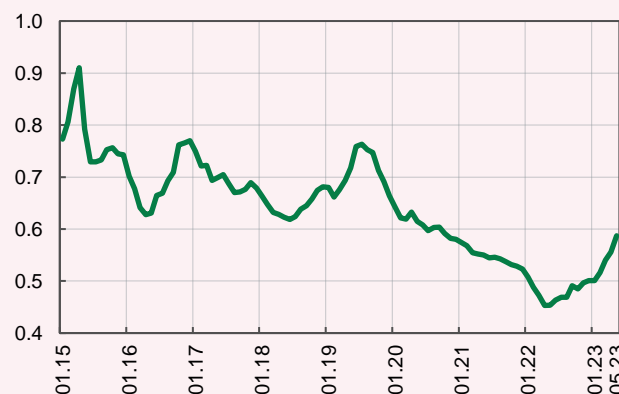
Вплив інфляції на силу трансмісії пояснюється зокрема потребою індексації депозитних ставок. Вища інфляція зазвичай потребує відчутнішого підвищення ставок для збереження їх привабливості в реальному вимірі, нижча – дає змогу знижувати ставки без загрози відтоку депозитів.

**За потреби посилити трансмісію і сформувати належні монетарні умови застосовуються додаткові заходи та монетарні інструменти.** Жорсткість монетарних умов на практиці залежить не лише від значення облікової ставки, UONIA чи навіть середньозваженого рівня ставок за ДС НБУ. Нівелювати чи навпаки посилити вплив зазначених вище чинників та сформувати належну поведінку банків, зокрема їх політику ціноутворення за депозитами, можна не лише за допомогою зміни рівня міжбанківських ставок. Важливе значення мають також операційний дизайн монетарної політики, рівень та механізм розрахунку обов'язкових резервів, різноманітні адміністративні обмеження тощо.

Так, підвищення норм обов'язкового резервування за коштами фізичних осіб на вимогу та на поточних рахунках збільшує для банків привабливість строкового фондування через зниження його альтернативної вартості та зменшує обсяг вільної ліквідності. Це стимулює банки залучати кошти на строкові депозити, у тому числі шляхом збільшення ставок. Можливість розміщувати вільну ліквідність у довші ДС з вищою дохідністю також створює простір для підвищення банками депозитних ставок.

**Під впливом окреслених чинників та монетарних заходів НБУ сила трансмісії змінюється в часі.** За оцінками НБУ, сила трансмісії у 2015-2019 роках коливалася переважно в межах 0.6-0.8. Однак із другого півріччя 2019 року вона послаблювалася. Серед причин – зростання структурного профіциту ліквідності в банківській системі, посилення невизначеності під час коронакризи, а згодом і внаслідок повномасштабного вторгнення росії.

**Графік 3. Оцінка параметру довгострокової трансмісії міжбанківської ставки в ставки за депозитами<sup>34</sup>**



Джерело: розрахунки НБУ.

**Суттєвий монетарний імпульс у червні 2022 року розгорнув тренд у бік посилення трансмісії.** У червні 2022 року НБУ підвищив облікову ставку з 10% до 25%. Це також спричинило значне підвищення UONIA. Нетипово потужне підвищення ставок було потрібне для компенсації сукупного негативного впливу широкого спектра чинників, що обмежували трансмісію, а отже й спроможність НБУ забезпечувати курсову та цінову стабільність під час війни. Серед ключових таких чинників – великий профіцит ліквідності в банківській системі, значна концентрація ринку депозитів (п'ять найбільших банків станом на червень 2022 року сконцентрували більше ¼ усіх гривневих депозитів ДГ), суттєве посилення переваг ліквідності та мотивів перестороги в період високої невизначеності.

**Завдяки додатковим заходам НБУ вдалося забезпечити близьку до очікуваної силу трансмісії.** Зростання депозитних ставок після підвищення облікової ставки НБУ було близьким до оціночної траєкторії.

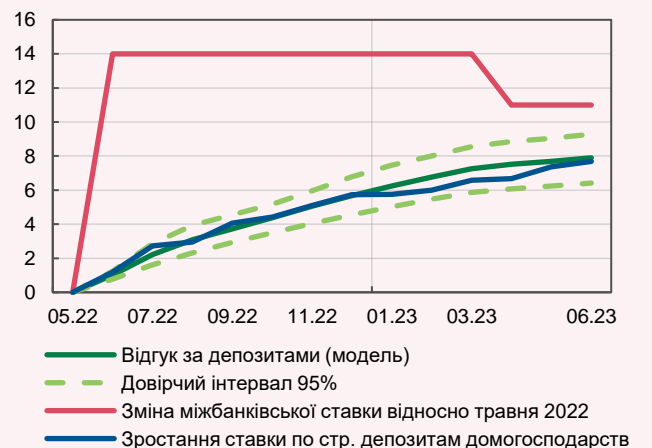
Однак наприкінці 2022 року монетарний імпульс почав передчасно слабшати. Далися ознаки подальше

<sup>34</sup> Результати байєсівської оцінки TVP (Time-Varying Parameters) ARDL, де кожен коефіцієнт може змінюватись в часі. Еволюція коефіцієнтів дає змогу розрахувати зміну сили трансмісії.



розширення профіциту ліквідності та його концентрація в кількох банках-маркетмейкерах через нерівномірний перерозподіл значних соціальних виплат та зарплат військовим.

**Графік 4. Модельні та фактичні значення депозитних відсоткових ставок, %<sup>35</sup>**



Джерело: розрахунки НБУ.

Для посилення монетарної трансмісії та уникнення подальшого розширення профіциту ліквідності НБУ напрацював та вжив комплекс заходів. У січні-березні 2023 року було суттєво підвищено нормативи формування банками обов'язкових резервів за коштами на вимогу та коштами на поточних рахунках фізичних осіб. Згодом НБУ запровадив зміни в механізм розрахунку обов'язкових резервів та в операційному дизайні монетарної політики. Останній передбачав низку стимулів для посилення конкуренції банків за строкові гривневі депозити:

- 1) запровадження тримісячних ДС з дохідністю 25%, тоді як до змін в операційному дизайні ставка за ДС овернайт становила 23% (додатковий простір для підвищення депозитних ставок);
- 2) зниження ставки за ДС овернайт до 20% (збільшення диференціації ставок за ДС різної строковості);
- 3) прив'язка можливості банків розміщувати кошти в таких тримісячних ДС до обсягів залучення гривневих депозитів населення з початковим терміном від трьох місяців;
- 4) застосування мультиплікатора для компенсації банкам різниці у вартості фондування строковими депозитами та коштами з поточних рахунків;
- 5) можливість компенсувати частину процентних витрат банків від роловеру залишків строкових депозитів за новими підвищеними ставками завдяки розміщенню в тримісячних ДС частини наявного портфелю строкових депозитів.

Завдяки зазначеним заходам, а також вербальним інтервенціям НБУ зростання ставок за строковими депозитами ДГ у гривні посилюється та триває надалі (попри зниження UONIA у квітні 2023 року). За шість місяців 2023 року зростання обсягу строкових коштів ДГ у гривні становило 23.3%, а їх частка у загальному портфелі зросла на 4.3 в.п. Попит на іноземну валюту скоротився, про що, зокрема, свідчило й суттєве зміцнення готівкового курсу гривні з початку 2023 року.

Отже, заходи НБУ позитивно позначилися на очікуваннях, підтримали тенденцію до сповільнення інфляції та сприяли подальшому зниженню ризиків для валютного ринку. Усе це є важливим елементом забезпечення курсової стійкості за поступового пом'якшення найбільш обтяжливих валютних обмежень і переходу до більшої гнучкості обмінного курсу відповідно до затвердженої [Стратегії](#).

**Попри зниження облікової ставки, потенціал зростання строковості депозитів населення наразі не вичерпано.** Протягом трьох років до повномасштабного вторгнення частка строкових депозитів у загальному обсязі гривневих коштів ДГ у середньому становила приблизно 50%. Отже, зберігається значний простір до зростання цього показника за умови збереження достатньої привабливості заощаджень у гривні.

За результатами дослідження НБУ, в умовах збереження високого профіциту ліквідності, значної концентрації депозитного ринку, стійкого сповільнення інфляції та поступового зниження рівня невизначеності можна очікувати на жвавіше зниження номінальних депозитних ставок у відповідь на зниження облікової ставки.

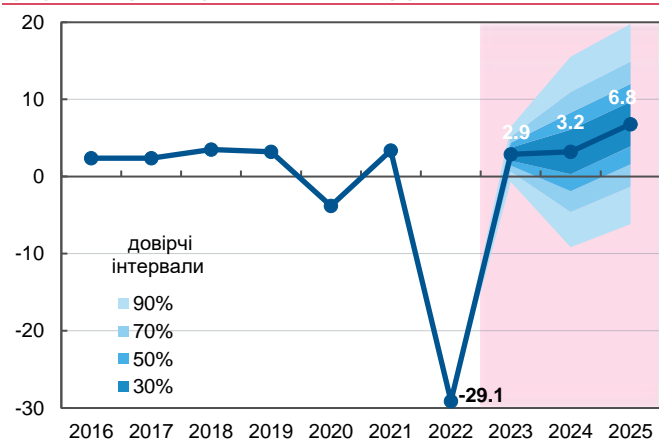
Водночас завдяки швидшому сповільненню інфляції та поліпшенню очікувань реальна дохідність строкових гривневих депозитів залишатиметься на достатньо високому рівні для підтримки привабливості гривневих заощаджень. НБУ й надалі враховуватиме потребу в збереженні стимулів для підживлення конкуренції банків за строкові вклади населення, коли коригуватиме параметри операційного дизайну та обов'язкових резервів.

<sup>35</sup> Для моделювання депозитних ставок і довірчих інтервалів використано оцінки на основі даних з січня 2015 року до травня 2023 року.

## Частина 3. Ризики прогнозу

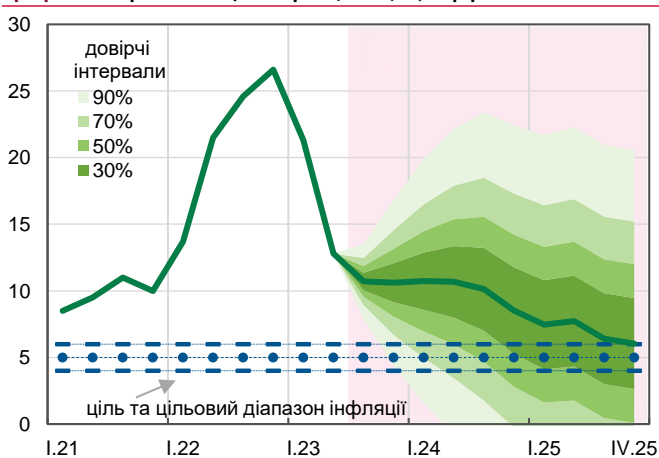
- Ключовим припущенням цього макропрогнозу є суттєве зниження безпекових ризиків із другої половини 2024 року завдяки успіхам українських захисників. Відповідно найбільшим ризиком для інфляційної динаміки та економічного відновлення є триваліший термін, а також непередбачувані характер та інтенсивність повномасштабної війни.

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) та враховують експертну оцінку поточних економічних умов для прогнозу ВВП. Довірчі інтервали розширюються лише протягом двох років і після цього залишаються сталими.

Майже півтора року економіка України функціонує в умовах повномасштабної війни. Базовий сценарій цього макропрогнозу побудований на консервативному припущенні щодо більшої тривалості безпекових ризиків, ніж попередній: очікується їх значне зниження лише з середини наступного року. Довша, ніж припускається, тривалість повномасштабної війни загрожуватиме додатковими втратами для економічного зростання, зокрема через суттєвіші руйнування та більшу міграцію. Це також може мати негативні наслідки для цінової динаміки, насамперед через вищий тиск на курсові та інфляційні очікування. Кожен місяць воєнних дій призводить до значних втрат людей та капіталу, її продовження значно погіршить перспективи економіки України, додаткову втрату потенціалу розвитку. За такого сценарію очікуване відновлення економіки загальмує, незважаючи на адаптацію бізнесу до війни. Відповідно затримається відновлення ринку праці, як у частині зменшення безробіття, так і зростання зарплат. Інфляцію частково стримуватимуть пригнічений попит та можливе подальше продовження мораторію на підвищення тарифів на окремі ЖКП. Проте додаткові руйнування інфраструктури та логістики експорту можуть загрожувати стійкості валютного ринку та призвести до погіршення курсових та інфляційних очікувань. Це згодом відобразиться й на ціновій динаміці. У разі реалізації такого сценарію НБУ зберігатиме жорсткіші монетарні умови.

Тривала війна зумовлює значні ризики для державних фінансів. Пригнічення економічної активності може призвести до зменшення податкових надходжень, особливо в умовах обмеженого потенціалу оптимізації витрат. Відповідно надзвичайно важливою є виважена фінансова політика з оптимальним використанням наявних ресурсів на найважливіші напрями, зокрема сектор оборони та соціальні програми. З огляду на непередбачуваний характер війни оборонні витрати можуть зрости. У результаті дефіцит бюджету розшириться, що потребуватиме додаткових джерел його фінансування, тому зберігається ризик відновлення емісійного фінансування з боку НБУ, якщо доступ до інших джерел фінансування критичних витрат буде недосяжний. Цей ризик може посилитися в разі зниження обсягів чи втрати регулярності надходження міжнародної допомоги. За такого сценарію посилюватимуться девальваційні та інфляційні очікування, що змусить НБУ проводити жорсткішу монетарну політику, ніж передбачено в базовому сценарії. Відповідно для збереження стійкості державних фінансів є надзвичайно важливим успішне продовження програми з МВФ.

Вагомим ризиком для прогнозу інфляції є терміни та параметри майбутнього коригування енергетичних тарифів у сфері ЖКП. Швидке підвищення вартості енергоносіїв для населення могло б усунути дисбаланси в енергетичному секторі та поліпшити фінансовий стан державних енергокомпаній. Проте це створить значний інфляційний тиск та посилить соціальну напруженість, значно збільшить навантаження на бюджет через зростання субсидій для населення. Натомість тривале відтермінування рішень щодо перегляду тарифів призведе до накопичення квазіфіскальних дефіцитів та погіршення фінансового стану державних енергокомпаній, а також закладатиме ризики інфляційного сплеску в майбутньому.

Ризики подальших обстрілів агресором енергетичної та портової інфраструктури залишаються високими. У разі значних пошкоджень енергосистеми може зрости дефіцит е/е, що призведе до відключення більшої кількості побутових та промислових споживачів. Це негативно вплине на темпи відновлення економіки, тож ВВП зростатиме повільніше, ніж за базового сценарію. Зростання попиту на імпорتنі енергоресурси та обладнання також погіршуватиме показники платіжного балансу. Крім того, подальші обстріли портової інфраструктури можуть негативно позначитися на річковому та морському судноплаванні. Це погіршить логістику та ускладнить вивезення продовольчих товарів, а також знизить перспективи відновлення експорту в повоєнний час.

Зберігаються ризики продовження обмежень сусідніми європейськими країнами щодо імпорту з України окремих продовольчих товарів. В умовах блокади морських перевезень та високого навантаження на річковий та наземний транспорт це погіршить перспективи експорту сільськогосподарської продукції в поточному році. За оцінками НБУ додаткові втрати в разі продовження таких обмежень до кінця 2023 року становитимуть приблизно 500 млн дол. США. Також це може змусити окремих аграріїв зменшити посіви, що відобразиться на врожаї наступного року. Такий розвиток подій пригнічуватиме економічну активність та підвищить тиск на обмінний курс. Проте в короткостроковій перспективі такі обмеження знизять продовольчу інфляцію в Україні завдяки збільшенню пропозиції на внутрішньому ринку.

Новий макропрогноз побудовано на консервативному припущенні щодо блокування роботи "зернового коридору" й надалі. Поновлення його функціонування або розширення альтернативних маршрутів сприятиме збільшенню експортних можливостей, а отже, й активнішому економічному відновленню.

Ризики неповернення частини громадян, які виїхали з України, можуть посилюватися через значну тривалість й інтенсивність воєнних дій та обстріли критичної інфраструктури. Крім того, у повоєнний період після зняття обмежень на виїзд чоловіків може посилитися еміграція з метою об'єднання родин за кордоном. Це

		Ймовірність настання ризику		
		Низька <15%	Середня 15–25%	Висока 25–50%
Ступінь впливу на базовий сценарій	Слабкий		Подовження заборони імпорту продовольства окремими європейськими країнами  Відновлення функціонування "зернового коридору"	
	Помірний	Пошкодження енергетичної та портової інфраструктури	Посилена еміграція	
	Сильний		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, еко-тероризм окупантів

призведе до дефіциту робочої сили та посилення диспропорцій на ринку праці, що погіршуватиме перспективи економічного відновлення. Зростання витрат бізнесу на оплату праці посилюватиме інфляційний тиск, що частково компенсуватиметься меншим споживчим попитом. У довгостроковій перспективі є ризик поглиблення демографічної кризи через неповернення молодого покоління у зв'язку з адаптацією до життя за кордоном.

Наразі плани відновлення України після війни передбачають тісну співпрацю з міжнародними кредиторами та донорами, оскільки потрібні обсяги інвестицій для відновлення ушкодженої інфраструктури та виробництв вимірюються вже сотнями мільярдів доларів США та щодня зростають. Очікувані надходження коштів на відбудову не враховані в припущенні базового сценарію макроекономічного прогнозу. Проте реалізація такої програми разом з євроінтеграційними реформами в короткостроковій перспективі дасть змогу значно пришвидшити темпи економічного зростання. Це призведе до збільшення доходів населення швидше, ніж передбачалося в базовому сценарії, що частково посилюватиме фундаментальний інфляційний тиск. Проте він компенсуватиметься курсовими ефектами через приплив валюти в країну та зниження премії за ризик. Відповідно НБУ матиме можливість стрімкіше пом'якшувати монетарну політику.

Макроекономічний прогноз (Липень 2023)

Показники	2022				2023				2024				2025									
	2019	2020	2021	факт/ оцінка	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 04.2023	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 04.2023	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 04.2023
<b>РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше</b>																						
Номінальний ВВП, млрд грн	3977	4222	5451	5191	1269	1514	1801	1941	6525	6510	1510	1756	2087	2267	7620	7700	1759	2052	2416	2603	8830	8910
Реальний ВВП	3.2	-3.8	3.4	-29.1	-10.5	18.1	4.6	1.8	2.9	2.0	2.6	2.2	3.6	5.1	3.5	4.3	6.2	6.7	7.0	7.1	6.8	6.4
Дефлятор ВВП	8.2	10.3	25.1	34.3	30.0	24.8	19.8	17.3	22.2	22.9	16.0	13.4	12.0	11.1	12.8	13.4	9.7	9.5	8.2	7.2	8.5	8.7
ІСЦ (середнє за період)	7.9	2.7	9.4	20.2	-	-	-	-	14.7	17.1	-	-	-	-	10.4	12.8	-	-	-	-	7.1	7.6
ІСЦ (на кінець періоду)	4.1	5.0	10.0	26.6	21.3	12.8	10.5	10.6	10.6	14.8	10.7	10.6	10.3	8.5	8.5	9.6	7.5	7.7	6.4	6.0	6.0	6.0
Базова інфляція	3.9	4.5	7.9	22.6	19.8	13.7	9.5	8.7	8.7	12.5	8.1	8.5	8.1	7.0	7.0	7.2	6.1	5.2	4.1	3.1	3.1	2.8
Небазова інфляція	4.8	5.9	13.5	30.6	22.8	11.7	11.6	13.2	13.2	17.7	13.9	13.1	12.8	10.3	10.3	12.2	9.0	10.5	9.0	9.3	9.3	9.6
Сирі продтовари	3.9	4.1	11.8	41.6	31.6	18.2	11.5	13.3	13.3	18.7	11.4	10.5	10.5	7.7	7.7	5.0	6.1	4.4	3.5	2.8	2.8	3.1
Адміністративно регульовані ціни	8.6	9.9	13.6	15.3	13.5	12.5	13.3	14.4	14.4	15.1	15.7	13.0	16.6	15.5	15.5	23.6	14.5	20.4	16.9	18.8	18.8	18.8
Номінальна заробітна плата* (у середньому за період)	18.4	10.4	20.9	6.0	12.3	30.2	23.7	13.7	19.6	21.9	15.4	15.8	15.8	17.4	16.1	19.2	14.8	14.5	12.3	10.0	12.8	12.7
Реальна заробітна плата* (у середньому за період)	9.8	7.4	10.5	-11.4	-9.5	12.9	11.3	3.3	3.9	3.7	4.0	4.3	4.5	7.7	5.2	5.7	6.5	6.4	5.2	3.4	5.4	4.9
Рівень безробіття, % (МОП, у середньому за період)	8.2	9.5	9.8	21.1	-	-	-	-	19.0	18.3	-	-	-	-	16.9	16.5	-	-	-	-	14.4	14.7
<b>ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР</b>																						
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	-87.3	-224	-187	-845	-	-	-	-	-1291	-1271	-	-	-	-	-1281	-811	-	-	-	-	-883	-577
% від ВВП	-2.2	-5.3	-3.4	-16.3	-	-	-	-	-19.8	-19.5	-	-	-	-	-16.8	-10.5	-	-	-	-	-10.0	-6.5
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд грн	-89.2	-243	-206	-816	-	-	-	-	-1290	-1270	-	-	-	-	-1282	-810	-	-	-	-	-883	-578
% від ВВП	-2.2	-5.8	-3.8	-15.7	-	-	-	-	-19.8	-19.5	-	-	-	-	-16.8	-10.5	-	-	-	-	-10.0	-6.5
<b>ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)</b>																						
Поточний рахунок, млрд дол.	-4.1	5.3	-3.9	7.9	-1.8	0.5	-3.1	-6.7	-11.0	-13.5	-4.6	-3.6	-3.5	-5.5	-17.2	-10.6	-4.2	-3.4	-3.9	-4.6	-16.1	-7.7
Експорт товарів та послуг, млрд дол.	63.6	60.7	81.5	57.0	13.9	12.7	11.8	13.1	51.5	51.4	12.4	12.5	14.7	15.5	55.2	56.3	14.0	14.0	15.5	16.8	60.4	61.3
Імпорт товарів та послуг, млрд дол.	76.1	63.1	84.2	82.7	23.2	20.4	22.4	23.7	89.7	93.2	22.0	21.6	22.6	23.4	89.6	88.0	21.6	21.6	22.9	24.0	90.1	85.7
Приватні грошові перекази в Україну, млрд дол.	11.9	12.0	14.0	12.5	2.9	2.8	3.2	3.3	12.2	12.9	3.1	3.3	3.4	3.6	13.5	13.9	3.3	3.5	3.7	4.1	14.6	14.7
Фінансовий рахунок, млрд дол.	-10.1	3.3	-4.4	10.9	-5.6	-3.3	-5.4	-4.0	-18.4	-17.0	-5.8	-3.5	-5.0	-4.1	-18.4	-9.3	-3.8	-3.7	-5.1	-5.5	-18.1	-9.2
Зведений баланс, млрд дол.	6.0	2.0	0.5	-2.9	3.9	3.9	2.3	-2.6	7.4	3.6	1.2	-0.1	1.4	-1.3	1.2	-1.4	-0.4	0.4	1.2	0.9	2.0	1.5
Валові резерви, млрд дол.	25.3	29.1	30.9	28.5	31.9	39.0	40.6	38.3	38.3	34.5	39.6	40.9	42.9	42.6	42.6	36.1	41.8	42.2	42.9	44.1	44.1	37.1
Місяців імпорту майбутнього періоду	4.8	4.2	4.5	3.8	4.3	5.2	5.4	5.1	5.1	4.7	5.3	5.5	5.7	5.7	5.7	5.1	5.5	5.5	5.5	5.6	5.6	4.9
<b>МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)</b>																						
Грошова база, %	9.6	24.8	11.2	19.6	9.0	14.5	16.7	24.1	24.1	24.9	0.7	4.9	8.0	15.5	15.5	17.1	-0.2	3.8	5.7	12.0	12.0	11.2
Грошова маса, %	12.6	28.6	12.0	20.8	2.3	9.1	13.2	19.2	19.2	19.2	0.0	3.9	7.6	12.6	12.6	16.3	1.9	6.3	8.8	13.0	13.0	11.7
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	2.8	2.3	2.6	2.1	-	-	-	-	2.2	2.2	-	-	-	-	2.3	2.2	-	-	-	-	2.3	2.3

\* До 2022 року – середня заробітна плата штатних працівників, з 2023 року - оплата праці в доходах населення відповідно до системи національних рахунків

## Припущення прогнозу

Показники		2020*	2021*	2022*	2023	2024	2025
Повна доступність портів Чорного моря				-	- з II півріччя		+
Офіційне фінансування	млрд дол.			32.2	42.3	37.1	25.1
Міграція (чиста)	млн осіб				0.1	0.5	0.8
Реальний ВВП країн - ОТП України (UAWGDP)	% р/р	-3.4	6.5	3.5	1.7	2.9	2.9
Споживча інфляція в країнах - ОТП України (UAWCPI)	% р/р	2.1	6.4	14.0	5.7	3.8	3.3
Світові ціни:**							
Сталь, Steel Billet Exp FOB Ukraine	дол./т	389.4	615.0	618.1	579.6	549.3	497.2
	% р/р	-5.2	57.9	0.5	-6.2	-5.2	-9.5
Залізна руда, China import Iron Ore Fines 62% FE	дол./т	108.9	161.7	121.4	113.3	82.8	74.7
	% р/р	16.1	48.5	-24.9	-6.7	-26.9	-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	267.5	229.2	215.8
	% р/р	-2.7	56.7	22.7	-16.0	-14.3	-5.8
Нафта, Brent	дол./бар.	42.3	70.4	99.8	82.0	80.7	69.5
	% р/р	-33.9	66.4	41.8	-17.8	-1.6	-13.9
Газ, Netherlands TTF	дол./тис. м <sup>3</sup>	114.9	574.8	1355.9	584.4	532.3	431.8
	% р/р	-28.7	400.3	135.9	-56.9	-8.9	-18.9
Обсяги транзиту газу	млрд м <sup>3</sup>	55.8	41.6	20.6	15.0	15.0	15.0
Урожай зернових та зернобобових	млн т	64.9	86.0	53.9	46.8	48.9	51.8
Мінімальна зарплата**	грн	4815	6042	6550	6700	7665	8200

\* Фактичні дані.

\*\* У середньому за рік.

## Абревіатури та скорочення

АПК	Агропромисловий комплекс	ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
АЕС	Атомна електростанція	ООН	Організація Об'єднаних Націй
ВВП	Валовий внутрішній продукт	ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти
ВПО	Внутрішньо переміщені особи	ОТП	Основні торговельні партнери
ГЕС	Гідроелектростанція	ПДВ	Податок на додану вартість
ГМК	Гірничо-металургійний комплекс	ПТКС	Програмно-технічний комплекс самообслуговування
ДГ	Домогосподарства	ПФУ	Пенсійний фонд України
ДКСУ	Державна казначейська служба України	РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ДМСУ	Державна митна служба України	рф	російська федерація
ДС	Депозитні сертифікати	с/г	Сільське господарство
ДССУ	Державна служба статистики України	СЗДУ	Сектор загального державного управління
ДЦЗ	Державний центр зайнятості	США	Сполучені Штати Америки
e/e	Електроенергія	УЗ	Укрзалізниця
ЄКР	Єдиний казначейський рахунок	ФО	Фізичні особи
ЄС	Європейський Союз	ФОП	Фізична особа-підприємець
ЄСВ	Єдиний соціальний внесок	ФРС	Федеральна резервна система США
ЄЦБ	Європейський центральний банк	ЦБ	Центральний банк
ЖКП	Житлово-комунальні послуги	ЦЕС	Центр економічної стратегії
ЗЗР	Засоби захисту рослин	ЦСЕ	Центральна та Східна Європа
ІДО	Індекс ділових очікувань	АТМ	Банкомат
ІЕД	Інститут економічних досліджень	EM	Emerging Markets, країни, ринки яких розвиваються
ІСЦ	Індекс споживчих цін	ІТ	Інформаційні технології
КМП	Комітет з монетарної політики	PMI	Purchasing Managers' Index, індекс ділової активності
КШЕ	Київська школа економіки	UAWCPI	Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України
МВФ	Міжнародний валютний фонд	UAWGDP	Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України
Мінагрополітики	Міністерство аграрної політики та продовольства України	UIIR	Український індекс міжбанківських ставок
Мінекономіки	Міністерство економіки України		
МОМ	Міжнародна організація міграції		
МОП	Міжнародна організація праці		
МР	Маркетинговий рік		
МФУ	Міністерство фінансів України		
НБУ	Національний банк України		
НЕОК	Номінальний ефективний обмінний курс		
НФК	Нефінансові корпорації		
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 кварталному 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