



Національний
банк України

Інфляційний звіт (липень 2022)

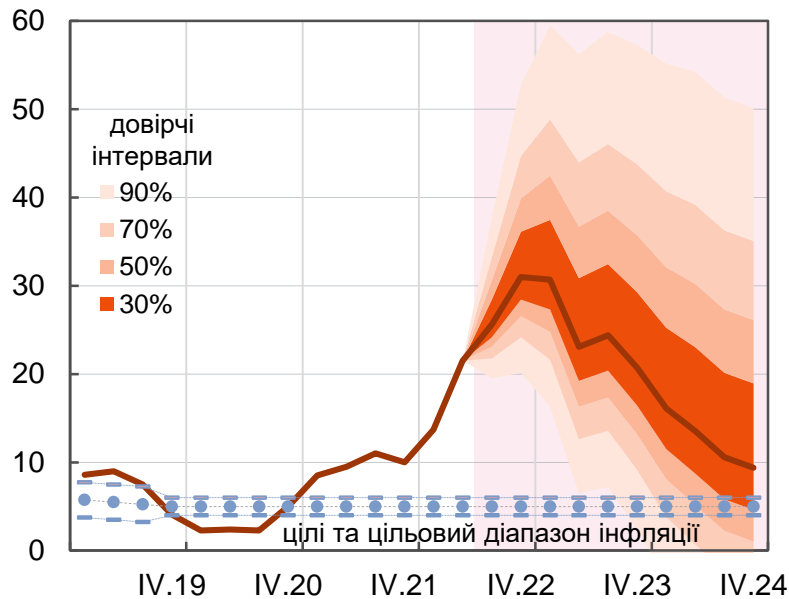
Київ

2 серпня 2022 року

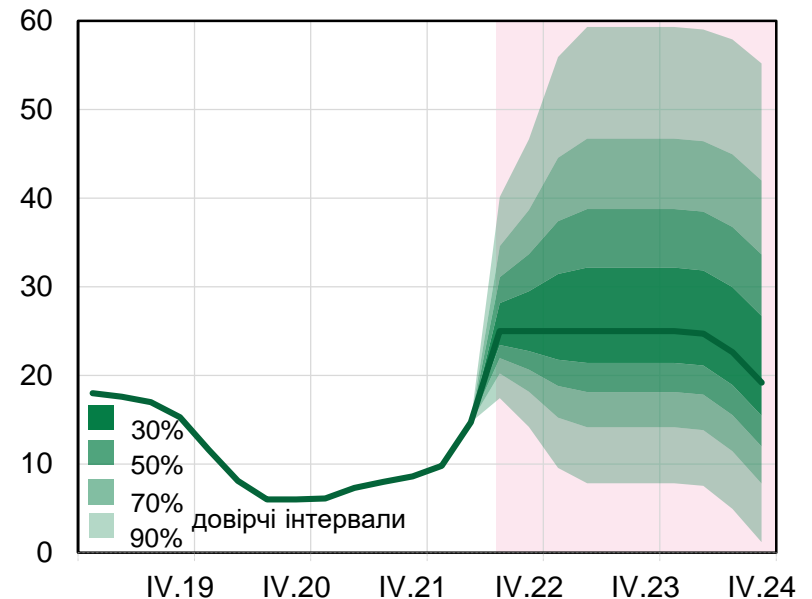


Тривалий період цінового тиску та переважання інфляційних ризиків зумовлюють необхідність високої облікової ставки

ІСЦ, %



Прогноз облікової ставки, %*



* в середньому за квартал.

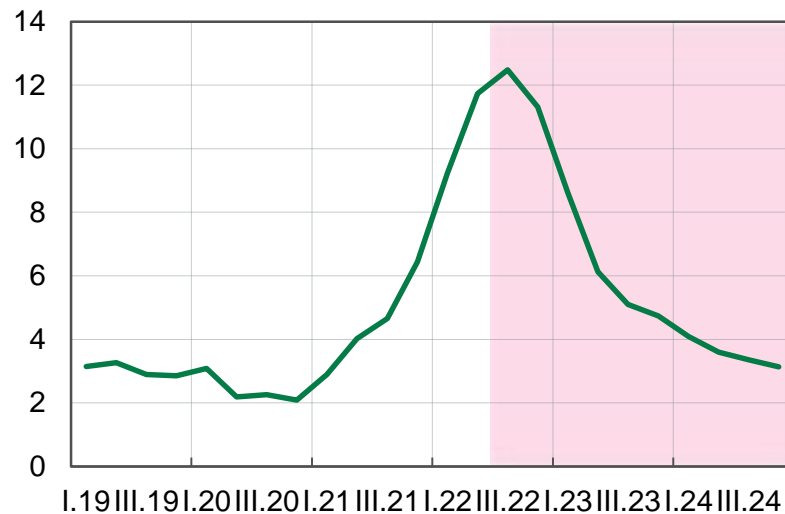
Показники	2021	2022	2023	2024
Реальний ВВП, зміна у %	3.4	-33.4	5.5	4.9
ІСЦ, зміна у %	10.0	31.0	20.7	9.4
Базовий ІСЦ, зміна у %	7.9	24.5	12.4	2.6
Сальдо поточного рахунку, млрд. дол.	-3.2	6.4	-3.9	-8.8
Міжнародні резерви, млрд. дол.	30.9	20.8	21.2	28.7

Головне

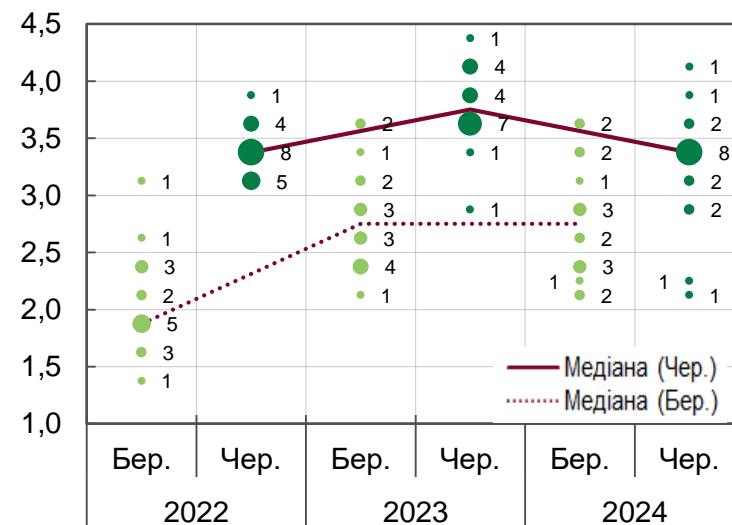
- **У базовий сценарій закладається повноцінне відновлення роботи чорноморських портів** України з початку 2023 року. На 2023–2024 роки припускається, що безпекові ризики суттєво знизяться
- **У прогноз закладається продовження активної міжнародної фінансової підтримки**, для фінансування потреб бюджету та закриття розривів платіжного балансу. Зокрема, припускається успішна реалізація протягом 2023–2024 років нової програми з МВФ
- **Прогнозний сценарій є програмним, оскільки обрахований за припущень активної економічної політики:**
 - Уряд повернеться до ринкових залучень для покриття дефіциту бюджету за рахунок встановлення належної їх доходності, а також проводитиме політику фіскальної консолідації та скорочення квазі-фіскальних дисбалансів
 - НБУ повернеться до традиційних засад режиму інфляційного таргетування з плаваючим курсоутворенням. Емісійне фінансування бюджетних потреб буде поступово припинено
- **Внаслідок ефектів війни інфляція перевищить 30% цього року, але у 2023-24 рр. сповільниться, хоча і залишатиметься вище цілі НБУ в 5%**
- **Економіка скоротиться на третину у 2022 році та лише частково нівелює втрати у 2023–2024 роках.** Ураховуючи значні втрати виробничого та людського потенціалу, а також нижчі, але усе ще актуальні безпекові ризики, темпи відновлення економіки у 2023–2024 роках становитимуть близько 5–6% на рік
- **Утримання облікової ставки на рівні 25% сприятиме більшій привабливості гривневих активів** і разом з фіксацією обмінного курсу на новому рівні – збалансуванню валютного ринку, що в комплексі зміцнить стійкість економіки
- **Ключовими ризиками для реалізації базового сценарію прогнозу є:**
 - триваліший термін визвольної війни проти російських загарбників
 - недостатність заходів економічної політики для макрофінансової стабілізації

Високоінфляційне середовище обумовить посилення монетарної політики центральними банками

Середньозважена інфляція у країнах – ОТП України (UAWCPI), % р/р



Кількість учасників FOMC, що очікують відповідну ставку

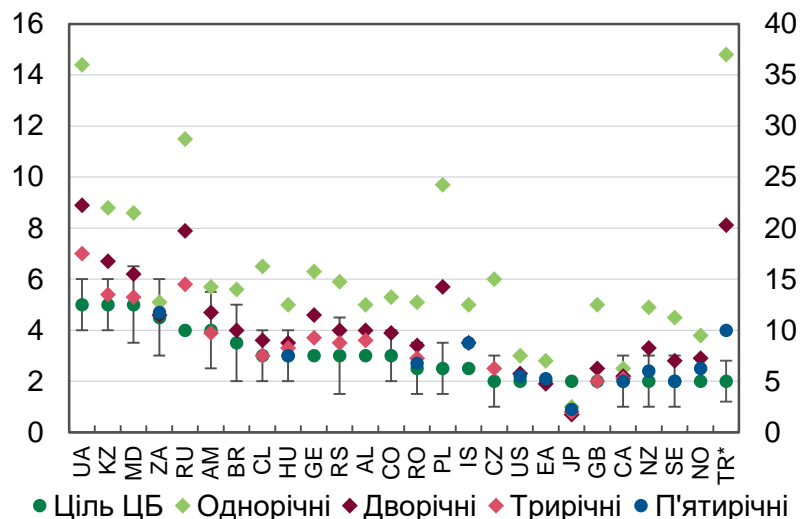


Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ. Джерело: ФРС.

- **Глобальний інфляційний тиск залишається підвищеним:** початково спричинений післяковідним відновленням в умовах збереження перебоїв у ланцюгах постачання, був подовжений шоками від вторгнення росії в Україну та чергової хвилі пандемії в Китаї
- **Подолання високої інфляції вимагатиме жорсткіших фінансових умов в усьому світі,** тож центральні банки як провідних країн, так і країн, що розвиваються прискорили ужорсточення монетарної політики
- **Світова інфляція залишатиметься високою до кінця цього року і надалі знижуватиметься** з огляду на жорсткішу монетарну політику більшості центральних банків, зниження геополітичної напруги та поступове зниження світових цін на сировинних ринках

Вставка. Розбалансування інфл. очікувань (ІО) в умовах шоків пропозиції: чи є простір для зволікання рішень з політики?

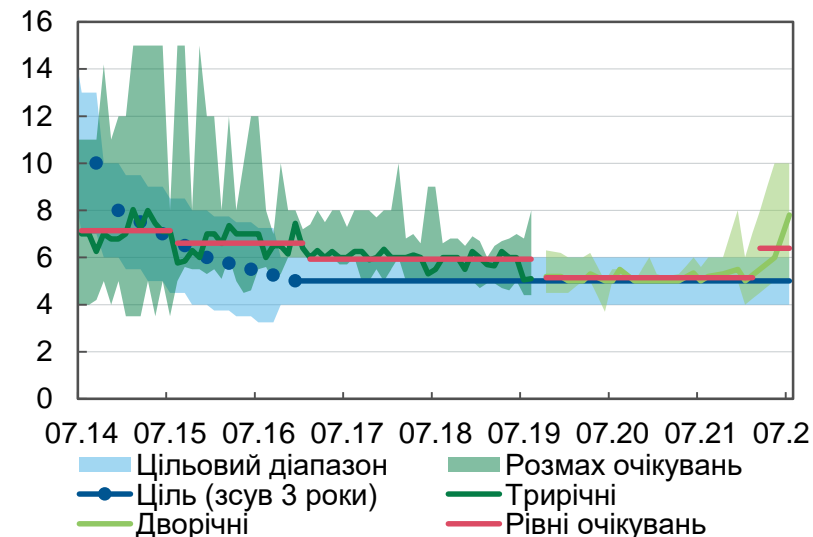
Інфляційна ціль ЦБ та ІО фінансових аналітиків у окремих країнах за горизонтом прогнозу, в.п.



* Туреччина – права шкала.

Джерело: офіційні сторінки центральних банків, Consensus Economics, Focus Economics (червень).

Середньострокові інфляційні очікування фінансових аналітиків та їх розмах*, %



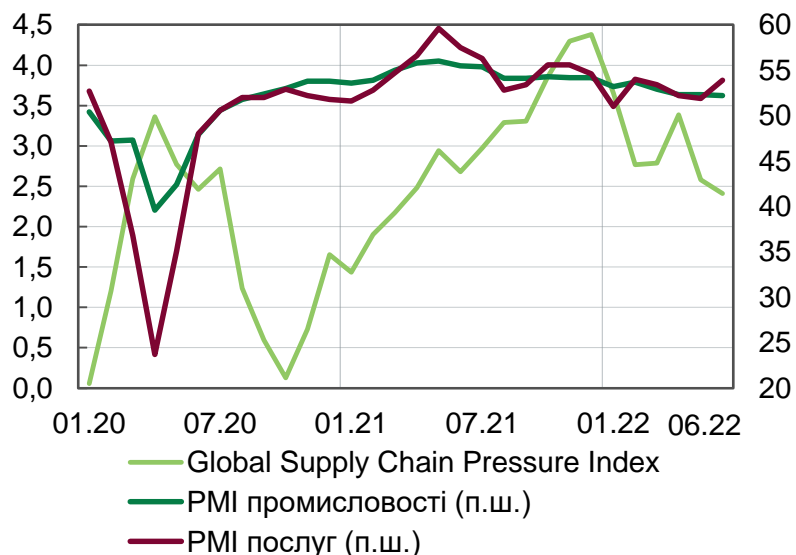
* Медіанне значення. Оцінку рівнів ІО здійснено на основі методології [Bai і Perron \(2003\)](#).

Джерело: НБУ.

- Якою б не була початкова природа інфляції, **тривале та суттєве зростання цін негативно позначається на інфляційних очікуваннях**. У країнах із режимом ІТ спостерігається помітне погіршення короткострокових ІО, що поступово переноситься на довгострокові очікування
- **Посилення загрози розгортання інфляційної спіралі в умовах стійкого розбалансування ІО спонукає ЦБ до прискореного посилення процентної політики як у країнах ЕМ, так і розвинених країнах**
- **НБУ з моменту запровадження ІТ вдалося суттєво покращити заякореність ІО**. Утім в умовах повномасштабного вторгнення росії в Україну їх розбалансування посилилося
- **НБУ враховує динаміку ІО при прийнятті монетарних рішень** та вживає заходів з утримання ІО під контролем

Зростання світової економіки буде млявим через посилення фінансових умов, повільне налагодження ланцюгів постачання

Глобальний PMI та Глобальний індекс тиску порушення ланцюгів постачання



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

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



Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

- **Подорожчання сировини та проблеми в ланцюгах постачання матимуть стримуючий вплив на економіку США** ще до кінця 2023 року, хоча дія цих факторів послаблюватиметься. Додатковий стримуючий ефект матиме ужорсточення політики ФРС
- **Економіка Єврозони послабилася** через геополітичну невизначеність, затримки в постачанні і дорогі енергоносії, що посилює очікування можливої рецесії. Очікується, що відновлення в секторі послуг пришвидшиться завдяки зняттю карантинних обмежень, а сильний ринок праці підтримуватиме споживання
- **Економічне зростання Китаю, попри значну державну підтримку, сповільниться** через звуження зовнішнього попиту та наявні внутрішні дисбаланси

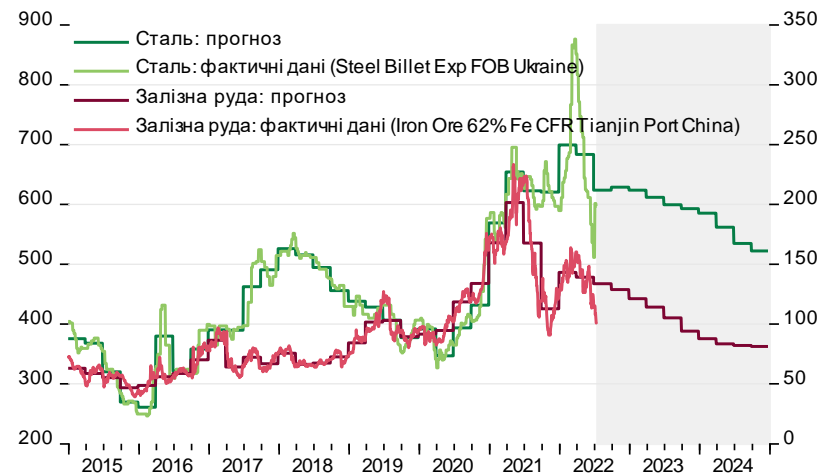
Ціни на експортні товари поволі знижуватимуться завдяки налагодженню ланцюгів постачання і зростанню пропозиції

Світові ціни на зернові, дол./т.



Джерело: Refinitiv, розрахунки НБУ.

Світові ціни на чорні метали, дол./т.

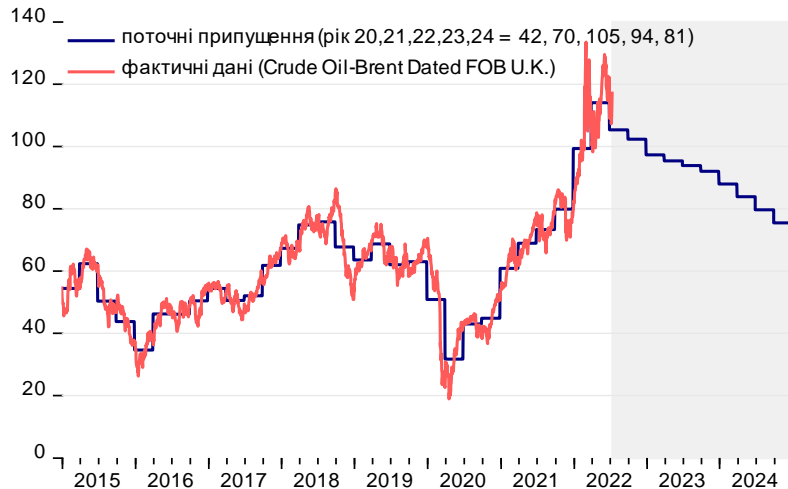


Джерело: Refinitiv, розрахунки НБУ.

- **Світові ціни на сталь та залізну руду переважно знижуватимуться** через слабку ділову активність у більшості регіонів та значні складські запаси у світі на тлі надмірної пропозиції
- **Російська агресія найсуттєвіше вплинула на ринки зернових** через обмеження експортних можливостей та площ посівів в Україні. Наступного року ціни на зернові поволі знижуватимуться за умови, що Україна повноцінно відновить участь на ринку пшениці та кукурудзи. Висока собівартість вирощування зернових через дороге паливо та добрива залишатиметься стримуючим фактором

Попри певну корекцію, ціни на енергоносії залишатимуться високими

Ціна на нафту, Brent, \$ за бар.



Джерело: Refinitiv, розрахунки НБУ.

Ціна на природний газ, \$ за 1000м3

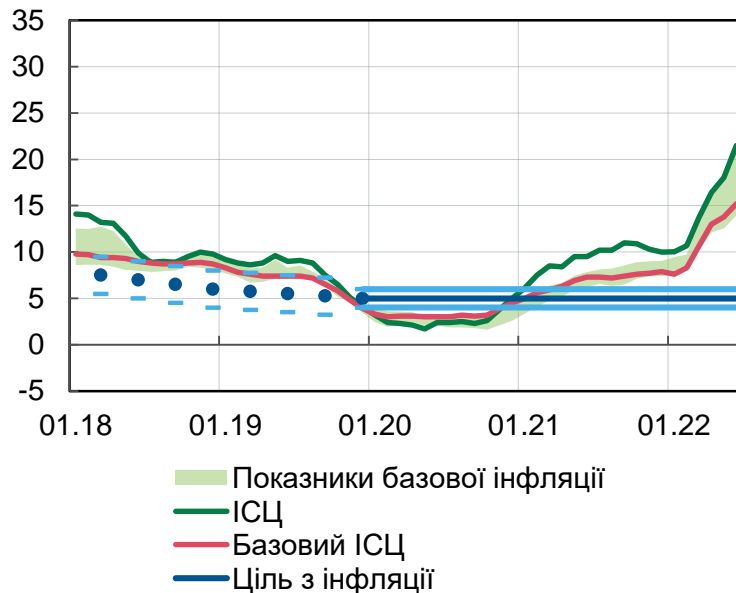


Джерело: Refinitiv, розрахунки НБУ.

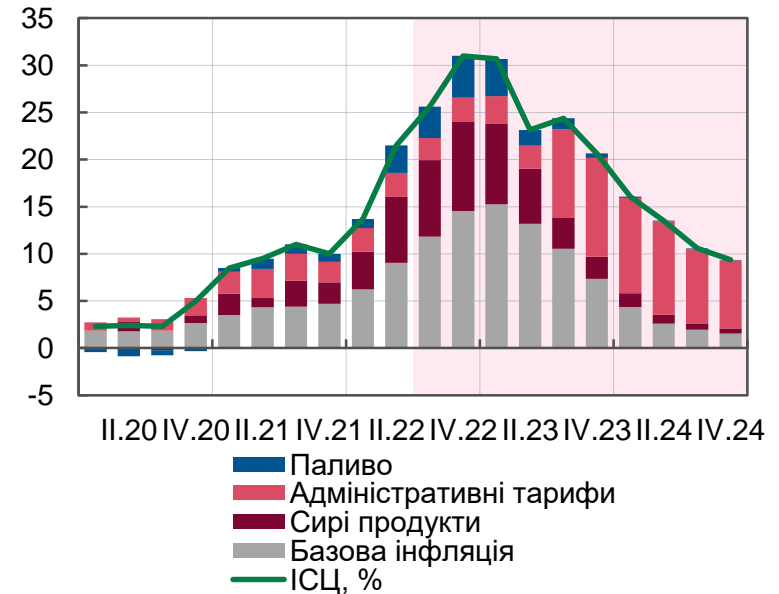
- **Волатильність цін підсилювалася низьким рівнем запасів, що робило їх чутливими до змін пропозиції та попиту на ринку**
- **Ціни на нафту поволі знижуватимуться.** Санкції проти російської нафти, які обмежили її доступ на ринок Європи, дедалі переорієнтують її на ринок Азії, що дасть змогу останнім купувати її за зниженими цінами та повністю задовольнити свій попит. Нарощування видобування країнами ОПЕК+ і США допоможе збалансувати зростаючий попит
- **Ціни на природний газ у Європі, попри суттєвіший імпорт СПГ зі США, залишатимуться високими** через політичний тиск з боку росії.

З наступного року ІСЦ знижуватиметься завдяки налагодженню логістики, вщуханню світової інфляції, жорсткій політиці НБУ

Інфляція та інфляційні цілі, % р/р



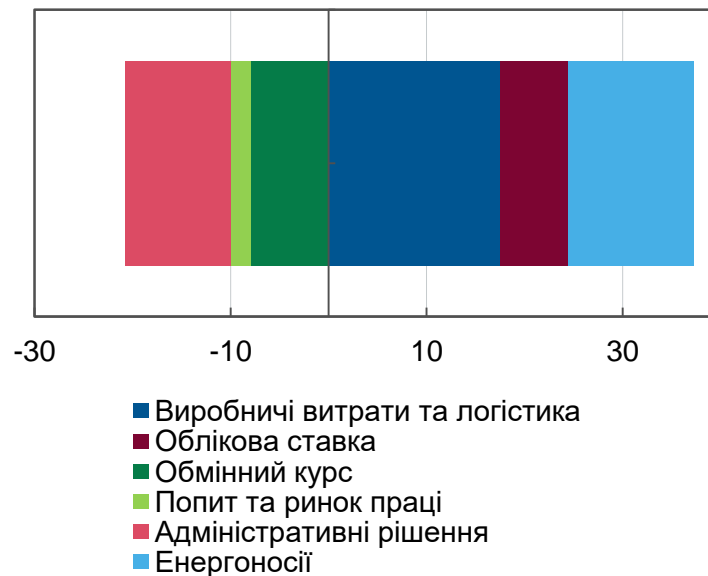
Внески в річну зміну ІСЦ, в.п



- **Споживча інфляція стрімко прискорилося з початком війни, передусім унаслідок дії чинників пропозиції** (високі зовнішні ціни, порушення виробничих та логістичних шляхів; руйнування активів та інфраструктури; обмеженість запасів та можливостей імпорту; окупація територій; емісійне фінансування дефіциту бюджету)
- **Стримують інфляційні процеси** значне падіння попиту, фіксований обмінний курс гривні та мораторій на підвищення цін на комунальні послуги
- **З наступного року інфляція знижуватиметься** завдяки налагодженню логістики, вщуханню світової інфляції, жорсткій монетарній політиці та стабілізації інфляційних очікувань. Проте з огляду на значний внесок адміністративної складової через корегування окремих тарифів на ЖКП інфляція перебуватиме вище цілі на прогнозованому горизонті

Вставка. Чинники відхилення інфляції від цілі під час війни

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



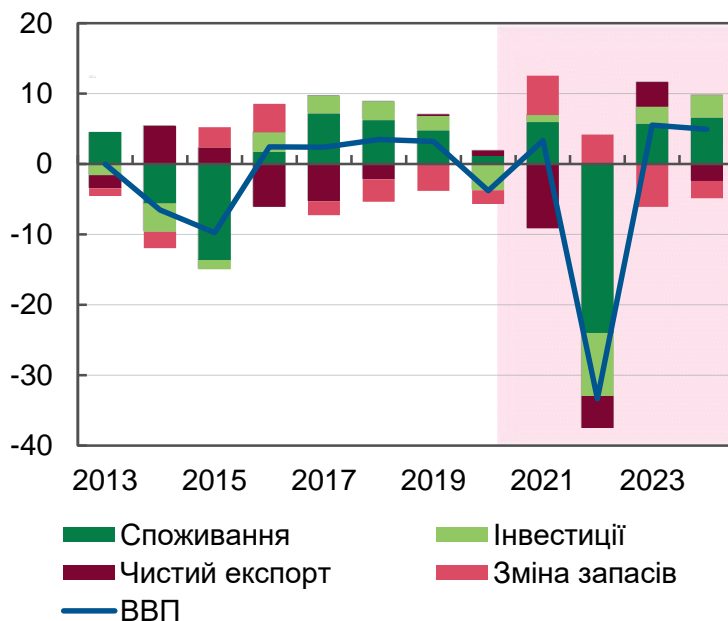
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Війна зумовила стрімке зростання інфляції, яка в червні перевищила ціль на 16.5 в.п.

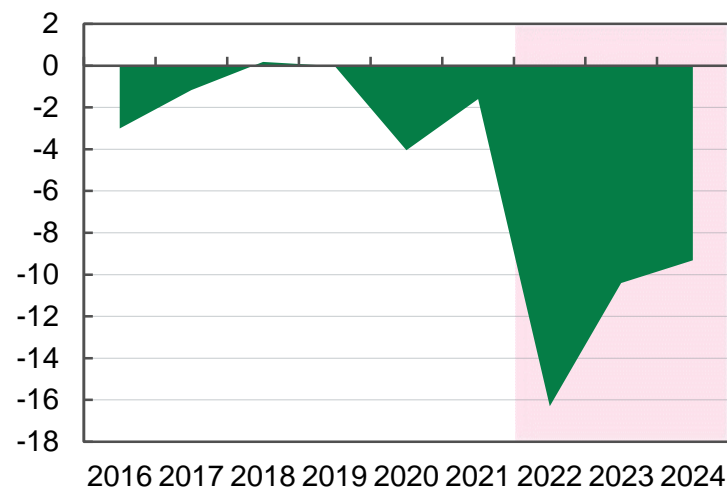
- **Висока інфляція відображала** чинники пропозиції, пов'язані з війною, високі світові ціни на енергоресурси та погіршену трансмісію монетарної політики
- **Стримували зростання цін заходи НБУ** (фіксація обмінного курсу гривні) **та уряду** (мораторій на підвищення тарифів на тепло та природний газ для населення, зниження податків на імпорт та пальне)

У 2022 році ВВП скоротиться на третину. Із послабленням безпекових ризиків очікується відновлення економіки

Реальний ВВП, внески компонент, в.п.



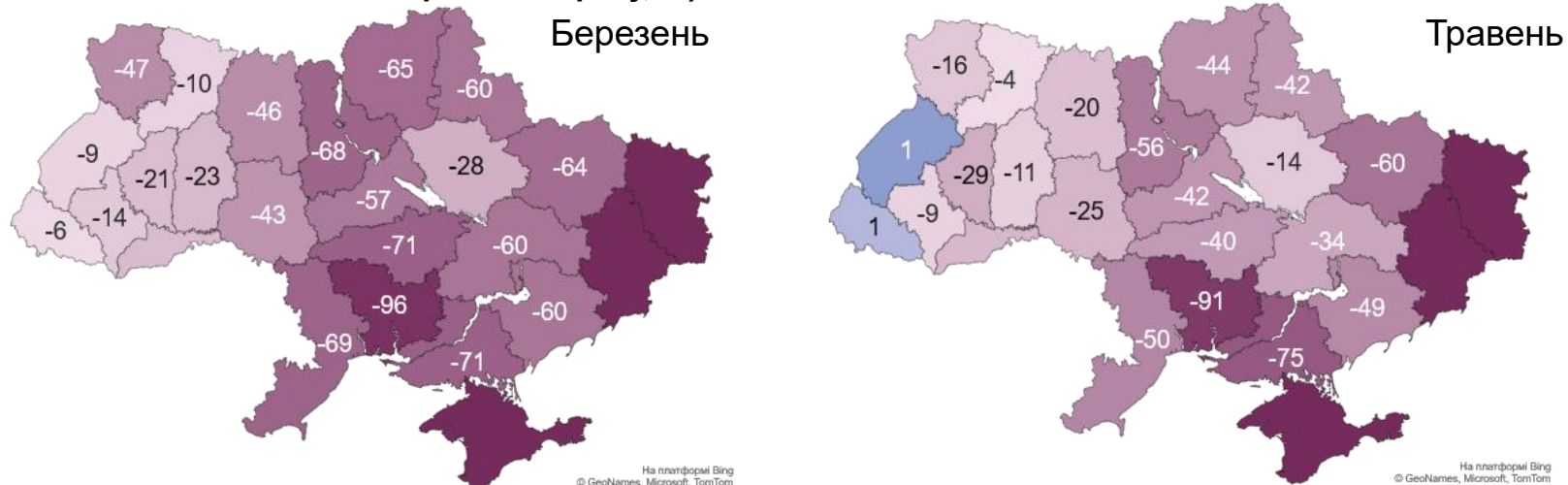
Розрив ВВП, %



- **Повномасштабна війна призвела як до драматичного падіння економічної активності, так і втрат потенціалу економіки до зростання в середньостроковій перспективі**
- Ураховуючи значні втрати виробничого та людського потенціалу, а також усе ще високі безпекові ризики, **економіка у 2023–2024 роках зростатиме по 5–6% на рік**
- **ВВП зростатиме** завдяки поживавленню споживчого попиту, налагодженню технологічних та логістичних процесів, активізації інвестиційної діяльності, у тому числі на тлі перспектив євроінтеграції
- **Водночас ВВП залишатиметься нижче свого потенційного рівня, що буде стримувати інфляцію у післявоєнний період**

Вставка. Особливості та методи наукасту ВВП під час війни

Географічна діаграма зниження економічної активності України в березні та травні 2022 року (місяця до відповідного місяця попереднього року, %)

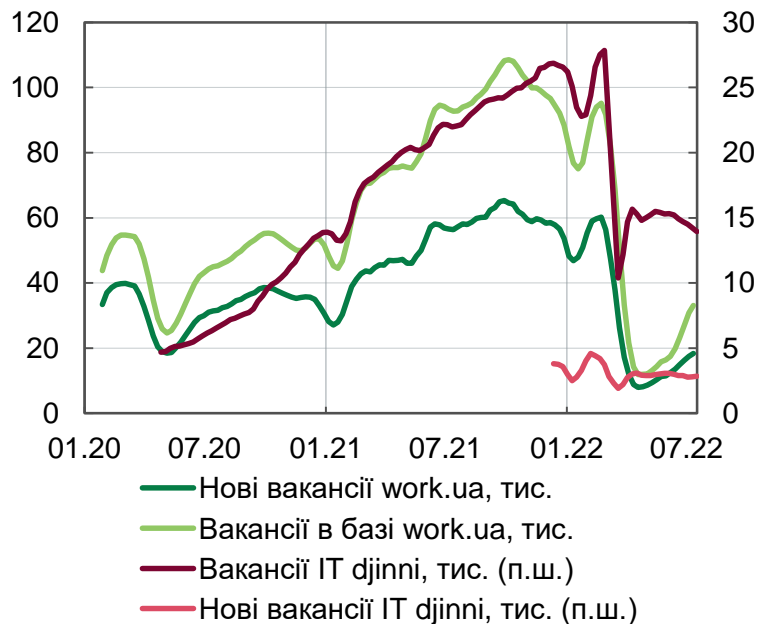


Зони, зафарбовані темнішим/світлішим відтінком, відображають більше/менше зниження економічної активності в окремих регіонах. Для АРК Крим, м. Севастополя, Донецької та Луганської області в адміністративних кордонах оцінок немає. Джерело: розрахунки НБУ.

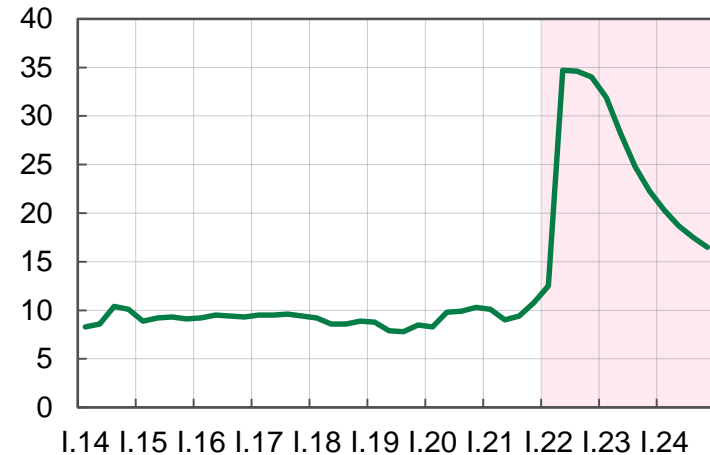
- **Експертна оцінка за видами діяльності та регіонами на базі високочастотних індикаторів** (оперативні опитування підприємств, робота ресторанного бізнесу, ринок новобудов, виробництво електроенергії): *падіння ВВП у березні–квітні у середньому на 42% р/р з поступовим зменшенням темпів падіння до 36.5% р/р у червні*
- **Індекс ділових очікувань та інші результати щоквартального опитування підприємств** (агреговані за методом головних компонент): *падіння ВВП у II кв близько 23% р/р*
- **“Великі дані” для апроксимації економічної активності на регіональному рівні** (нічне освітлення, тренди Google, онлайн вакансії, касові операції банків, активності у Twitter):
 - *падіння економіки на 48% р/р у березні зі зменшенням темпів падіння до 32% р/р у травні*
 - *альтернативна оцінка регіонального ВВП вказує на падіння на 45% у березні та сповільнення падіння до 15% вже у квітні*

Глибокий спад економіки зумовив стрімке скорочення доходів населення та зростання рівня безробіття

Попит на робочу силу, чотиритижнева плинна



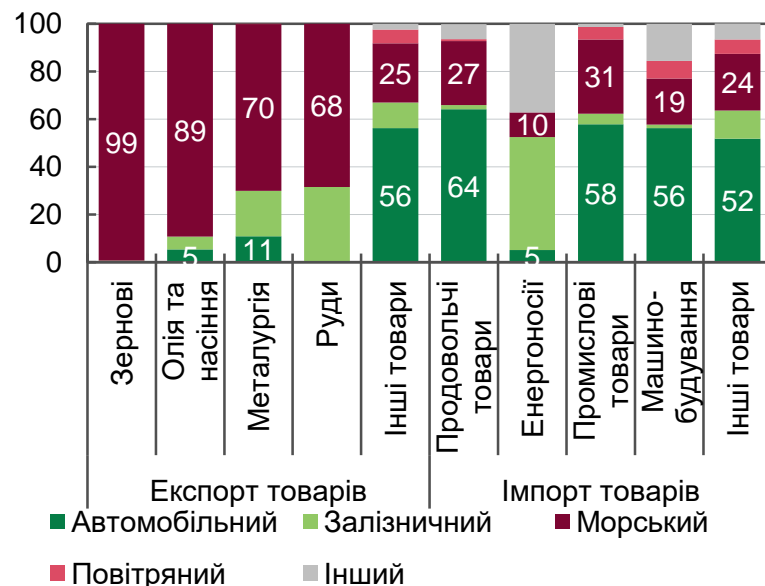
Рівень безробіття за МОП, с/с, %



- **Повномасштабна війна призвела до гуманітарної кризи та активного переміщення населення, у тому числі за кордон, що визначатиме демографічний розвиток і ситуацію на ринку праці впродовж багатьох років**
- **Попри відновлення економіки та збільшення попиту на робочу силу безробіття тривалий час залишатиметься вищим свого природного рівня через довгострокові ефекти війни**
- **Реальні зарплати зростатимуть, проте темпи зростання стримуватимуться перевищенням пропозиції робочої сили над попитом на неї**

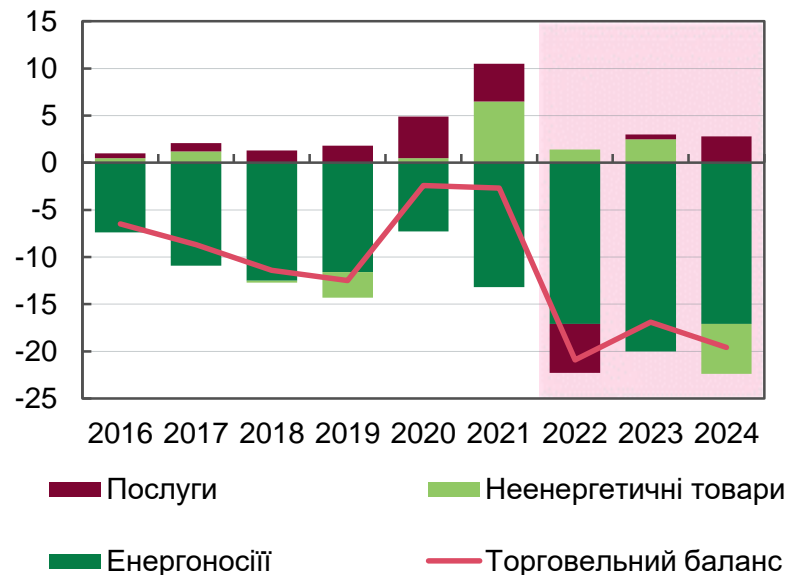
Війна призвела до погіршення зовнішньоторговельної позиції України. Така ситуація матиме середньострокові наслідки

Шляхи транспортування товарів, 2021 рік, %



Джерело: ДМСУ.

Торговельний баланс, млрд дол.

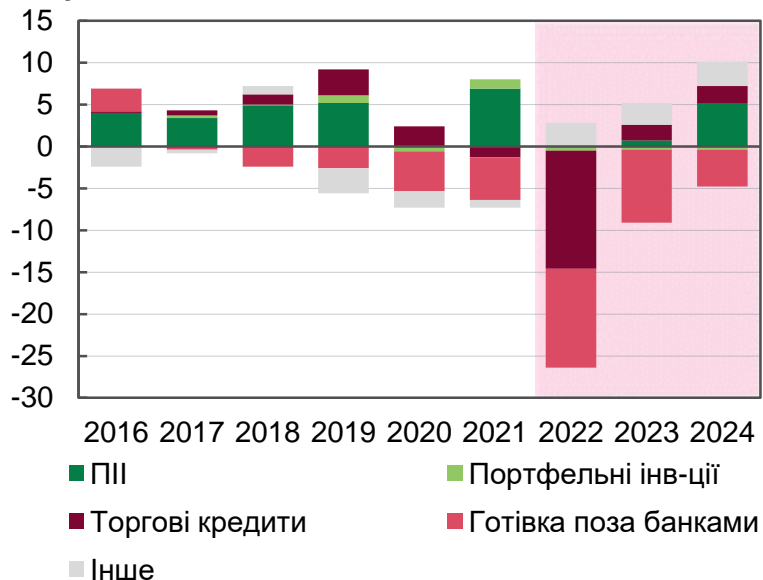


Джерело: розрахунки НБУ.

- **Ускладнення логістики, насамперед морська блокада, більше вплинула на експорт товарів, ніж на імпорт.** Дефіцит торгівлі суттєво розширився та залишатиметься значним навіть після розблокування чорноморських портів
- **Відновлення експорту товарів буде помірним** через руйнування виробництва, проблем у аграрному секторі та зниження світових цін на сировинні товари. А в умовах повоєнного відновлення країни посилиться потреба в імпорті
- **Стабільним джерелом припливу валюти і надалі залишатиметься експорт ІТ-послуг, а також перекази від трудових мігрантів**

Надходження приватного капіталу будуть обмежені, тому головним джерелом валюти залишиться офіційне фінансування

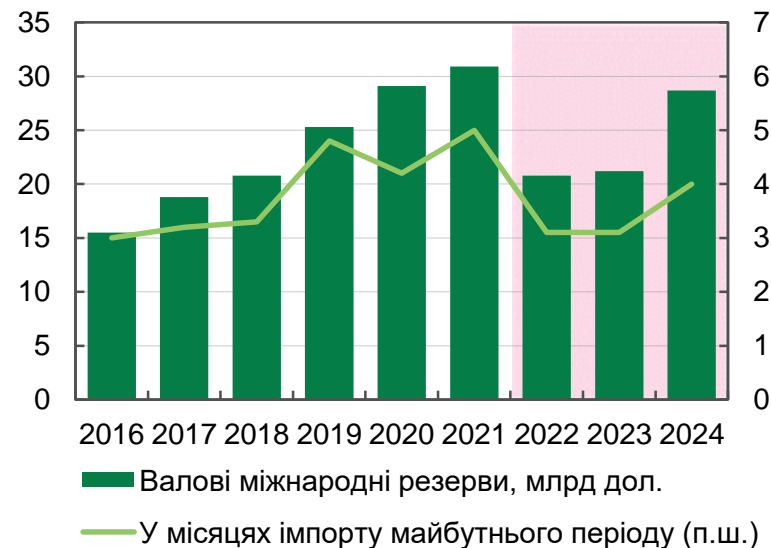
Приватний сектор: чисті зовнішні зобов'язання, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

- **Зростання чисельності українських мігрантів за кордоном призвело до значного відпливу валюти з країни**, крім того припинився приплив боргового та інвестиційного капіталу до приватного сектору
- **Відновлення надходжень приватного іноземного капіталу в країну буде поступовим та обмеженим** через високі ризики
- **Міжнародна фінансова допомога лише частково покривала відплив валюти**, у результаті резерви знизилися
- **Надалі резерви стабілізуються** завдяки як вже анонсованим надходженням офіційного фінансування, так і очікуваному підписанню нової програми співпраці з МВФ

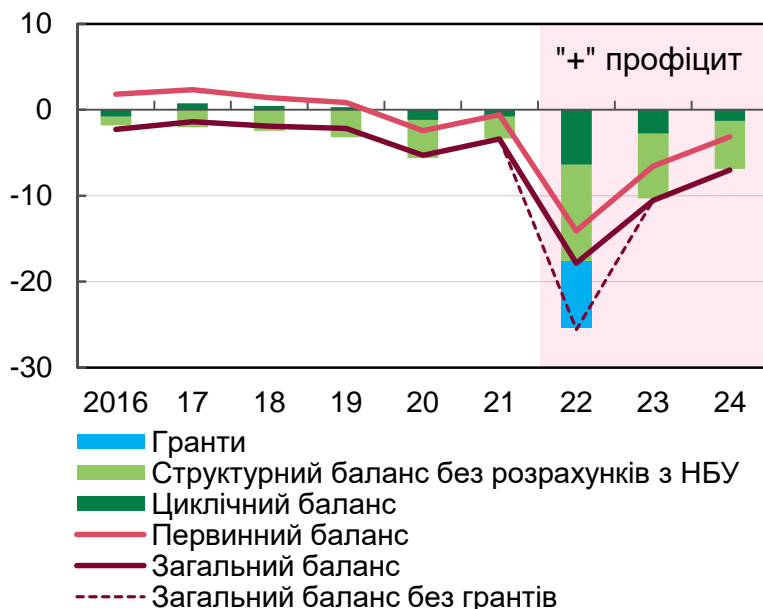
Валові міжнародні резерви



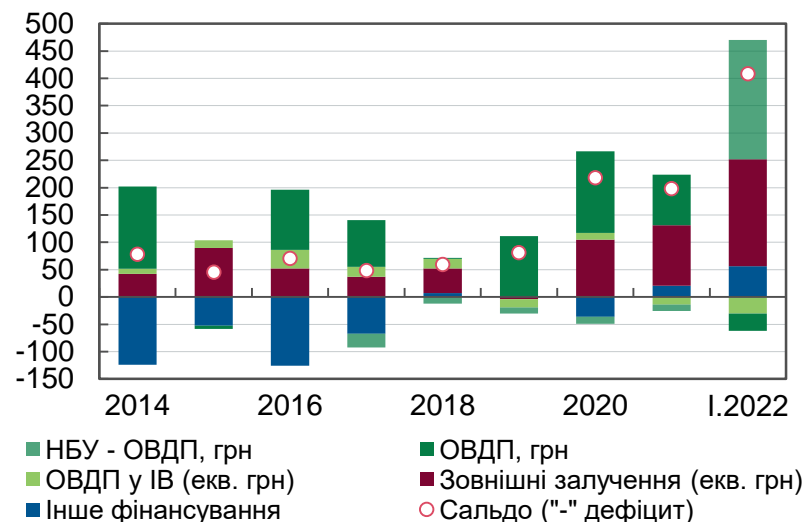
Джерело: розрахунки НБУ.

Економіка потребує значної бюджетної підтримки. У повоєнний час прогнозується поступова бюджетна консолідація

Сальдо зведеного бюджету, % ВВП



Фінансування державного бюджету*, млрд грн



* Запозичення в грн включають випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу банків, ФГВО та інших державних підприємств.

- **Фіскальна політика стала стимулюючою, що пом'якшило шок в економіці**
- **Попри очікуване звуження дефіциту бюджету, вона залишатиметься доволі м'якою.** Це підтримуватиме економіку в повоєнний час, однак підживлюватиме інфляцію
- **Вагомим джерелом фінансування бюджетних потреб у 2022 році залишатимуться міжнародні кошти та монетизація НБУ,** у наступні роки – офіційні та ринкові залучення, а монетизація бюджету буде поступово повністю припинена
- **Значний дефіцит спричинить стрімке зростання державного боргу,** яке пригальмує після війни. Утім, відношення боргу до ВВП триматиметься на високому рівні

Підтримка обмінного курсу залишається основним інструментом забезпечення стабільності від початку війни

Принципи монетарної політики в умовах війни

Фіксація обмінного курсу – номінальний якор для очікувань	Курсова стабільність є номінальним якорем для очікувань, головним фактором стримування інфляційного тиску та забезпечення макрофінансової стабільності
Валютні інтервенції – основний інструмент монетарної політики. Обмеження на окремі валютні операції та рух капіталу	Фіксація обмінного курсу забезпечується інтервенціями з продажу валюти НБУ, обмеженнями для зниження непродуктивного відпливу капіталу та, відтак, попиту на валюту
Рішення щодо облікової ставки – допоміжний інструмент	В умовах значного психологічного шоку ринкові монетарні інструменти, зокрема облікова ставка, не відігравали відчутної ролі у функціонуванні грошово-кредитного та валютного ринків у перші місяці війни. Проте, поступова адаптація економіки та заміщення психологічного шоку економічною логікою ухвалення рішень бізнесом та населенням спонукали НБУ повернутися до активної монетарної політики
Операційний дизайн монетарної політики	На початку війни заходи НБУ передусім спрямовувалися на забезпечення безперебійного функціонування банківської системи та платежів в економіці, зокрема через полегшення доступу банків до кредитів рефінансування, у т.ч. бланкових. По мірі відновлення ринкових засад функціонування банківської системи НБУ поступово повертається до традиційного операційного дизайну та виконання ролі кредитора останньої інстанції
Монетарне фінансування бюджету	НБУ здійснює пряме фінансування критичних видатків уряду, зокрема для забезпечення військових та соціальних потреб

Вставка. Уроки монетарної політики у воєнні часи

Універсального рецепту антикризової політики немає

Кожна країна має свій унікальний досвід, що обумовлюється:

- різною тривалістю, масштабом воєнних дій, їх наслідками
- довоєнним станом та структурою економіки
- обсягом міжнародних резервів та державного боргу
- рівнем розвитку фінансових регуляторів та інституцій, довірою до них та національної валюти
- попередньою інфляційною динамікою та закореністю очікувань
- міжнародною військовою, політичною та фінансовою підтримкою
- **умовами зовнішнього середовища**

Грузія → розгортання світової фінансової кризи та зниження цін на світових товарних ринках

Вірменія → світова дезінфляція, спровокована Covid-19

Ірак → зростання світових цін на нафту

Україна → зростання інфляції та посилення фінансових умов у світі, падіння “апетиту” інвесторів до ризиків

ОДНАК

Можна прослідкувати деякі закономірності в застосуванні інструментів МП

1

Поширеним та дієвим заходом зі стабілізації макрофінансової ситуації та стримування інфляції є **тимчасова фіксація обмінного курсу** → *Ізраїль, Ірак, Грузія, Сербія*

АЛЕ! Надмірно тривала фіксація обмінного курсу може виявитися нестійкою та призвести до накопичення макроекономічних дисбалансів → *Лівія* (у 2016–2020 рр.), *Ліван* (у 2020 р.)

2

Масштабна монетизація дефіциту бюджету генерує ризики для фінансової стійкості та цінової стабільності → *Німеччина* (інфляція 29500% м/м в жовтні 1923 р.), *Австрія* (129% м/м у серпні 1922 р.), *Польща* (275% м/м у жовтні 1923 р.), *Південна Корея* (213% р/р у 1951 р.), *Сербія* (1.16 × 10¹⁴% р/р у січні 1994 р.), *Ізраїль* (480 р/р у листопаді 1984 р.)

3

Успішні стабілізаційні плани здебільшого передбачають проведення жорсткої та незалежної монетарної політики, фіскальну консолідацію, структурні реформи та використання ринкових інструментів для наповнення бюджету → *Ізраїль* (протягом 1985–1986 рр. інфляцію знижено з 480% до 18%; на кінець 1998 р. - 5.4%), *Хорватія* (інфляція сповільнилася з 1839% у жовтні 1993 р. до 4% р/р у жовтні 1994 р.)

Альтернативний сценарій: тривалий термін війни та блокування портів

- Головною відмінністю припущень альтернативного від базового сценарію є **подовжений термін високих безпекових ризиків** – до IV кварталу 2023 року, однак з їх суттєвим послабленням та повноцінним розблокуванням морських портів із січня 2024 року
- У разі тривалого збереження високих безпекових ризиків економічна активність в 2023 році залишатиметься пригніченою – ВВП зросте лише на 2%, а повноцінне відновлення розпочнеться не раніше 2024 року. Основним стримуючим чинником залишатиметься обмежений доступ до чорноморських портів і пов'язаних із цим негативних ефектів для с/г
- Після зростання в поточному році понад 31% інфляція почне знижуватися під впливом слабого споживчого попиту, водночас залишатиметься високою через несприятливий вплив на експорт та обмінний курс та високі інфляційні очікування
- Для компенсації проінфляційних факторів, пов'язаних з продовженням війни, монетарна політика НБУ в цьому сценарії буде жорсткішою, ніж у базовому сценарії
- Погіршення платіжного балансу через обмежений експорт та подальший відплив капіталу в 2023 році призведе до зниження міжнародних резервів до низьких рівнів

Показники*	2021	2022	2023	2024
Реальний ВВП, зміна у %	3.4	-33.4 [-34.5]	5.5 [2.0]	4.9 [5.6]
ІСЦ, зміна у %	10.0	31.0 [31.5]	20.7 [19.4]	9.4 [20.7]
Базовий ІСЦ, зміна у %	7.9	24.5 [25.2]	12.4 [22.2]	2.6 [13.4]
Сальдо поточного рахунку, млрд. дол.	-3.2	6.4 [6.1]	-3.9 [-6.2]	-8.8 [-4.4]
Міжнародні резерви, млрд. дол.	30.9	20.8 [20.8]	21.2 [9.8]	28.7 [14.6]

* в дужках – альтернативний сценарій

Національний банк оцінює баланс ризиків для свого базового прогнозу інфляції та процентної ставки як зміщений угору

		Ймовірність настання ризику		
		Низька <15%	Середня 15%–25%	Висока 25%–50%
Ступінь впливу на базовий сценарій	Слабкий			
	Помірний	відсутність програми з МВФ	реcesія світової економіки	<p>посилена еміграція</p> <p>розблокування чорноморських портів в 2022 році</p>
	Сильний	Швидка реалізація масштабного плану відбудови України "план Маршала"		<p>триваліший термін війни</p> <p>розбалансування державних фінансів (низькі ставки за ОВДП, заморозка тарифів на ЖКП, відсутність фіскальної консолідації, емісія в значних обсягах)</p>