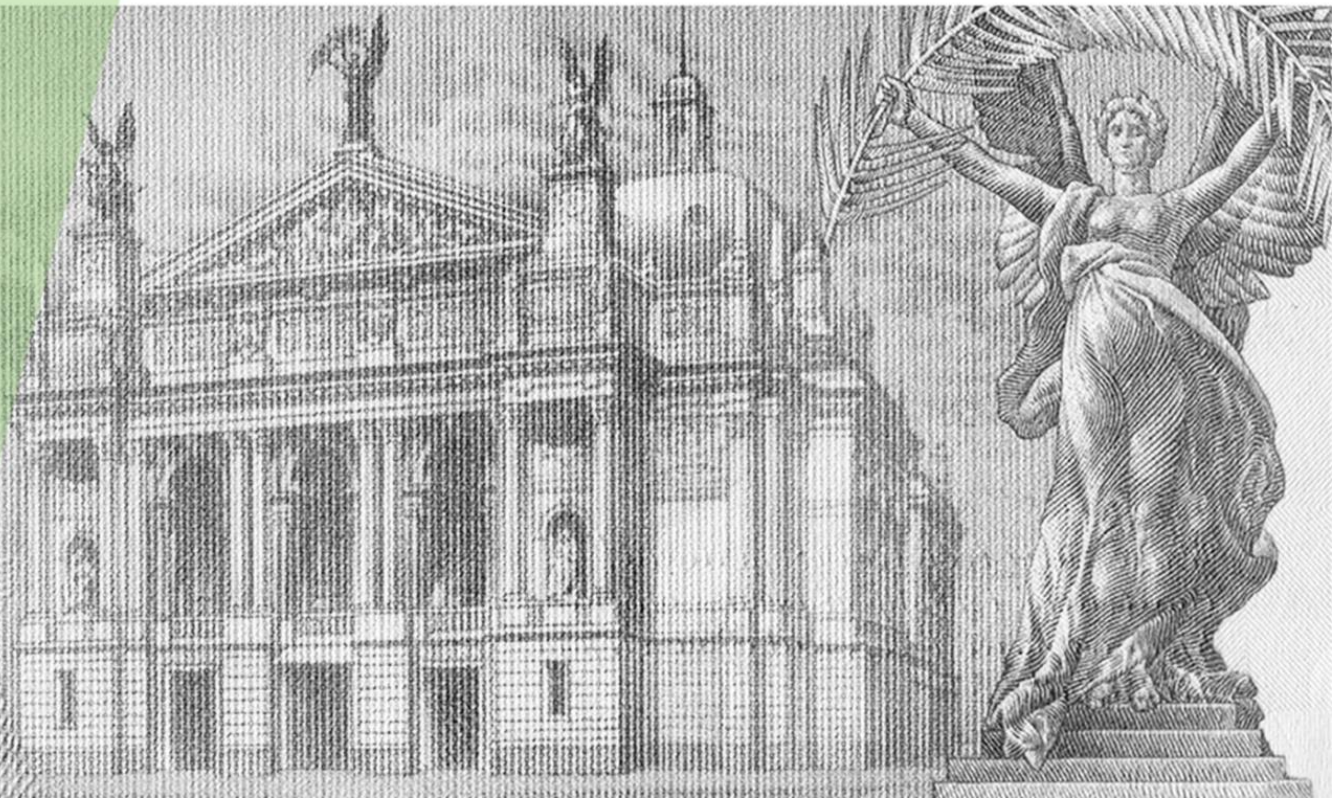




Національний
банк України

Інфляційний звіт

Липень 2022 року



Національний банк України (далі – НБУ) відновлює оприлюднення Інфляційного звіту. Тимчасове призупинення його публікації було пов'язано передусім з високою невизначеністю, спричиненою широкомасштабним вторгненням росії в Україну, що унеможливило прогнозування економічних процесів з прийнятною імовірністю. Невизначеність і надалі залишається високою, утім її рівень знизився порівняно з початковим етапом і близький до рівня, коли ми можемо розробляти відносно надійні макроекономічні сценарії. Ця публікація сприятиме підвищенню прозорості та кращому розумінню монетарних рішень НБУ.

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

В умовах значного психологічного шоку зміна облікової ставки мала незначні шанси слугувати чинником дезінфляції та стабілізації очікувань. Тож НБУ впродовж лютого – травня 2022 року відкладав рішення щодо змін облікової ставки – вона залишалася незмінною на рівні 10%. Крім того, відповідно до змін, внесених до законодавства, НБУ отримав тимчасову можливість на період воєнного стану здійснювати купівлю державних облігацій для фінансування критичних видатків Уряду в обмежених обсягах, передусім – для забезпечення обороноздатності країни.

Зазначені зміни в принципах проведення монетарної політики були підтвержені [Основними засадами грошово-кредитної політики на період воєнного стану](#). Водночас документом були закріплені відданість НБУ традиційному формату інфляційного таргетування і зобов'язання поступово повернутися до властивих цьому монетарному режиму принципів та інструментів у міру нормалізації функціонування економіки.

Перші кроки на шляху до відновлення ринкових засад управління фінансовою системою вже зроблено. У червні НБУ повернувся до активної процентної політики, різко підвищивши облікову ставку. Водночас підтримка обмінного курсу залишається у фокусі монетарної політики в поточних умовах. НБУ вживає заходів для врівноваження стану валютного ринку та посилення трансмісійного механізму ключової ставки, що є передумовами для повернення НБУ до традиційного формату монетарної політики. Ще одним кроком у цьому напрямі є відновлення прогнозного циклу та практики щоквартальної публікації Інфляційного звіту.

Аналіз в Інфляційному звіті (липень 2022 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 – 20 липня 2022 року. З огляду на збереження високої невизначеності, Інфляційний звіт містить декілька програмних сценаріїв економічного розвитку країни у 2022–2024 роках, які були підготовлені Департаментом монетарної політики та економічного аналізу і 21 липня 2022 року схвалені на засіданні Правління НБУ з питань монетарної політики¹.

Рішення щодо облікової ставки Правління НБУ і надалі прийматиме відповідно [до опублікованого заздалегідь графіка](#). Рішення Правління НБУ в жовтні прийматиметься на підставі нового макроекономічного прогнозу, який буде опубліковано через тиждень після цього в Інфляційному звіті. На інших двох засіданнях (у вересні та грудні) рішення ґрунтуватимуться на результатах оцінки ризиків та невизначеності з урахуванням нової інформації про внутрішні та зовнішньоекономічні події, яка з'явилася після останнього прогнозу.

Рішення щодо облікової ставки оголошується на пресбрифінгу, який проводиться того самого дня о 14.00 після засідання Правління НБУ з питань монетарної політики. Одночасно публікується пресреліз, в якому йдеться про консенсусну позицію Правління 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 знеособлену позицію всіх членів КМП щодо необхідного монетарного рішення, у тому числі – альтернативні до прийнятого рішення думки та відповідну аргументацію.

Із попередніми випусками Інфляційного звіту, презентацією до Інфляційного звіту, прогнозом основних макроекономічних показників, а також часовими рядами та даними таблиць і графіків Інфляційного звіту можна ознайомитися за посиланням: <https://bank.gov.ua/monetary/report>.

¹ Рішення Правління Національного банку України від 21 липня 2022 року №365-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

Зміст

Головне	4
Частина 1. Зовнішнє середовище	8
Вставка 1. Розбалансування інфляційних очікувань в умовах дії шоків пропозиції: чи є простір для зволікання рішень із монетарної політики?	11
Частина 2. Економіка України	13
2.1. Інфляційний розвиток	13
Вставка 2. Чинники відхилення інфляції від цілі під час війни	18
2.2. Попит і випуск	20
Вставка 3. Особливості та методи наукасту ВВП під час війни	25
2.3. Ринок праці та доходи домогосподарств	27
2.4. Фіскальний сектор	31
2.5. Платіжний баланс	35
2.6. Монетарні умови та фінансові ринки	38
Вставка 4. Уроки монетарної політики у воєнні часи	43
Частина 3. Ризики прогнозу	45
Частина 4. Альтернативний сценарій: тривалий термін війни та блокування портів	50
Абревіатури та скорочення	55

Головне

Перший "воєнний" прогноз НБУ є програмним, оскільки в базовому сценарії враховано ефекти від виконання низки необхідних заходів у сфері реалізації економічної політики, а також припущення щодо суттєвого зниження безпекових ризиків до кінця поточного року завдяки успішним діям української армії

У базовий сценарій закладається повноцінне відновлення роботи чорноморських портів України з початку 2023 року. Загалом у 2023–2024 роках безпекові ризики суттєво знизяться, але залишатимуться актуальними, що обумовлюватиме низьку схильність до інвестицій з боку внутрішніх та зовнішніх приватних інвесторів.

Водночас у прогноз закладається продовження активної міжнародної фінансової підтримки України, для фінансування потреб бюджету та закриття розривів платіжного балансу. Зокрема, припускається успішна реалізація протягом 2023–2024 років нової програми з МВФ. Ця програма матиме на меті відновлення макрофінансової стабільності та стимулювання структурних реформ, спрямованих на зміцнення пост-воєнного відновлення та поступу до набуття членства в ЄС.

Політики НБУ та уряду будуть поступово нормалізовані. НБУ повернеться до традиційних засад режиму інфляційного таргетування з плаваючим курсоутворенням. Емісійне фінансування бюджетних потреб буде поступово припинено. 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. Зокрема, цей сценарій враховує мобілізацію додаткових доходів, підтримку вітчизняного виробника за рахунок додаткового оподаткування імпорту та наближення тарифів на ЖКП до ринкового рівня.

Унаслідок ефектів війни інфляція перевищить 30% цього року, але в наступні роки сповільниться, хоча і залишатиметься вище цілі НБУ в 5%

Війна призвела до порушення ланцюгів постачання, скорочення пропозиції окремих товарів, збільшення витрат бізнесу, фізичного руйнування виробничих потужностей та інфраструктури, а також тимчасової окупації окремих територій. Збереження високих цін на енергоносії та рекордні рівні інфляції в країнах-партнерах також значно посилювали ціновий тиск в Україні. Суттєво зросли й інфляційні очікування бізнесу та домогосподарств. На практиці це відобразилося в погіршенні строкової структури депозитів у банківській системі та збільшенні витрат на окремі товари довгострокового користування, переважно імпортовані. У результаті впродовж останніх місяців інфляція зростала високими темпами та сягнула 21.5% р/р у червні.

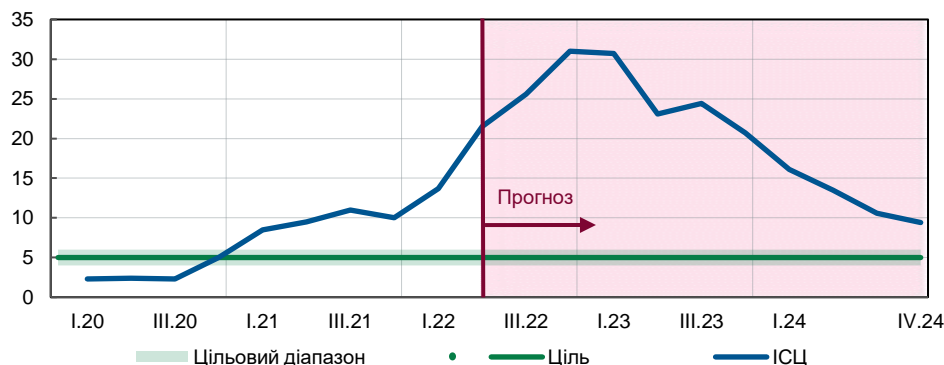
Ключовими важелями в стримуванні інфляції залишалися адміністративні заходи НБУ та Уряду України, передусім фіксація курсу гривні та тарифів на газ і тепло. Стримуючий ефект на ціни мали також налагодження поставок продукції через західні кордони та сформована внаслідок блокади морських портів надлишкова пропозиція сільськогосподарської сировини.

Шоки пропозиції в умовах повномасштабної війни і надалі матимуть значний вплив на цінову динаміку. У найближчі місяці й надалі є висока ймовірність подальших терористичних атак росії на об'єкти інфраструктури та виробничі потужності в містах України, що підриватиме логістику, підвищуватиме ризики бізнесу та розхитуватиме очікування. Зберігатимуться також високі світові ціни на енергоносії, насамперед на газ. Незважаючи на жорсткі монетарні умови внаслідок процентної політики НБУ, валютних інтервенцій і валютних обмежень, інфляція все ж зростатиме і наприкінці року дещо перевищить 30%.

З початку 2023 року припускається зниження безпекових ризиків, що зумовлюватиме відновлення логістики та можливості росту врожаїв сільськогосподарських культур. Такий розвиток подій позитивно позначиться на очікуваннях, а також безпосередньо послабить проінфляційний ефект шоків з боку пропозиції. Також зниженню інфляції в Україні сприятимуть поступове вщухання світової інфляції та подальші жорсткі монетарні умови внаслідок політик НБУ. Споживчий та інвестиційний попит ще досить

тривалий час залишатиметься стриманим, що також сприятиме сповільненню інфляції. Натомість збереження на високих рівнях цін на енергоносії заважатиме суттєвішому зниженню інфляції та вимагатиме перегляду тарифів на ЖКП для зниження квазі-фіскальних дисбалансів. Ураховуючи наслідки війни та значний внесок від підвищення адміністративних цін, інфляція у 2023 році знизиться до 20.7%, а в 2024 – до 9.4%. Її повернення до цілі 5% передбачається в 2025 році.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Економіка України скоротиться на третину у 2022 році та лише частково нівелює втрати у 2023–2024 роках

Повномасштабний напад росії призвів до різкого зниження економічної активності в Україні. На початку війни третина підприємств зупинила діяльність. Причини цього – фізичні руйнування та тимчасова окупація низки територій кількох областей, високий рівень невизначеності та ризиків, розірвання логістичних і виробничих зв'язків, вимушена масова міграція населення. У результаті в березні ВВП стрімко впав, що зумовило його зниження за підсумками I кварталу на 15.1% р/р відповідно до оперативної оцінки ДССУ. З квітня економічна активність почала поживлятися, бізнес та населення поволі адаптувалися до нових умов діяльності. Цьому сприяло також звільнення північних областей та зменшення кількості регіонів з активними бойовими діями. За оперативними опитуваннями НБУ, наприкінці весни не працювало лише 14% підприємств. Утім, завантаженість потужностей працюючого бізнесу залишалася значно нижчою довоєнного рівня. У результаті за підсумками II кварталу, за оцінками НБУ, падіння економіки було близьким до 40% р/р.

Бойові дії на сході та півдні, руйнування інфраструктури в інших регіонах, блокада морських портів і низький попит у більшості секторів стримуватимуть відновлення економіки й у наступні місяці. Значний внесок у падіння ВВП матимуть зниження активності в сільському господарстві через тимчасову окупацію та мінування земель, втрату техніки та елеваторів, а також подекуди несвоєчасне і недостатнє оброблення земель добривами і засобами захисту рослин. У результаті цього року економіка скоротиться на третину.

У наступні роки очікується помірне відновлення споживчого попиту, налагодження технологічних та логістичних процесів, поживлення інвестиційної діяльності, у тому числі завдяки перспективам євроінтеграції України. Утім, ураховуючи значні втрати виробничого та людського потенціалу, а також усе ще високі безпекові ризики, темпи відновлення економіки України у 2023–2024 роках становитимуть близько 5–6% на рік.

Цього року міжнародна допомога сприяла формуванню тимчасового профіциту поточного рахунку, утім надалі його сальдо повернеться до від'ємних значень через високі потреби економіки в імпорті, у тому числі для відновлення

Обсяги зовнішньої торгівлі України різко знизилися на початку російського вторгнення, утім поступово відновлювалися в наступні місяці. Порівняно з показниками березня–квітня імпорт зростав швидше, ніж експорт, завдяки меншій залежності від заблокованих морських шляхів, відновленню внутрішнього попиту та розширенню переліку товарів критичного імпорту. У результаті розширювався дефіцит зовнішньої

торгівлі. Масштабна міграція зумовила збільшення витрат громадян за кордоном. Однак ці фактори компенсувалися міжнародною допомогою, у тому числі грантами (поточні трансферти за методологією платіжного балансу), стійкими переказами трудових мігрантів, а також скороченням реінвестованих доходів. У результаті поточний рахунок за підсумками січня – травня залишався профіцитним, хоча загальне сальдо платіжного балансу було від'ємним унаслідок утечі капіталу, зокрема через зняття готівки з карток в інших країнах.

Надалі поточний рахунок повернеться до дефіциту через високі потреби економіки в імпорті, зокрема для відновлення. Це компенсується значними обсягами міжнародної допомоги та поступовим скороченням відпливу приватного капіталу. У результаті міжнародні резерви утримуватимуться на рівні вище 20 млрд дол. США наступного року та зростуть до 29 млрд дол. США у 2024 році.

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

На початку широкомасштабної війни НБУ зафіксував офіційний курс гривні, щоб утримати очікування бізнесу та населення під контролем, а також зберігав облікову ставку незмінною на рівні 10%, урахувавши малоефективність трансмісійного механізму в умовах психологічного шоку економічних агентів. Фіксований курс та валютні інтервенції НБУ стали ключовими інструментами забезпечення макрофінансової стабільності. Утім, в міру адаптації економіки до війни та повернення громадян і бізнесу до економічної логіки ухвалення рішень в червні НБУ повернувся до проведення активної монетарної політики та підвищив облікову ставку на 15 в.п. до 25%. Метою такого кроку був захист гривневих доходів та заощаджень громадян, збільшення привабливості гривневих активів, зниження тиску на валютному ринку і в результаті посилення спроможності НБУ забезпечувати курсову стабільність і стримувати інфляційні процеси під час війни.

Червнєве підвищення облікової ставки вже почало відобразитися в збільшенні ставок за депозитами та ОВДП, утім повільно, тоді як тиск на валютному ринку стрімко посилювався, зокрема через помітне нарощування імпорту та високий попит на готівкову валюту. Ураховуючи це, у липні Національний банк зберіг облікову ставку на рівні 25%, що забезпечить подальше зростання гривневих ставок, а також зафіксував курс гривні до долара США на новому рівні, щоб підтримати українських виробників, знизити попит на валюту, і, відповідно, збалансувати валютний ринок. Такі кроки дадуть змогу підтримувати достатній рівень міжнародних резервів і відповідно забезпечувати макрофінансову стабільність.

Новий рівень курсу і надалі слугуватиме якорем для економіки в умовах невизначеності. Його фіксація, як і раніше, дасть змогу НБУ зберегти контроль за динамікою інфляції, а також підтримувати безперебійну роботу фінансової системи. Цьому також сприятиме політика дорогих грошей. Так, базовий сценарій макроекономічного прогнозу передбачає збереження облікової ставки на рівні 25% щонайменше до другого кварталу 2024 року.

Ключовими ризиками для реалізації базового сценарію прогнозу є триваліший термін визвольної війни проти російських загарбників та недостатність заходів економічної політики для макрофінансової стабілізації

Реалізація цих ризиків затримає процес економічного відновлення та повернення інфляції до цілі. При цьому навіть більшу загрозу несе розбалансування державних фінансів, зокрема внаслідок відсутності чи недостатності заходів, спрямованих на фіскальну консолідацію та активізацію ринкових механізмів фінансування бюджетного дефіциту. Це може створити суттєві загрози для макрофінансової стабільності, у тому числі через втрату контролю над інфляційними процесами.

Для прогнозу актуальними є також інші ризики, зокрема:

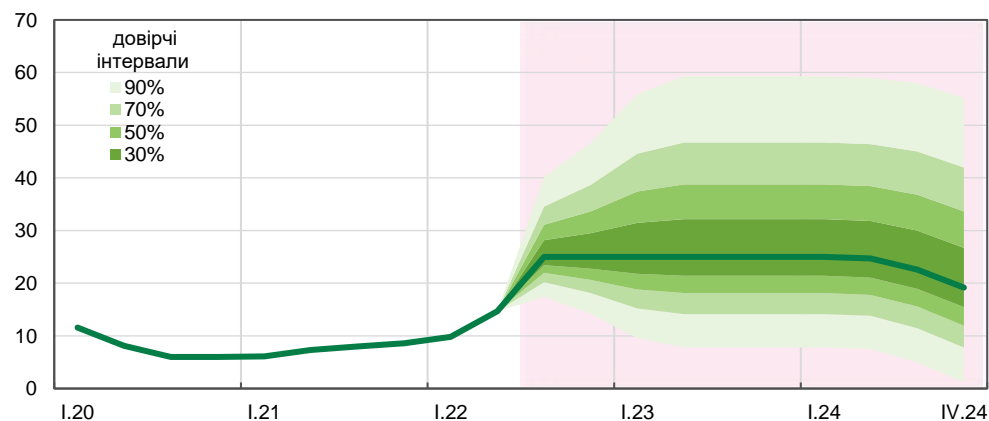
- посилена еміграція, що загрожуватиме скороченням робочої сили та довгостроковими негативними ефектами на ринок праці та економічне зростання після війни;
- рецесія світової економіки, що призведе до падіння цін на світових сировинних ринках і відповідного зниження експортних надходжень із подальшим посиленням тиску на обмінний курс гривні та споживчі ціни.

У разі реалізації таких ризиків Національний банк буде готовий підвищити ключову ставку та застосувати інші заходи для збереження стабільності грошово-кредитної сфери та керованості інфляційними процесами.

Натомість швидке затвердження і початок реалізації плану відновлення для України з відповідним припливом іноземних інвестицій та значними обсягами фінансування проектів відновлення країни може суттєво пришвидшити економічне зростання та повернення інфляції до цілі порівняно з базовим сценарієм прогнозу Національного банку.

Загалом, баланс ризиків для своїх прогнозів інфляції та облікової ставки НБУ оцінює як зміщений вгору. Крім того, порівняно з довоєнними прогнозами поточні оцінки мають набагато вищий рівень невизначеності.

Графік 2. Облікова ставка НБУ, середня, %

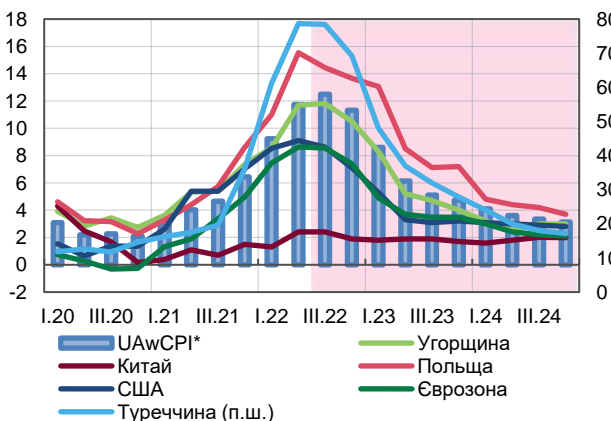


Джерело: розрахунки НБУ.

Частина 1. Зовнішнє середовище

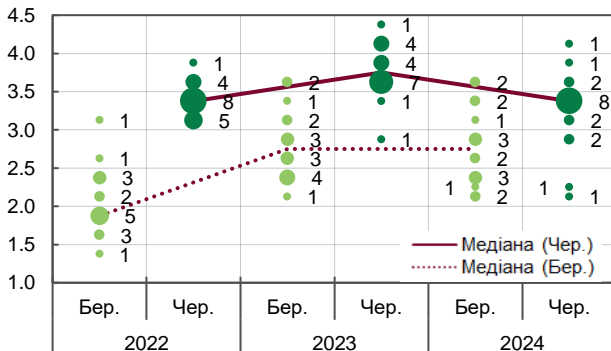
- Глобальна інфляція дедалі зростала через триваючий шок на енергетичних та інших сировинних ринках, спричинений вторгненням росії в Україну та порушенням ланцюгів постачання на тлі чергової хвилі пандемії в Китаї. Подолання високого інфляційного тиску вимагатиме жорсткіших фінансових умов в усьому світі.
- Унаслідок цього, а також повільного налагодження логістики та слабкого поживлення світової торгівлі зростання глобального ВВП залишатиметься млявим.
- Мляве зростання світової економіки зумовлюватиме низхідний тиск на ціни на світових товарних ринках, який, втім, залишатиметься помірним через обмежене зростання пропозиції.

Графік 1.1. UAaCPI та споживча інфляція окремих країн – ОТП України на кінець періоду, % р/р



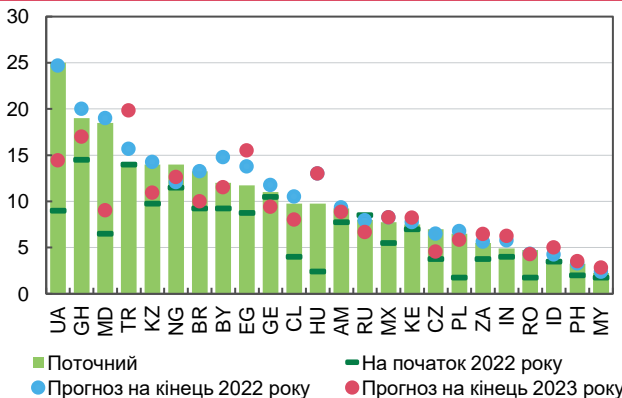
*у середньому за квартал
Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Графік 1.2. Кількість учасників FOMC, що очікують відповідну ставку*



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

Графік 1.3. Ключові процентні ставки в окремих країнах ЄМ, %



Джерело: офіційні сторінки центральних банків, Focus Economics, Trading Economics, станом на 22.07.22.

Подолання високої інфляції вимагатиме від центральних банків жорсткішої монетарної політики

Глобальна інфляція дедалі зростала: інфляційний тиск, спричинений післяковідним відновленням в умовах збереження перебоїв у ланцюгах постачання, був подовжений шоками від вторгнення росії в Україну та чергової хвилі пандемії в Китаї. Останні переважно проявилися через зростання світових цін на енергоносії та продовольство. Причому подорожчання енергоносіїв становило майже половину 12-місячного зростання інфляції в розвинутих країнах, тоді як основний внесок в інфляцію країн ЄМ забезпечило зростання цін на продукти харчування, у тому числі через більшу вразливість продовольчих систем цих країн до наслідків агресії росії проти України. Базова інфляція у світі також зростала. Світова інфляція залишатиметься високою до кінця цього року і надалі знижуватиметься з огляду на жорсткішу монетарну політику більшості центральних банків. Такі заходи та поступове зниження світових цін на сировинних ринках зумовлять послаблення глобального інфляційного тиску.

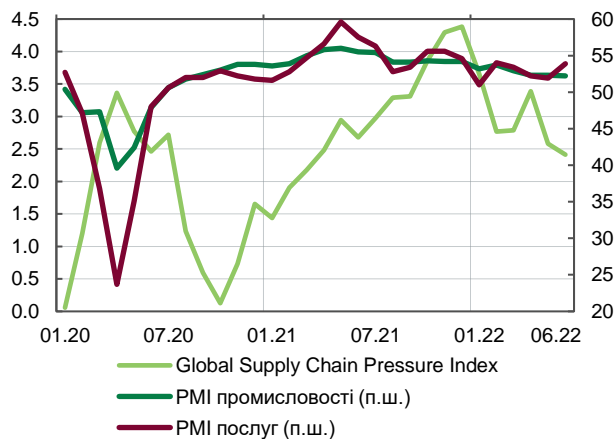
Інфляція у США суттєво перевищує довгострокову ціль, сягнувши максимального рівня за останні більше, ніж 40 років. ФРС пришвидшила підвищення своєї ставки та продовжить активну монетарну політику для надійного закорення довгострокових інфляційних очікувань. Додатково буде скорочення активів ФРС.

Інфляція в Єврозоні зросла до максимального рівня за всю історію об'єднання як через подорожчання енергоносіїв, так і продуктів харчування. Незважаючи на поступове уповільнення, інфляція залишатиметься вище цільового рівня і протягом наступного року. З метою її стримування ЄЦБ припинив чистий викуп активів у межах програми APP та розпочав цикл підвищення базової ставки, починаючи з липня поточного року.

Інфляційний тиск у країнах ЄМ також суттєво посилюється, що спонукало їх центральні банки пришвидшити підвищення процентних ставок. Винятком залишаються центральні банки Туреччини, росії та Китаю, які намагаються стимулювати економіку.

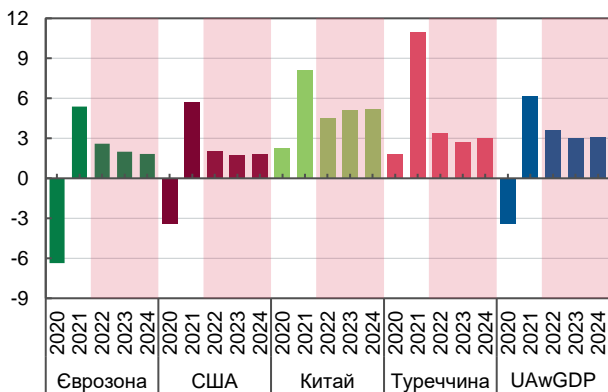
У міру підвищення ЦБ процентних ставок і сигналів про подальше їх зростання, суттєво зросла дохідність суверенних облігацій. Побоювання щодо стійкого високого рівня інфляції та пов'язаного з цим посилення монетарної політики в різних країнах, наслідків вторгнення росії в Україну та карантину в Китаї негативно вплинули на ціни ризикових активів. Найбільше зниження

Графік 1.4. Глобальний PMI та Глобальний індекс тиску порушення ланцюгів постачання



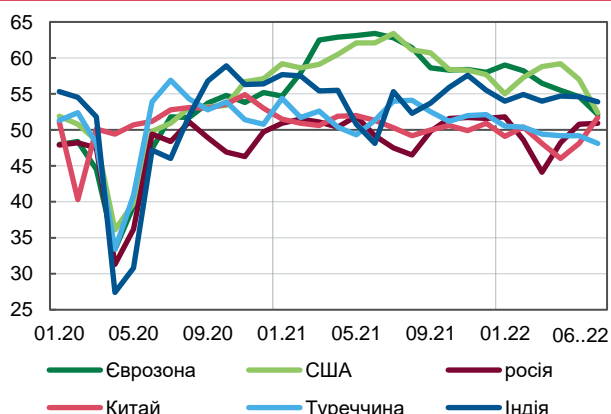
Джерело: J.P.Morgan, S&P Global, FRB of New York.

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



Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Графік 1.6. PMI обробної промисловості окремих країн



Джерело: IHS Markit.

було в країнах Єврозони та ЦСЄ, ураховуючи їх торговельні та фінансові зв'язки з росією та Україною.

Очікується, що країни ЕМ і надалі підвищуватимуть процентні ставки для стримування інфляційного тиску та підтримки фінансової конкурентоспроможності з розвинутими країнами.

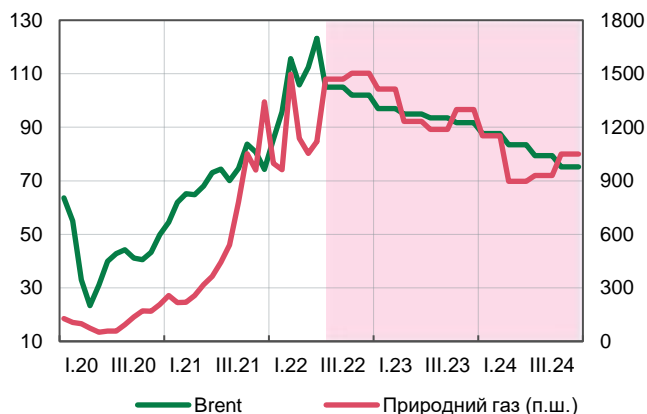
Зростання світової економіки буде стриманим через посилення фінансових умов, повільне налагодження ланцюгів постачання та слабшу світову торгівлю

Темпи [глобального економічного зростання](#) залишаються слабкими. Головні причини цього – порушені ланцюги постачання, підвищений інфляційний тиск, війна в Україні та слабкість виробництва в Китаї. Незважаючи на певне налагодження [глобальної логістики](#), нестача засобів для [транспортування](#) зросла до рекордного рівня, а [індекс контейнерних перевезень](#) залишився нижче свого тренду, передусім через постійні затримки в портах. Брак виробничих ресурсів і високий інфляційний тиск стримували світову торгівлю товарами. Очікується, що [її обсяги](#) зростуть на 3% р/р у 2022 році (порівняно з раніше прогнозованими 4.7% р/р) та на 3.4% р/р у 2023 році. Через слабше зростання світової торгівлі, порушення в ланцюгах постачання (які, попри пом'якшення, ймовірно затягнуться до 2023 року) та посилення фінансових умов темпи зростання як розвинутих країн, так і країн ЕМ сповільнюватимуться.

Економіка США зростала передусім [завдяки стрімкому відновленню споживання](#). Безробіття наблизилося до 50-річного мінімуму, а кількість вакансій була на історичному максимумі, що прискорювало зростання заробітних плат. Однак з'явилися ознаки уповільнення економіки: послаблюється зростання інвестицій, а активність [у житловому секторі знижується](#) через підвищення іпотечних ставок. Подорожчання сировини та проблеми в ланцюгах постачання матимуть стримуючий вплив на економіку США ще до кінця 2023 року, хоча дія цих чинників послаблюватиметься. Додатковий стримуючий ефект матиме посилення монетарної політики ФРС.

Економічна активність в Єврозоні послабилася, насамперед у виробничому секторі, через геополітичну невизначеність, затримки в постачанні і дорогі енергоносії. За цих умов оголошене підвищення процентних ставок ЄЦБ посилює негативні очікування щодо можливої рецесії в Єврозоні та спричинило стрімку девальвацію євро до рівня доларового паритету. Водночас сектор послуг підтримував зростання. Очікується, що відновлення в цьому секторі пришвидшиться завдяки зняттю карантинних обмежень, а сильний ринок праці підтримуватиме споживання. [Додатний розрив випуску](#) в поточному році скоротиться через негативний вплив на світові ринки війни в Україні, хоча загалом реальний ВВП перевищить доковідний рівень уже в середині 2022 року. У подальшому перешкоди, пов'язані з високою вартістю енергії, погіршенням умов торгівлі, більшою невизначеністю і негативним впливом високої інфляції на доходи, поступово зникнуть.

Графік 1.7. Світові ціни на нафту марки Brent (дол./бар.) та ціни на природний газ на нідерландському ринку, TTF (дол./тис. м³)



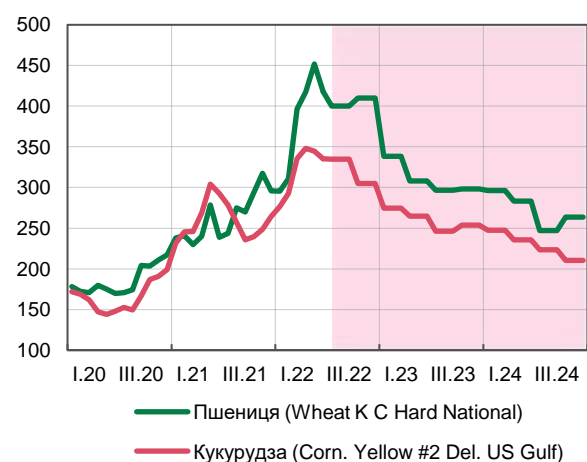
Джерело: Refinitiv, прогноз НБУ.

Графік 1.8. Світові ціни сталь та залізну руду*, дол./т



* Steel Billet Exp FOB Ukraine та China import Iron Ore Fines 62% FE spot (CFR Tianjin port).
Steel Billet Exp FOB Ukraine з 24 лютого 2022 року – розрахунки НБУ на основі ціни на імпортовану сталь Туреччиною.
Джерело: Refinitiv, прогноз НБУ.

Графік 1.9. Світові ціни зернові, дол./т



Джерело: Refinitiv, прогноз НБУ.

Війна в Україні та карантин у Китаї позначилися й на економіці країн ЄМ, зокрема ЦСЄ. Так, економічне зростання країн ЦСЄ пригальмовує, відображаючи низькі реальні доходи, погіршення ділової довіри, перебої в ланцюгах постачання, пришвидшення інфляції. Хоча рівень безробіття знизився, а попит на робочу силу зростає, високі виробничі витрати обмежують можливості підвищення заробітних плат. Крім того, негативні ділові настрої призведуть до падіння приватних інвестицій. Запаси незавершеної продукції залишатимуться значними через логістичні проблеми, а, відповідно, експорт низьким до середини 2023 року. У міру деескалації війни в Україні і налагодження глобальної логістики відновиться зростання споживання та інвестицій. Крім того, зростання підтримуватимуть державні інвестиції за рахунок коштів ЄС. У свою чергу, економічне зростання Китаю, попри значну державну підтримку, також сповільниться через звуження зовнішнього попиту та наявні внутрішні дисбаланси.

Мляве зростання світової економіки зумовлюватиме низхідний тиск на ціни, який, втім, залишатиметься помірним через обмежене зростання пропозиції

Світові ринки на нафту та природний газ у Європі в II кварталі 2022 року зіткнулися із суттєвим обмеженням пропозиції, що утримувало ціни на них на високих, а подекуди і рекордних, рівнях. Волатильність цін підсилювалася низьким рівнем запасів, що робило їх чутливими до змін пропозиції та попиту на ринку. Очікується, що ціни на нафту поволі знижуватимуться. Санкції проти російської нафти, які обмежили її доступ на європейський ринок, дедалі переорієнтують її на ринок Азії, що дасть змогу останнім купувати її за зниженими цінами та повністю задовольнити свій попит (Китай є одним зі світових лідерів – імпортерів нафти). Нарощування видобування країнами ОПЕК+ і США також допоможе збалансувати зростаючий попит. Натомість ціни на природний газ у Європі, попри суттєвіший імпорт СПГ зі США, залишатимуться високими через політичний тиск з боку росії.

Світові ринки сталі та залізної руди після тимчасового шоку, зумовленого вторгненням росії в Україну, переважно знижувалися. Це зумовлювалося слабкою діловою активністю у більшості регіонів та значними складськими запасами у світі на тлі надмірної пропозиції. Дія цих факторів зберігатиметься й на прогнозованому горизонті, унаслідок чого ціни на сталь і руду далі знижуватимуться.

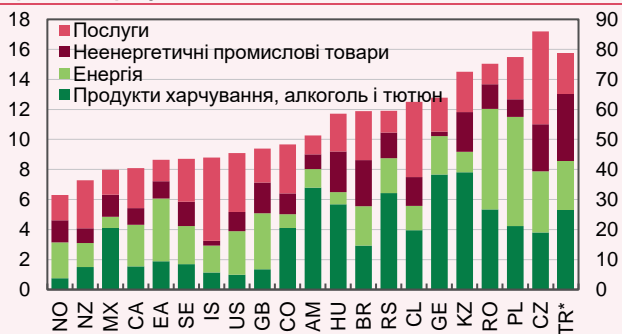
Російська агресія найсуттєвіше вплинула на ринки зернових через обмеження експортних можливостей та площ посівів в Україні. У результаті світові ціни на пшеницю та кукурудзу злетіли до рекордних рівнів і дещо скоригувалися лише з початком збору нового врожаю в країнах Північної півкулі. Очікується, що, попри коригування, вони залишатимуться близькими до поточних рівнів до кінця 2022 року. 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.

Вставка 1. Розбалансування інфляційних очікувань в умовах дії шоків пропозиції: чи є простір для зволікання рішень із монетарної політики?

Від початку пандемії прогнози динаміки споживчих цін у багатьох країнах неодноразово змінювалися. Спочатку ЦБ світу побоювалися дефляції через падіння попиту і переважно не квапилися з монетарною реакцією на зростання цін. Навпаки – безпрецедентно нарощувалося монетарне та фінансове стимулювання. Вважалося, що інфляційний сплеск спровокований передусім тимчасовими шоками пропозиції, які здебільшого перебувають поза межами ефективного впливу з боку монетарної політики. Утім, пришвидшення інфляції в усьому світі виявилось рекордним за кілька десятиріч і для більшості ЦБ – неочікувано стійким. Якою б не була початкова природа інфляційного сплеску, у разі розбалансування інфляційних очікувань він може спровокувати неконтрольоване розгортання інфляційної спіралі. Це, зрештою, негативно позначиться на фінансовій стабільності та економічному розвитку. Тому ризики розбалансування інфляційних очікувань викликають все більше занепокоєння ЦБ. Із моменту запровадження інфляційного таргетування НБУ вдалося суттєво поліпшити заякореність інфляційних очікувань. Однак пришвидшення інфляції наприкінці 2021 року в умовах посилення геополітичного тиску та подальше вторгнення росії призвело до суттєвого їх погіршення. Для утримання їх під контролем НБУ посилив процентну політику та вживає заходів щодо стабілізації валютного курсу.

Останні 18 місяців інфляція суттєво пришвидшувалася в усьому світі. Така динаміка зумовлювалася передусім розривами ланцюгів постачання та стрімким зростанням цін на сировинні товари, у т. ч. через безпрецедентні за масштабами фінансові та монетарні стимули. Ці шоки підживлювалися політикою "нульової толерантності" до Covid-19 в Китаї та значно посилювалися із вторгненням росії в Україну. Подорожчання продовольства та енергії особливо позначилося на інфляції в тих країнах, де частка цих товарів у споживчому кошику досягає 40–50%. За підрахунками [Moody's Analytics](#), у травні інфляція в країнах ЕМ досягла 25.1% р/р – найвищого рівня з 2008 року. У розвинутих країнах зростання цін також пришвидшилося до рекордного з 1982 року рівня.

Графік 1. Внески компонент у річну зміну ІСЦ окремих країн у червні 2022 року, в.п.



* Туреччина – права шкала.

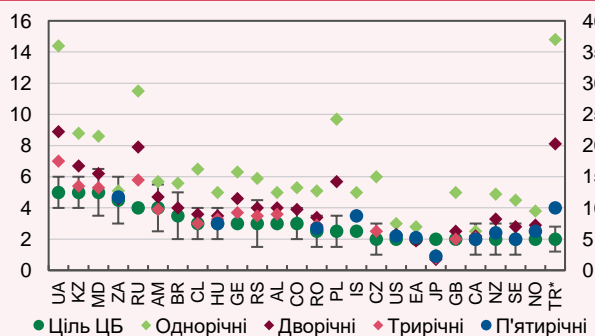
Джерело: ОЕСР, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Триваліше та сильніше, ніж очікувалося, зростання цін посилює ризики розгортання інфляційної спіралі. Зазвичай шоки пропозиції мають тимчасовий вплив на інфляцію та не потребують різкої реакції з боку монетарної політики. Утім, це лише за умови, що інфляційні очікування (ІО) економічних агентів залишаються добре заякореними на цілі ЦБ. Водночас тривале та суттєве зростання цін може негативно позначитися на ІО ([Bracha і Tang, 2019](#), [Galati та ін., 2022](#)). В умовах високої інфляції споживачі стають чутливішими до новин, що підвищує їх схильність змінювати коротко- і довгострокові ІО ([Bracha і Tang, 2022](#)), особливо в країнах з негативним досвідом інфляційних сплесків ([Cavallo та](#)

[ін., 2017](#), [Coibion та ін., 2020](#), [Ha та ін., 2022](#)). У результаті працівники вимагають швидшого підвищення заробітної плати для компенсації падіння реальних доходів і починають більше витратити заощадження, щоб уникнути їх знецінення. Банки закладають вищу інфляційну премію в ставки за кредитами. Виробники, які очікують підвищення заробітних плат, вартості обслуговування кредитів, зростання цін на сировину та обладнання, також схильні підвищувати ціни на свою продукцію, щоб компенсувати майбутні збитки. У підсумку, за відсутності належної реакції монетарної політики, зростає ризик розгортання чергового кола спіралі і відповідно ще вищої інфляції.

У країнах з ІТ-режимом спостерігається помітне погіршення короткострокових ІО, але довгострокові очікування все ще залишаються доволі заякореними. У більшості країн на наступні 12 місяців аналітики прогнозують інфляцію майже вдвічі вищу за ціль ЦБ. Водночас за два десятиліття низької інфляції, у тому числі завдяки запровадженню в країнах режиму ІТ, ефект перенесення погіршення короткострокових ІО на середньо- та довгострокові суттєво знизився ([Yetman, 2020](#)). Тож на сьогодні у більш як 70% країн прогнози інфляції на наступні два роки залишаються близькими до цільового діапазону ЦБ (або ж відхиляються від цілі на менш ніж 1 в. п. у випадку країн, що його не мають).

Графік 2. Інфляційна ціль ЦБ та ІО фінансових аналітиків у окремих країнах за горизонтом прогнозу, в.п.



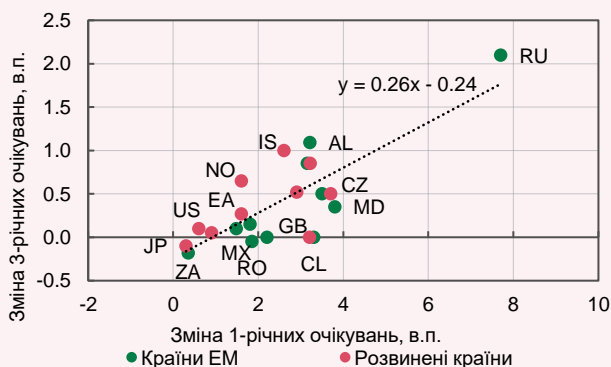
* Туреччина – права шкала.

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

Водночас ризик розбалансування середньо- та довгострокових ІО посилюється. Поточні цінові

тенденції та короткострокові ІО все ж мають вплив на формування довгострокових прогнозів фінансових аналітиків² щодо інфляції, хоча ті передусім і орієнтуються на ціль ЦБ (Vincent-Humphreys та ін., 2019). Навіть у розвинених країнах стійкі відхилення від цілі, насамперед у додатний бік, статистично значимо впливали на середньо та довгострокові ІО (Moessner і Takats, 2020). На сьогодні лише в небагатьох країнах середньострокові ІО повністю збігаються з ціллю ЦБ – здебільшого вони її перевищують. Це може свідчити про посилення ризиків розбалансування довгострокових ІО фінансових аналітиків, і тим більше – ІО населення та фірм (Coibion та ін., 2020, Galati та ін., 2022).

Графік 3. Зміна одно- та трирічних* ІО фінансових аналітиків в окремих країнах порівняно з ІВ кварталом 2019 року, в.п.



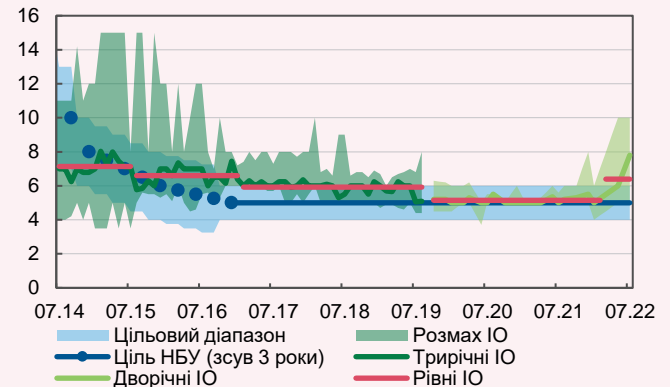
* Для країн, що мають лише дво- та п'ятирічні ІО, трирічні ІО розраховані за допомогою моделі Nelson-Siegel (1987). Джерело: офіційні сторінки центральних банків, Focus Economics, Consensus Economics, розрахунки НБУ.

Ризики розбалансування ІО викликають все більше занепокоєння ЦБ як у країнах ЕМ (зокрема, Бразилії, Чилі, Угорщини, Мексики), так і розвинених країнах (ФРС, ЄЦБ, Банк Англії) та спонукають їх до прискореного посилення процентної політики (детальніше в розділі "Зовнішнє середовище" на стор. 8). Крім того, все більше представників ЦБ і експертів визнають, що ЦБ суттєво помилилися в своїх оцінках потужності і тривалості інфляційних сплесків і відповідно – щодо початкової реакції на них своїми монетарними інструментами. Наразі риторика ЦБ суттєво змінюється – вони висловлюють рішучість зробити все що потрібно для повернення інфляції до цілі. Є також й інший приклад – Туреччини, який яскраво демонструє те, що брак належної реакції з боку монетарної політики на високу інфляцію призводить до зростання ІО на п'ятирічному періоді до рівня, удвічі вищого від цілі ЦБ.

НБУ з моменту запровадження ІТ суттєво поліпшив заякореність ІО. Прозора та передбачувана монетарна політика позитивно позначилася як на коротко-, так і на середньострокових ІО. Так, ІО банків, підприємств та фінансових аналітиків у 2020 році упритул наблизилися до цільового діапазону НБУ (5% ± 1 в.п.). Суттєво знизилася волатильність ІО, їх розмах та чутливість до ретроспективної цінової динаміки. Економічні агенти під

час формування своїх ІО більшою мірою стали звертати увагу на прогноз НБУ. Найбільш заякореними навколо інфляційної цілі та прогнозів НБУ є ІО фінансових аналітиків, найбільш волатильними та зміщеними вгору – домогосподарств. Це є доволі поширеним явищем навіть у країнах з довгою історією інфляційного таргетування (Adeney та ін., 2017, Coibion та ін., 2020). До останнього часу середньострокові ІО аналітиків перебували в межах цільового діапазону НБУ.

Графік 4. Інфляційна ціль НБУ, середньострокові ІО фінансових аналітиків, їх рівні та розмах*, %



* Медіанне значення. Оцінку рівнів ІО здійснено на основі методології Bai і Perron (2003). Джерело: НБУ.

Пришвидшення інфляції в другому півріччі 2021 року негативно позначилося на ІО, а після вторгнення росії їх розбалансування посилюється. Зростаюча інфляція та посилення ризиків наприкінці 2021 року в умовах високої геополітичної напруги спричинили підвищення середнього рівня ІО, їх волатильності та адаптивності. Короткострокові ІО банків та фінансових аналітиків зросли і наблизилися до 20%. Такий рівень ІО в цілому відповідає квітневим оцінкам НБУ, водночас є нижчим від оновленого у липні прогнозу інфляції на кінець року. Погіршення середньострокових ІО фінансових аналітиків залишається помірним (12% та 7.8% р/р на кінець 2023 року та 2024 року відповідно). Водночас результати тесту згідно з методологією Bai і Perron (2003) засвідчили структурний зсув вгору медіани розподілу таких ІО.

Тому НБУ приділяє значну увагу та вживає заходів щодо утримання під контролем ІО попри "шоки пропозиції". З метою збереження макроекономічної стабільності, заспокоєння очікувань та недопущення розкручування інфляційної спіралі НБУ ще на початку вторгнення вимушено змінив підходи до здійснення монетарної політики, зафіксувавши обмінний курс гривні до долара США та запровадивши низку адміністративних обмежень на валютні операції та рух капіталу. Попри те, що за поточних умов обмінний курс і надалі відіграє важливу роль якоря для очікувань, НБУ вживає й інших заходів для запобігання подальшому погіршенню ІО. Зокрема в червні він повернувся до активної процентної політики.

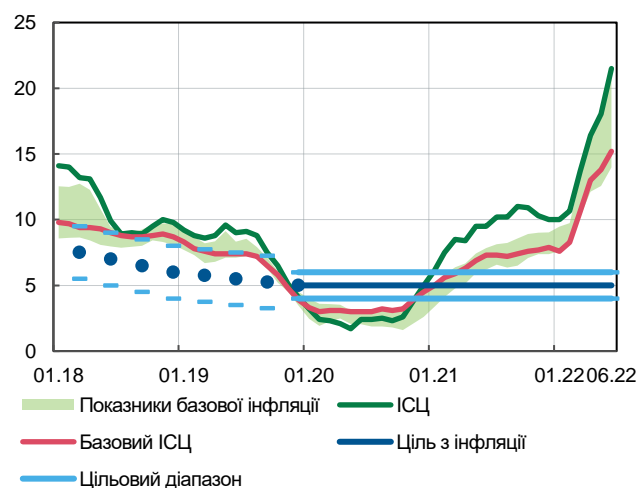
² Згідно з дослідженням Adeney та ін. (2017), у розвинених країнах очікування професійних прогнозистів є найменш зміщеними та мають найнижчу середньоквадратичну похибку (RMSE), тому є надійнішими для визначення заякореності очікувань.

Частина 2. Економіка України

2.1. Інфляційний розвиток

- Чинники пропозиції, пов'язані з війною, зокрема порушення виробничих і логістичних процесів, руйнування активів, окупація територій, та високі світові ціни на енергоносії зумовлюють пришвидшення інфляції, а також на тлі значних обсягів емісійного фінансування дефіциту бюджету – подальше розбалансування очікувань.
- Стримують інфляційні процеси значне падіння попиту, фіксований обмінний курс гривні та мораторій на підвищення цін на комунальні послуги. Проте на прогнозованому горизонті ці чинники здебільшого перетворюються на проінфляційні.
- Однак з наступного року інфляція поступово сповільнюватиметься завдяки зниженню безпекових ризиків, що зумовлюватиме відновлення логістики та збільшення врожаїв сільськогосподарських культур, а також вщуханню світової інфляції, жорсткій монетарній політиці та стабілізації інфляційних очікувань. Проте з огляду на значний внесок адміністративної складової через коригування окремих тарифів на ЖКП інфляція перебуватиме вище цілі на прогнозованому горизонті та повернеться до неї лише у 2025 році.

Графік 2.1.1. Основний інфляційний тренд*, % р/р



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

Споживча інфляція стрімко пришвидшилася з початком війни, передусім унаслідок дії чинників пропозиції

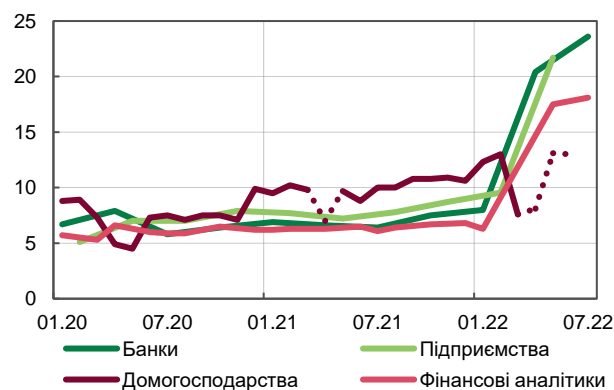
Інфляційний тиск почав посилюватися ще до повномасштабних військових дій на тлі високих зовнішніх цін на енергетичні та інші сировинні товари, а також негативні очікування напередодні вторгнення. З вторгненням росії в Україну наприкінці лютого зростання цін на більшість товарів і послуг пришвидшилося унаслідок порушення ланцюгів постачання, знищення активів підприємств, зростання витрат бізнесу, а також нерівномірний попит населення. Посилився тиск й від загальносвітових інфляційних процесів.

Фактична споживча інфляція у червні 2022 року досягла 21.5% р/р, значно відхилившись від цілі (детальніше – у вставці "Чинники відхилення інфляції від цілі" на стор. 18).

Водночас інфляція стримувалася значним падінням попиту, ефектами від фіксації обмінного курсу гривні та мораторію на підвищення цін на комунальні послуги. Перші два чинники насамперед обмежували посилення фундаментального інфляційного тиску, тоді як останній проявився у помірних темпах зростання адміністративно регульованих цін.

Фіксований курс гривні не лише напряму гальмував зростання собівартості товарів та послуг, зокрема через імпортні складові, а й стримував розбалансування інфляційних і курсових очікувань громадян і бізнесу. Збереження незмінних тарифів на ЖКП також стримувало погіршення інфляційних очікувань. Так, попри те, що інфляційні очікування усіх респондентів на наступні 12 місяців погіршувалися, вони залишалися близькими до поточних рівнів інфляції, а інфляційні очікування домогосподарств були навіть нижчими³. Утім, очікування надалі погіршуються, реагуючи передусім на подорожчання товарів, що слугують найбільш репрезентативними ціновими орієнтирами для респондентів (окремі продовольчі товари, паливо), а

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



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

³ На показники інфляційних очікувань домогосподарств могла вплинути зміна методу опитування з особистого на телефонне інтерв'ю. Подібне спостерігалось і в попередні роки під час жорстких локдаунів.

Графік 2.1.3. ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.4. Внески в річну зміну ІСЦ на кінець періоду за компонентами, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.5. Ціни на сирих продовольчих товари, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

тривала дія таких чинників може зумовити серйозне розбалансування інфляційних очікувань на прогнозованому горизонті. Так, інфляційні очікування банків через три роки, а також фінансових аналітиків через два роки погіршилися та перевищують ціль НБУ з інфляції. Також на інфляційних очікуваннях негативно позначаються значні обсяги монетарного фінансування дефіциту бюджету.

Інфляція почне знижуватися наступного року завдяки налагодженню виробництва і логістики, вщуханню світової інфляції, жорсткій монетарній політиці та стабілізації інфляційних очікувань

У короткостроковій перспективі інфляція пришвидшиться та досягне 31.0% наприкінці року, адже вплив більшості шоків пропозиції, як внутрішніх (зростання затрат через вимушену перебудову логістичних та технологічних зв'язків, руйнування виробничих потужностей та складських приміщень), так і зовнішніх (високі ціни на енергоносії) зберігатиметься й надалі.

Однак очікуване завершення бойових дій позитивно позначиться на інфляційних очікуваннях економічних суб'єктів у наступному році, а також безпосередньо послабить проінфляційний ефект шоків з боку пропозиції – налагоджуватиметься логістика, знизяться ризики для бізнесу, поступово зростатимуть врожаї. Додатково зниженню інфляції сприятимуть вщухання світової інфляції, а також жорсткі монетарні умови, зумовлені політикою НБУ.

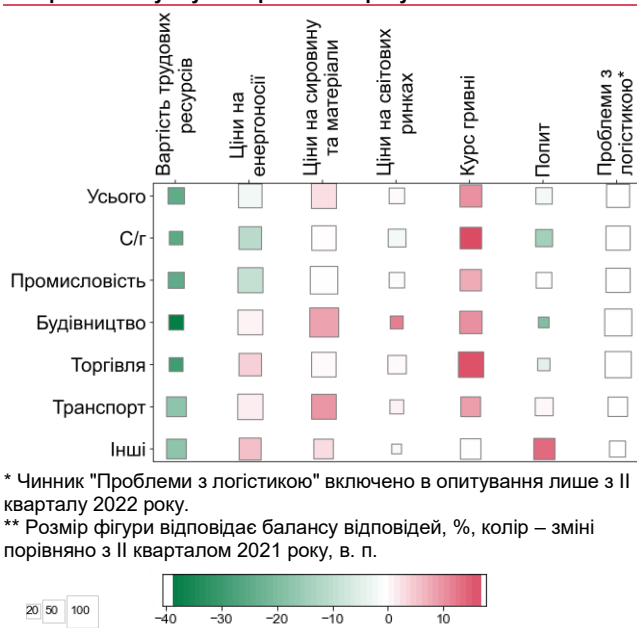
Суттєве скорочення реальних доходів населення, високий рівень безробіття стримуватимуть інфляцію з боку попиту. Незважаючи на значне падіння потенційного ВВП та очікуване відновлення економічної активності, розрив ВВП залишатиметься від'ємним до кінця прогнозованого періоду, що стримуватиме фундаментальний інфляційний тиск.

Швидкій дезінфляції та досягненню цілі на прогнозованому горизонті заважатиме передусім висока вартість енергоносіїв і потреба в приведенні енергетичних тарифів для населення до ринкових рівнів з огляду на потребу мінімізації дисбалансів у державних фінансах. Хоча останнє відбуватиметься в декілька етапів, починаючи з другого півріччя наступного року, з огляду на високі світові ціни на енергоресурси внесок адміністративно регульованої складової в загальну інфляцію стане визначальним та залишиться таким до кінця прогнозованого періоду. Тому прогнозується, що споживча інфляція знизиться лише до 9.4% до кінця 2024 року, а повернення її до цілі відбудеться лише в 2025 році.

Чинники, пов'язані з війною, найсуттєвіше вплинули на вартість продуктів харчування та палива

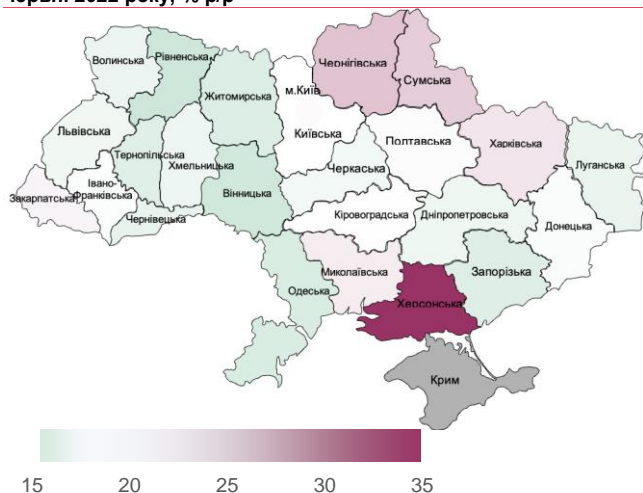
На початку війни вагомими чинниками підвищення цін були локальні перебої з постачанням, а також сплеск попиту в безпечніших регіонах через міграцію населення. У подальшому зростання більшості компонентів інфляції

Графік 2.1.6. Оцінки респондентів щодо найбільш впливових чинників, які зумовили очікування щодо зростання цін на їхні товари та послуги у II кварталі 2022 року**



Джерело: НБУ.

Графік 2.1.7. Споживча інфляція у різних регіонах України у червні 2022 року, % р/р



Графік 2.1.8. Ціни попиту на основні с/г фуражні товари, EXW, експорт, тис. грн/т



зумовлювалося порушенням ланцюгів постачання, збільшенням витрат бізнесу, зокрема на енергоносії, та фізичним знищенням активів підприємств через повномасштабний напад росії на Україну.

Згідно з [результатами опитувань щодо ділових очікувань підприємств](#) у II кварталі 2022 року чинник "проблеми з логістикою" був одним з найвагоміших, що вплинув на зміну відпускних цін (на третьому місці після "цін на енергоносії" та "цін на сировину та матеріали"), а для підприємств торгівлі – найвагомішим. Водночас під впливом негативних тенденцій на ринку праці суттєво зменшився вплив чинника "вартість трудових ресурсів" у всіх видах економічної діяльності.

Стрімко дорожчали фрукти та овочі через брак пропозиції ранньої продукції з тимчасово окупованих південних регіонів України. Відчутніше дорожчали крупи, зокрема гречка і рис, через вичерпання запасів та скорочення можливостей імпорту. Пришвидшилося й зростання вартості солі насамперед через руйнування основного видобувного підприємства. Швидшими темпами зростали ціни на молочні та рибні продукти, а також на безалкогольні напої.

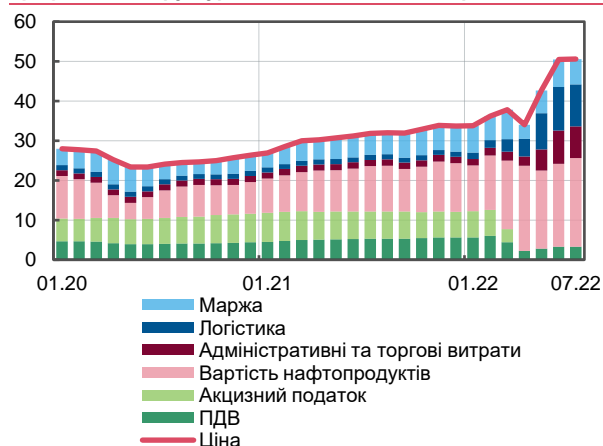
Обмежена пропозиція з огляду на труднощі з постачанням окремих товарів, фізичне знищення складів, зростання собівартості, висока світова інфляція призвели до стрімкого пришвидшення зростання цін на непродовольчі товари та послуги. Насамперед дорожчали товари для дому (посуд, меблі та побутова техніка), товари особистого догляду, електроніка та автомобілі.

Збільшення цін нерівномірно розподілене за регіонами. Так, значно зросли ціни на тимчасово окупованих територіях, у деокупованих регіонах, а також у прифронтових зонах. Споживча інфляція в Херсонській області досягнула 34.0% р/р у червні внаслідок блокування російськими окупантами постачань товарів з інших областей України.

Водночас проблеми з експортом і зберіганням врожаю призвели до різкого зменшення закупівельних цін на зернові та олійні. У результаті стрімко сповільнилися темпи подорожчання олії. Надлишок агросировини зумовив подешевшання кормів, що разом зі скороченням ринків збуту та внутрішнього попиту стримувало зростання цін на продукцію тваринництва. Так, сповільнилося подорожчання яловичини та курятини, а вартість яєць залишилася на рівні минулого року.

Унаслідок шоків пропозиції, пов'язаних із війною, продовольча інфляція буде високою до кінця року. Надходження на ринок нового врожаю не матиме суттєвого загального дезінфляційного ефекту через проблеми з логістикою та ефекти перенесення більших виробничих та інших затрат бізнесу, у тому числі на паливо. З наступного року очікується стрімке сповільнення продовольчої інфляції завдяки відновленню технологічних і логістичних зв'язків,

Графік 2.1.9. Структура ціни на бензин А-95, грн/л



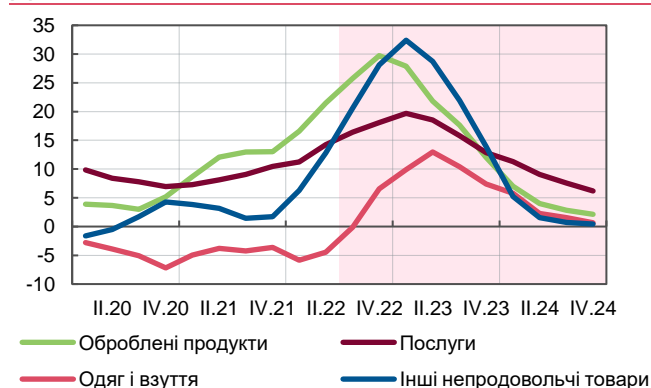
Джерело: minfin.com.ua, розрахунки НБУ.

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.

збільшенню оброблюваних площ і деокупації південних регіонів України. Додатково цьому сприятиме зниження світових цін на продовольство та енергоресурси, а також зростання врожаїв в Україні. За умови відсутності значних шоків пропозиції (зокрема через несприятливі погодні умови чи епізоотичну ситуацію) продовольча інфляція до кінця прогнозного періоду знизиться до 2.7%.

Дефіцит пального та зростання витрат на логістику на тлі руйнування НПЗ і логістичної інфраструктури, а також блокування портів та високі ціни на нафту зумовили стрімке подорожчання пального – у червні 2022 року ціни на нього були майже вдвічі вищими, ніж торік. Дещо стримало зростання цін зниження ПДВ і скасування акцизу на пальне в другій половині березня. З метою насичення ринку пального в травні уряд призупинив державне регулювання цін на нього. Хоча ситуація на ринку пального в Україні [покращиться ближче до осені](#), коли будуть підписані довгострокові контракти з іноземними постачальниками, ціни вже стабілізувалися, хоча й на високому рівні.

Ціни на пальне зростатимуть і наступного року. Так, прогнозоване поступове зниження світових цін на нафту ймовірно нівелюється потребою повернення системи оподаткування пального на довоєнний рівень. Висока вартість пального підживлюватиме загальну інфляцію через вторинні ефекти, зокрема через подорожчання транспортних послуг, а також собівартість інших товарів і послуг.

Слабкий попит гальмуватиме фундаментальний ціновий тиск, але його нерівномірність підтримуватиме зростання цін за окремими компонентами

З початку війни базова інфляція прискорювалася і в червні 2022 року досягла 15.2% р/р. Посилення фундаментального інфляційного тиску стримувалося слабким попитом на непершочергові товари та послуги. Наприклад, ціни на одяг та взуття залишалися значно нижчими, ніж торік, сповільнилося зростання вартості телекомунікаційних, фінансових і страхових послуг.

Водночас цього чинника було недостатньо, щоб нівелювати проінфляційний тиск інших чинників. Як наслідок, більшість інших компонентів базової інфляції зростали вищими темпами.

Стрімко дорожчали оренда житла та проживання в готелях на тлі високого попиту у відносно безпечних західних регіонах. Підвищилася також вартість послуг ремонту житла через часткове відновлення житлового будівництва, потребу відбудовувати помешкання на деокупованих та уражених обстрілами територіях, а також унаслідок збереження дефіциту деяких витратних матеріалів.

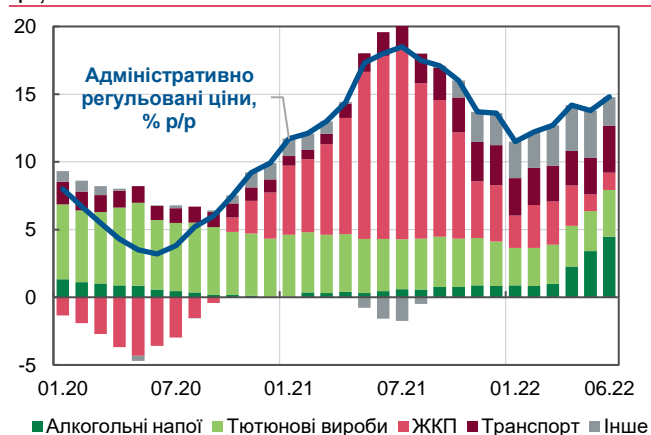
Подорожчання автомобілів, побутової техніки та електроніки підтримувалося також тимчасовим попитом на тлі бажання убезпечити гривневі заощадження від

Графік 2.1.12. Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.13. Внески у зміну адміністративно регульованих цін, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

знецінення та скористатися податковими пільгами. Це підтверджується стрімким зростанням індексу доцільності великих покупок у травні – червні.

Утім, фундаментальний інфляційний тиск на прогнозному періоді буде низьким. Пригнічений під час війни попит є значним дезінфляційним фактором у поточному році, проте навіть з відновленням зростання доходів населення з наступного року він залишатиметься нижче довоєнного рівня. У результаті зростання вартості компонентів базового ІСЦ на понад 20% цього року визначатиметься насамперед ефектами шоків пропозиції, пов'язаних з війною та вторинними ефектами перенесення затрат бізнесу. Проте на окремі товари та послуги, передусім пов'язані з потребою відновлення житла, очікується посилення попиту, що підтримуватиме зростання цін на ці товари та послуги. З наступного року зниження впливу факторів пропозиції в умовах жорсткішої монетарної політики та уповільнення світової інфляції призведе до зниження базової інфляції до 12.4% та 2.6% – у 2023 та 2024 роках відповідно.

Адміністративна інфляція стримується дією мораторію на підвищення тарифів ЖКП, проте на прогнозному горизонті останні стануть потужним проінфляційним чинником

У червні 2022 року темпи зростання адміністративно-регульованих цін підвищилися до 14.8% р/р. Так, суттєво пришвидшилося подорожчання алкогольних напоїв, що може пояснюватися зростанням витрат, дефіцитом тари та обмеженою пропозицією. Унаслідок [зупинки окремих виробництв і переорієнтації на імпорту](#) швидше дорожчали тютюнові вироби. Вищими темпами зростала вартість транспортних послуг на тлі підвищення цін на пальне. Під впливом нерівномірного попиту і пропозиції пришвидшилося зростання цін на фармацевтичні товари, яке однак пригальмувало наприкінці II кварталу завдяки [вичерпанню ажіотажного попиту та налагодженню поставок](#).

На прогнозному періоді подальше подорожчання тютюнової та алкогольної продукції насамперед через підвищення акцизів підтримуватимуть високу адміністративну складову інфляції. Основний же внесок у значне зростання адміністративної інфляції на прогнозному горизонті матиме підвищення тарифів на комунальні послуги. На сьогодні фіксація тарифів на тепло та газ на період воєнного стану стримує зростання загальної інфляції – темпи зростання вартості цих послуг сповільнилися відповідно до 1.2% р/р і 9.3% р/р, відображаючи ефекти високої бази порівняння. Таким чином, високі ціни на газ у світі практично не матимуть прямого впливу на споживчу інфляцію в поточному році.

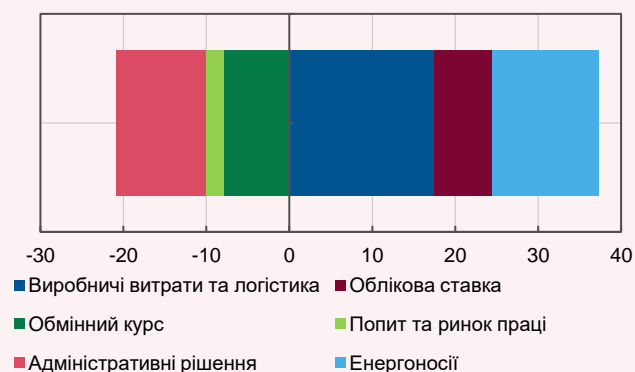
Поступове приведення тарифів на ЖКП до ринкового рівня в наступні роки утримуватиме інфляцію значно вище цілі. Утім, ураховуючи високу соціальну значущість тарифів на ЖКП, підвищення тарифів вірогідно буде поетапним і супроводжуватиметься розширенням соціальної підтримки.

Вставка 2. Чинники відхилення інфляції від цілі під час війни

Війна росії проти України зумовила стрімке посилення інфляційного тиску. Споживча інфляція у червні перевищила ціль у $5\% \pm 1$ в. п. на 16.5 в.п., що значно суттєвіше, ніж очікувалося в усіх попередніх прогнозах. Значною мірою інфляційні тенденції в Україні відображали передусім чинники пропозиції, пов'язані з війною. Натомість стримували зростання цін заходи НБУ, зокрема фіксація обмінного курсу гривні, та уряду через запровадження мораторію на підвищення тарифів на тепло та природний газ для населення, а також зниження податків на імпорт та пальне.

1Ще до повномасштабного вторгнення росії на територію України інфляційний тиск почав посилюватися. Так, інфляція в січні 2022 року припинила сповільнюватися (не змінилася порівняно з груднем 2021 року), відображаючи передусім реалізацію вторинних ефектів від зростання виробничих витрат і високих цін на енергоносії, а також послаблення гривні. З часу російського вторгнення наприкінці лютого зростання цін на більшість товарів і послуг стрімко пришвидшилося передусім з огляду на порушення виробничих та логістичних процесів, а також нерівномірний попит і зростання світової інфляції, зокрема високі ціни на енергоресурси. У результаті споживча інфляція перевищила ціль у $5\% \pm 1$ в. п. значно суттєвіше, ніж очікувалося в усіх попередніх прогнозах

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Значний проінфляційний вплив мали такі чинники:

- **зростання виробничих та логістичних витрат** унаслідок масштабного руйнування активів підприємств, знищення інфраструктури, порушення ланцюгів виробництва і постачання. Ці процеси посилювалися вичерпанням запасів сировини та матеріалів, а також обмеженими можливостями прикордонних пропускних пунктів. Як наслідок, відстані і строки постачання окремих товарів збільшилися в рази, що позначилося на собівартості. Так, втрата Кременчуцького НПЗ, знищення нафтобаз та обмежені можливості імпорتنних поставок призвели до стрімкого підвищення вартості пального, значною мірою саме через витрати на логістику (за розрахунками НБУ, ці витрати в ціні бензину А-95 збільшилися в 6–8 разів у червні 2022 року порівняно з січнем 2022 року). Зростання собівартості позначилося й на інших товарах та послугах (див. розділ "Інфляційний розвиток" на стор. 13);

- **високі ціни на енергоресурси.** Ціни на природний газ в Європі залишалися високими через скорочення надходження російського газу до мінімально рекордного рівня та зупинки його постачання до низки європейських країн. Цей чинник позначився на споживчій інфляції в Україні через вторинні ефекти. Водночас тарифи на газ для населення стримувалися адміністративними рішеннями. Світові ціни на нафту також зросли через запровадження часткового ембарго ЄС на російську нафту та зниження світових запасів. Подорожчання газу відобразилося передусім у зростанні цін на енергомісткі товари, такі як хліб, будівельні матеріали, скло, нафти – у подорожчанні пального та, відповідно, послуг транспорту;
- **недостатня ефективність трансмісії облікової ставки НБУ.** У своїх рішеннях наприкінці 2021 року та початку 2022 року НБУ враховував дію загрози ескалації військових дій, проте повномасштабна війна не закладалася у базовий сценарій, а розглядалася як ризик. Так, з огляду на розгортання інфляційного тиску НБУ поступово посилював монетарну політику з початку 2021 року, підвищуючи облікову ставку та повністю згорнувши антикризові монетарні заходи. Однак, широкомасштабний напад росії значно обмежив вплив облікової ставки на функціонування грошово-кредитного та валютного ринків. Тож на початку вторгнення НБУ вирішив утриматися від ухвалення рішень щодо її змін. З поступовою адаптацією економіки України до війни брак належної винагороди за утримання гривневих активів на тлі монетизації бюджету призвів до посилення ризиків доларизації економіки, виснаження міжнародних резервів і збільшення чутливості девальваційних очікувань громадян та бізнесу. У результаті значно посилівся тиск на споживчі ціни. З огляду на це НБУ повернувся до ухвалення рішень щодо змін облікової ставки у червні 2022 року. Трансмісія облікової ставки на ринкові є недостатньо ефективною, однак НБУ вживає заходів з її посилення, а із завершенням воєнних дій очікується її поліпшення.

Водночас низка інших чинників стримувала зростання цін:

- **фіксація обмінного курсу гривні** не лише безпосередньо стримувала зростання собівартості товарів та послуг, зокрема через вартість критичного імпорту, а й гальмувала фундаментальний тиск впливаючи на інфляційні і курсові очікування громадян та бізнесу. Інтервенції з продажу валюти для фіксації курсу гривні стали основним монетарним

інструментом, що замінив трансмісійний механізм облікової ставки;

- **адміністративні рішення** також переважно стримували інфляцію. Запровадження урядом мораторію на підвищення тарифів на тепло та природний газ для населення обмежували прямий вплив підвищення цін на газ та інші енергоносії на зростання цін і сформували значний від'ємний внесок у відхилення інфляції від цілі. Додатковий від'ємний вплив мало і зниження податкового навантаження, зокрема скасування акцизу та зниження ПДВ на пальне;
- **слабкий попит та зміни на ринку праці** мали дезінфляційний вплив. Так, приватне споживання скорочувалося через падіння доходів населення, виїзд значної частини населення за кордон,

погіршення ситуації на ринку праці, а також значні ризики безпеки. Усе це змусило населення відмовлятися від непершочергових товарів та послуг, наприклад одягу та взуття. Водночас вимушене зниження заробітних плат стримувало зростання інфляції через канал собівартості.

Відновлення активної процентної політики посилить спроможність НБУ забезпечувати курсову стабільність і стримувати інфляційні процеси під час війни. Надалі НБУ зберігатиме монетарні умови жорсткими, проте, зважаючи на потужність проінфляційних чинників, зумовлених війною, підвищення адміністративно регульованих цін і особливості дії трансмісійного механізму, інфляція знижуватиметься повільно.

2.2. Попит і випуск

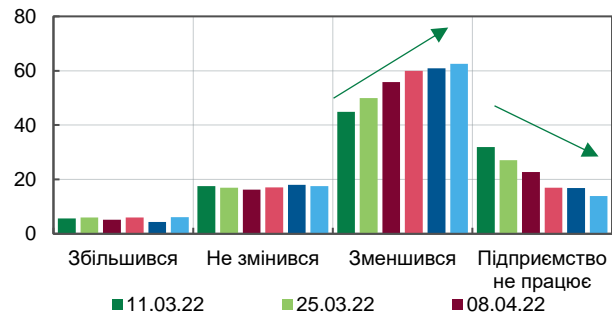
- Повномасштабна війна росії проти України призвела як до драматичного падіння економічної активності, так і втрат потенціалу економіки до зростання в середньостроковій перспективі. Хоча економіка поступово оговтується після першого шоку війни, але працює значно нижче довоєнного рівня: у 2022 році реальний ВВП скоротиться на третину.
- У базовий сценарій закладається суттєве поліпшення безпекової ситуації до кінця поточного року завдяки успішним діям української армії та повноцінне відновлення роботи чорноморських портів України з початку 2023 року. Загалом, у 2023–2024 роках безпекові ризики суттєво знизяться, але залишатимуться актуальними, що обумовлюватиме низьку схильність до інвестицій внутрішніми та зовнішніми приватними інвесторами.
- Із послабленням безпекових ризиків очікується відновлення економіки України. ВВП зростатиме завдяки поживленню споживчого попиту, налагодженню виробничих та логістичних процесів, активізації інвестиційної діяльності, у тому числі на тлі перспектив євроінтеграції. Водночас ВВП залишатиметься нижче свого потенційного рівня, що стримуватиме інфляцію в післявоєнний період.

Графік 2.2.1. Реальний ВВП, % р/р



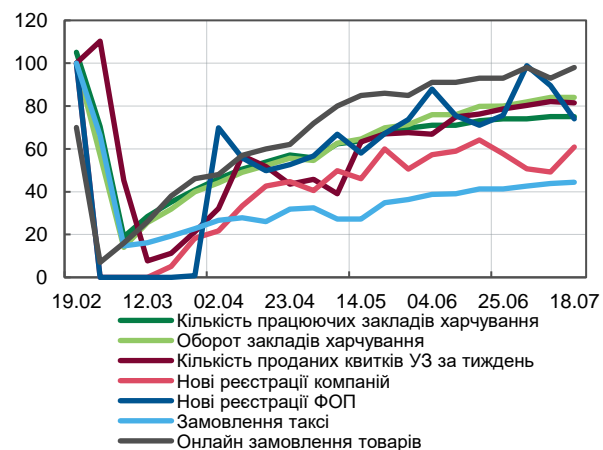
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.2. Зміна рівня завантаженості потужностей порівняно із довоєнним, % відповідей



Джерело: оперативні опитування НБУ.

Графік 2.2.3. Високочастотні індикатори економічної активності у секторах послуг, % до довоєнного рівня



Джерело: Opendatabot, Poster, розрахунки НБУ.

Воєнні дії зумовили глибокий спад економіки. Після шоку перших місяців війни вона поступово адаптується до нових умов,...

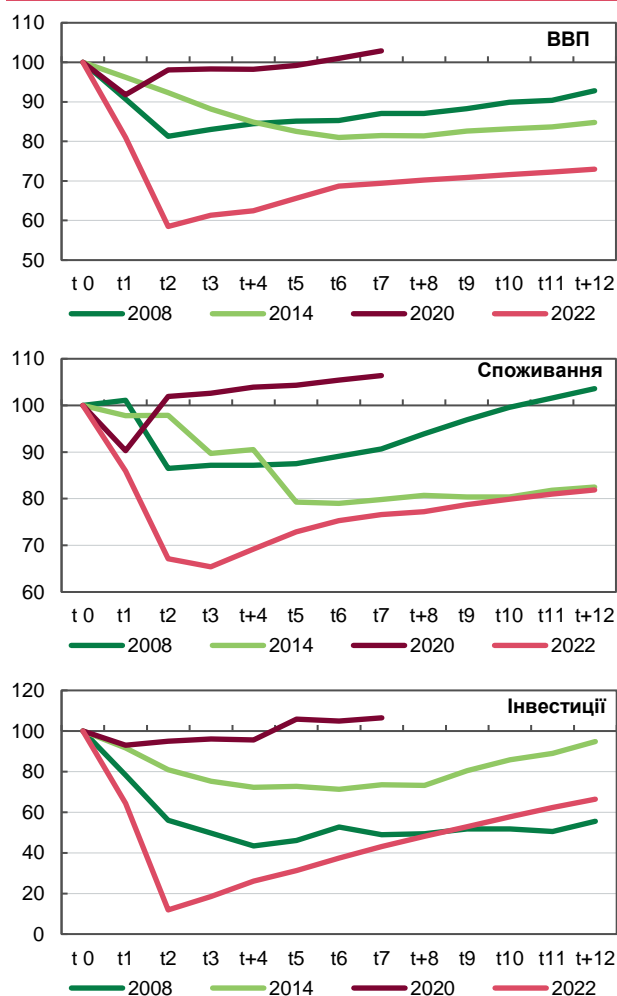
З початку 2022 року економіка перебувала під тиском геополітичної напруженості через скупчення військ росії на кордонах з Україною, що зокрема позначилося на погіршенні очікувань економічних агентів. Вторгнення росії в Україну призвело до різкого зниження економічної активності. Падіння ВВП у I кварталі, за оперативною оцінкою ДССУ, становило 15.1% р/р та було в основному сформовано глибоким спадом у березні, коли ситуація була найгіршою: було окуповано та/або тривали активні бойові дії в десяти областях та місті Києві. Утім, навіть у спокійніших регіонах економічна активність суттєво зменшилася через високий рівень невизначеності та ризиків, розірвання логістичних та виробничих зв'язків, вимушену масову міграцію населення. За оперативними опитуваннями НБУ, на початку березня зупинили діяльність майже третина підприємств.

З квітня економіка почала адаптуватися, а економічна активність поживлятися. Значною мірою цьому сприяло звільнення північних областей та зменшення кількості регіонів з активними бойовими діями. За оперативними опитуваннями НБУ, уже наприкінці травня лише 14% підприємств не працювали⁴, утім, завантаженість потужностей працюючого бізнесу залишалася значно нижчою довоєнного рівня. Найбільше постраждав МСБ, що пояснюється його нижчим запасом фінансової міцності порівняно з великим бізнесом.

Утім, зруйновані потужності та інфраструктура, окупація близько 20% території країни, логістичні труднощі, які найвідчутніше позначилися на обсягах експорту, падіння внутрішнього попиту стримують відновлення економіки – як виробничих секторів, так і секторів послуг. У результаті реальний ВВП у II кварталі, за оцінками НБУ, скоротився майже на 40% (детальніше про підходи НБУ до оцінки ВВП в умовах того, що немає статистичної інформації від ДССУ – у вставці 3 "Особливості та методи наукасту ВВП під час війни" на стор. 25).

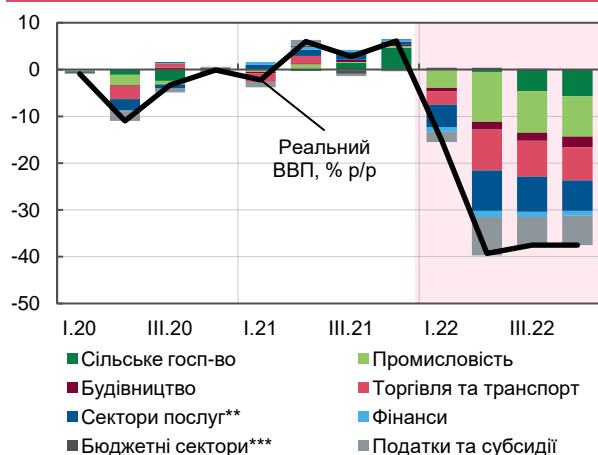
⁴ Про поступову адаптацію економіки та поживлення економічної активності свідчили результати й інших опитувань, зокрема ЄБА (1 та 2), AmCham, Gradus, IED.

Графік 2.2.4. Динаміка реального ВВП та окремих його компонентів під час різних криз, сезонно скоригований індекс (квартал до кризи = 100%)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.5. Внески ВДВ окремих видів діяльності в річну зміну реального ВВП*, в. п.



* 2022 рік – оцінки НБУ.

** Вкл. тимчасове розміщування й організацію харчування; інформацію та телекомунікації; операції з нерухомим майном; професійну, наукову та технічну діяльність; діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування; мистецтво, спорт, розваги та відпочинок; надання інших видів послуг.

*** Вкл. держуправління та оборону, обов'язкове соцстрахування; освіту; охорону здоров'я.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

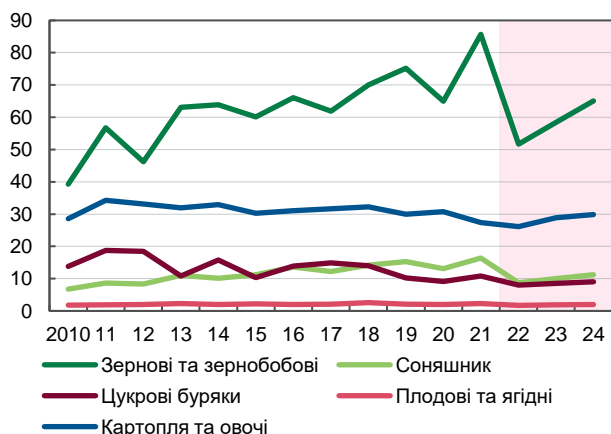
... проте падіння ВВП у 2022 році буде найглибшим за всю історію України

У 2022 році економіка скоротиться на третину. Падіння економіки буде суттєво глибшим, ніж у попередні фінансові та ковідну кризи, а також кризу 2014–2015 років. Під час останньої спад економіки також був зумовлений окупацією Криму і частини Донецької та Луганської областей, що призвело до розриву економічних зв'язків, втрати частини потужностей та населення. Утім, навіть більшу роль тоді зіграли накопичені раніше дисбаланси в економіці, що призвели до стрімкої девальвації гривні та банківської кризи. Проведені реформи та виважена макроекономічна політика дали змогу зустріти ковідну кризу зі значним запасом міцності, який зберігався і до початку 2022 року. Разом із запровадженими одразу після повномасштабного вторгнення терміновими заходами НБУ для підтримки макрофінансової стабільності, це дало змогу досить швидко адаптувати економіку до умов повномасштабної війни. Утім, заблоковані порти та значна міграція закордон, масштабні втрати потужностей та інфраструктури, а також інтенсивні бойові дії в низці регіонів обмежуватимуть як попит, так і пропозицію у 2022 році значно суттєвіше порівняно з 2014–2015 роками. За результатами [опитування щодо ділових очікувань підприємств у II кварталі 2022 року](#), 86% підприємств зазначають, що війна та її наслідки заважатимуть нарощувати виробництво в наступні 12 місяців, що найбільше проявлятиметься через скорочення попиту, а також зростання цін на енергоносії та сировину.

Додатковий від'ємний внесок у зміну ВВП у 2022 році матиме сільське господарство. Попри порівняно вдалу весняну посівну⁵ та гарний стан озимих зібраний врожай буде суттєво меншим, ніж торік. За оцінками НБУ, близько 30% озимих посівів опинилася на території активних бойових дій або під окупацією. Також на врожаєх позначаться труднощі з проведенням збиральної кампанії в прифронтових регіонах, у тому числі внаслідок фізичного знищення посівів, техніки та елеваторів. Крім того, очікується зниження врожайності більшості культур через зміщення строків унесення або недостатній обсяг добрив та засобів захисту рослин. У результаті врожаї зернових та овочів у 2022 році будуть на 40% меншими, ніж торік, а соняшнику – майже вповнину меншими. Тваринництво також скорочується через війну, хоча здешевлення кормів підтримує його рентабельність, а, відповідно, і харчову промисловість. Проблеми з експортом, утрачені або заповнені попереднім врожаєм потужності для зберігання зерна, а також падіння закупівельних цін на агропродукцію закладають значні ризики для фінансового стану агровиробників і, відповідно, для врожаю наступного року. Утім, очікуване зниження інтенсивності бойових дій восени та розблокування портів дасть змогу надолужити посів, зокрема якими культурами. У наступні роки після звільнення територій та налагодження логістики обсяги урожаю будуть зростати (на 11–12%), але

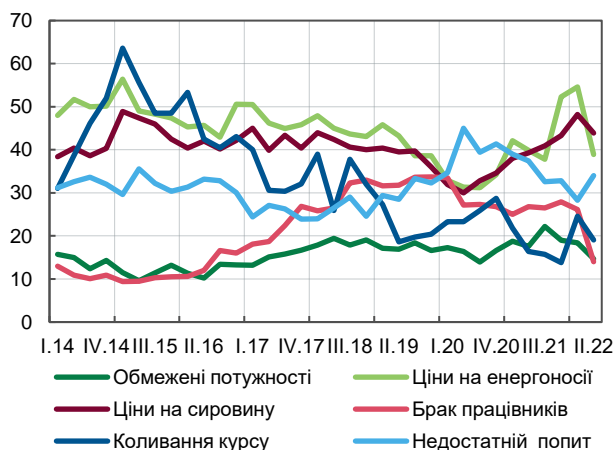
⁵ За даними Мінагро, посівна у 2022 році проведена на площі 13.4 млн га, що на 20.6% менше порівняно з минулим роком.

Графік 2.2.6. Урожай основних с/г культур, млн т



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: НБУ.

Графік 2.2.8. Окремі індикатори споживчого попиту



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

** Пунктирні лінії – зміна методу опитування з віч-на-віч на телефонні інтерв'ю.

Джерело: ДССУ, Info Sapiens, Укравтопром.

залишатимуться меншими за довоєнний рівень через втрати, понесені аграріями (ураження земель, вкрадена техніка, зруйновані елеватори тощо).

Із послабленням безпекових ризиків також очікується суттєва активізація відновлення економіки. Цьому сприятиме поживлення споживчого попиту, налагодження виробничих та логістичних процесів, поживлення інвестиційної діяльності, у тому числі завдяки перспективам євроінтеграції. Утім, з огляду на значні втрати виробничого та людського потенціалу відновлення економіки України у 2023–2024 роках відбуватиметься повільно (близько 5–6% на рік). Швидші темпи відновлення неможливі без залучення значної міжнародної допомоги (зокрема аналогу "плану Маршала" для України, детальніше – у розділі "Ризики прогнозу" на стор. 45), який у зв'язку зі значною невизначеністю як термінів, так і параметрів наразі не включено до припущень базового сценарію прогнозу.

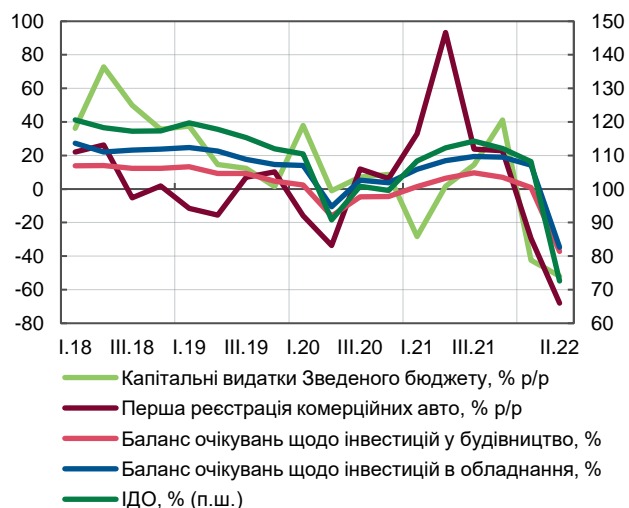
Внутрішній попит суттєво скоротився, хоча його падіння частково стримувалося значним пом'якшенням фіскальної політики

Приватне споживання скорочувалося внаслідок падіння доходів ДГ, високої невизначеності через безпекові ризики, активну міграцію, а також чинники пропозиції – руйнування складів та магазинів, обмеженість доступу до торгових точок та їх роботи, у тому числі через комендантську годину, перебої з постачанням окремих продуктів та палива. Високі рівні невизначеності, погіршення фінансових результатів через втрати підприємств та обмеженість експорту зумовили майже повну зупинку інвестиційної діяльності. Капітальні видатки бюджету секвестровано на користь видатків на забезпечення обороноздатності.

Відбудова інфраструктури частково підтримала інвестиційну активність та будівництво. Підтримку інвестиціям, ймовірно, надавала і релокація підприємств з прифронтових у спокійніші регіони, переналаштування окремих видів промисловості (харчової, легкової) на оборонні замовлення. Крім того, внутрішній попит підтримували державні програми з підтримки громадян та бізнесу (детальніше – у розділі "Фіскальна політика" на стор. 31), фіскальні стимули, а також значне збільшення загальнодержавних видатків, передусім на оборону та безпеку. Утім, значною мірою внутрішній попит, у тому числі на потреби оборони та захисту, задовольнявся за рахунок імпортних поставок. Натомість експорт обмежувався блокадою портів і логістичними труднощами на західних кордонах, руйнуванням потужностей (детальніше – у розділі "Платіжний баланс" на стор. 35). У результаті зберігався значний від'ємний внесок чистого експорту в зміну реального ВВП.

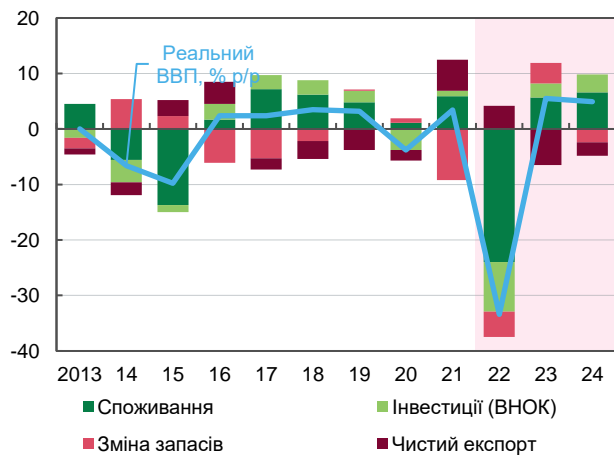
У післявоєнний період приватне споживання зростатиме на 8–9% на рік завдяки відновленню економічної активності та поліпшенню споживчих настроїв. Після припинення бойових дій зростатиме як попит, так і пропозиція споживчих товарів та послуг: очікується

Графік 2.2.9. Окремі індикатори інвестиційного попиту



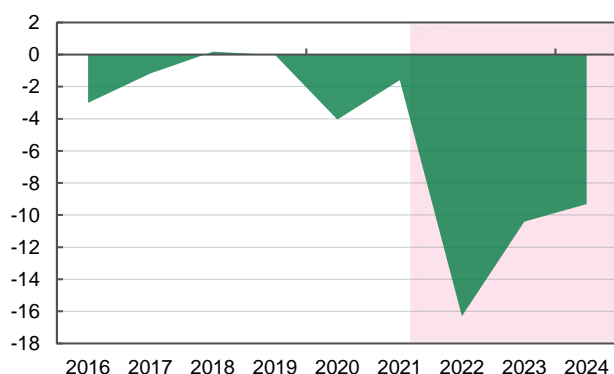
Джерело: ДССУ, ДКСУ, НБУ, Укравтопром.

Графік 2.2.10. Внески категорій кінцевого використання в річну зміну реального ВВП, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.11. Розрив ВВП, % потенційного ВВП



Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ.

повернення мігрантів з-за кордону, а також поживлення активності в багатьох секторах, у яких в умовах війни значно скоротилася діяльність – послуги у сферах туризму, відпочинку та розваг. Доходи населення зростатимуть завдяки підвищенню заробітних плат і поступовому зниженню безробіття (детальніше – у розділі "Ринок праці та доходи домогосподарств" на стор. 27). Зберігатиметься позитивний ефект від фіскальних стимулів, незважаючи на поступову консолідацію державних фінансів.

Інвестиційна діяльність значно активізується через потребу відновлення значних втрат інфраструктури та основних фондів підприємств, а також під впливом євроінтеграційних перспектив. Незважаючи на високі темпи росту (близько 50% щороку) частка інвестицій у ВВП залишатиметься значно нижчою (менше 10%), ніж у попередні роки, через збереження високого ступеня невизначеності та безпекових ризиків. У результаті зростає роль держави в акумуляції коштів для повоєнної відбудови, залученні інвестицій, а відповідно і поліпшенні інвестиційної привабливості країни.

Споживча та інвестиційна діяльність значною мірою покладатиметься на імпорتنі поставки (зокрема транспорту та обладнання), що разом зі збільшенням споживчого попиту стимулюватиме зростання імпорту на прогностичному періоді (2–8% на рік). Значне зростання експорту у 2023 році (на близько 20%) зумовлюватиметься вивезенням запасів врожаю завдяки відновленню доступу до чорноморських портів, але в подальшому експорт залишатиметься обмеженим (детальніше щодо прогнозу – у розділі "Платіжний баланс" на стор. 35). Внесок чистого експорту в зміну реального ВВП лише у 2023 році тимчасово стане додатним і вже з 2024 року повернеться до від'ємних значень.

Війна призвела до значної втрати потенційного ВВП та рекордного від'ємного розриву випуску. ВВП залишатиметься нижче свого потенційного рівня й у наступні два роки

Повномасштабна війна з росією призвела до знищення капіталу, зменшення інвестицій через невизначеність, втрату робочої сили через виїзд населення за кордон та зниження продуктивності через розірвання звичних логістичних та технологічних ланцюгів. Це зумовило суттєве зниження потенційного ВВП, який надалі зростатиме, однак не відновиться до довоєнного рівня на прогностичному горизонті через масштабність втрат. Темпи зростання потенційного ВВП залежатимуть від обсягу інвестицій, що посилює роль державної політики з формування сприятливого ділового клімату та залучення фінансової допомоги від міжнародних партнерів.

У свою чергу, від'ємний розрив випуску зумовлений тимчасовим зниженням внутрішнього попиту, а також втратою експортних можливостей у зв'язку з морською блокадою. З другого півріччя 2022 року очікується скорочення розриву разом з відновленням економіки та

Графік 2.2.12. Реальний та потенційний ВВП, с/с, у постійних цінах 2016 року



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

морських транспортних перевезень, поверненням мігрантів, подальшою цифровізацією та розвитком ІТ-технологій, у тому числі в державному секторі, а також розвитком інституцій у межах євроінтеграційних процесів. Проте розрив випуску залишатиметься від’ємним у середньостроковому періоді через потребу в зниженні інфляції засобами монетарної політики та поступову консолідацію фіскальної політики.

Вставка 3. Особливості та методи наукасту ВВП під час війни

Повномасштабне вторгнення росії в Україну та запровадження воєнного стану суттєво обмежили можливості збору даних і погіршили доступ до офіційної статистики. Утім, оцінка поточного стану економіки є вагомим складовою побудови прогнозів і важливим підґрунтям прийняття рішень з економічної та монетарної політики. За недостатності традиційної статистики НБУ скористався декількома непрямими підходами, які ґрунтуються на застосуванні високочастотних показників та історичної інформації про структуру економіки та взаємозалежності в ній. Водночас, використання високочастотних показників має недоліки: вони є волатильними і їх складніше інтерпретувати у порівнянні з офіційною статистикою. Крім того, історичні взаємозв'язки та структура економіки зазнали безпрецедентних змін через бойові дії та їх наслідки. Тому оцінки ВВП на основі цих методів бралися до уваги під час прийняття рішення з монетарної політики, проте з усвідомленням високих рівнів невизначеності, притаманних як самим методам, так і воєнному стану. Зважаючи на особливості окремих методів падіння реального ВВП у II кварталі 2022 року оцінено в 39.3% р/р.

Оцінювання поточного стану економіки країни – наукаст – є одним із важливих елементів системи аналітичних інструментів центрального банку. І раніше, до повномасштабної війни, офіційні статистичні дані, що використовуються в економічних моделях для прогнозування та аналізу заходів політики, публікувалися з низькою частотою та значною затримкою. Наприклад, національні рахунки обраховуються на кварталній основі, а перша оперативна оцінка реального ВВП (без деталізації) оприлюднюється на 35 день після закінчення звітного кварталу, розгорнуті дані – на 70 день⁶. У зв'язку з цим центральні банки світу і раніше використовували непрямі методи, які дають змогу оцінювати ВВП на основі альтернативних високочастотних даних. Використання таких індикаторів в економічному аналізі вже довело свою ефективність під час ковідної кризи⁷.

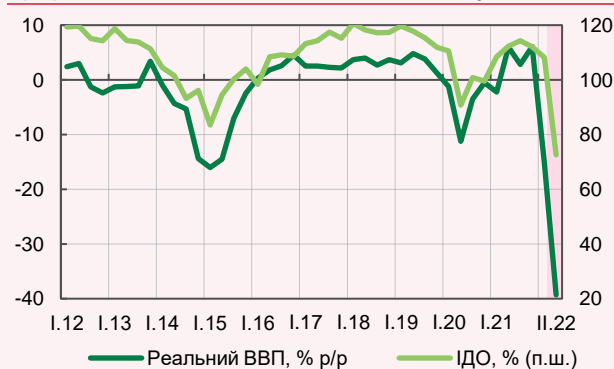
Унаслідок безпрецедентного шоку повномасштабної війни наукаст економічної активності набув особливої актуальності, особливо за умов обмеженої офіційної статистики, мінливого та турбулентного середовища. Розуміння глибини економічного спаду, а також динаміки відновлення, дає змогу вчасно та ефективно приймати економічні рішення та адаптувати заходи політики.

Так, НБУ спирався на три основні підходи. Перший метод ґрунтувався на використанні структури регіонального ВВП та експертних оцінок змін економічної активності секторів регіону, що, у свою чергу, базувалися на низці високочастотних індикаторів: щодвотижневих оперативних опитуваннях підприємств, які НБУ проводив з березня по травень, кількості та обороті працюючих закладів ресторанного бізнесу, окремих найбільших торговельних мереж, кількості новобудов у продажу, обсягах виробництва та споживання електроенергії тощо. За цим методом найглибше падіння ВВП спостерігалось

в березні–квітні (у середньому на 42% р/р) з поступовим зменшенням темпів падіння до 36.5% р/р у червні.

Ще одним підходом, який використовував НБУ і раніше, стали оцінки на основі [щоквартальних опитувань щодо ділових очікувань підприємств](#)⁸. Результати опитування – суб'єктивні оцінки та очікування підприємств щодо поточного стану та перспектив їх розвитку, макроекономічних тенденцій. За відповідями підприємств НБУ розраховує агрегований індекс – Індекс ділових очікувань (далі – ІДО). Для цілей прогнозування ВВП і його складових за допомогою ARDL та VAR моделей відповіді підприємств агрегуються за методом головних компонент. Попри те, що більшість запитань ставляться щодо очікувань підприємств на наступні 12 місяців, цей метод мав найкращі результати оцінки ВВП у поточному періоді⁹, значною мірою через адаптивність очікувань підприємств. Зокрема, у II кварталі за цим методом оцінка спаду ВВП становила близько 23% р/р.

Графік 1. Реальний ВВП та Індекс ділових очікувань



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Ще одним підходом стала [апроксимація ІВБГ](#)¹⁰ у

⁶ Такі строки ДССУ установив з 2022 року, раніше дані щодо ВВП публікувалися на 45 та 80 дні відповідно.

⁷ Так, наприклад, на основі непрямих методів НБУ в Інфляційному звіті за липень 2020 року оцінював падіння реального ВВП України в II кварталі 2020 року внаслідок суворих карантинних обмежень під час першої хвилі захворювання на Covid-19 у близько 11% р/р, що фактично відповідало офіційним даним.

⁸ Опитування проводиться з 2006 року. У ньому беруть участь від 500 до 1000 підприємств, вибірка відображає регіональну та секторальну структуру ВВП.

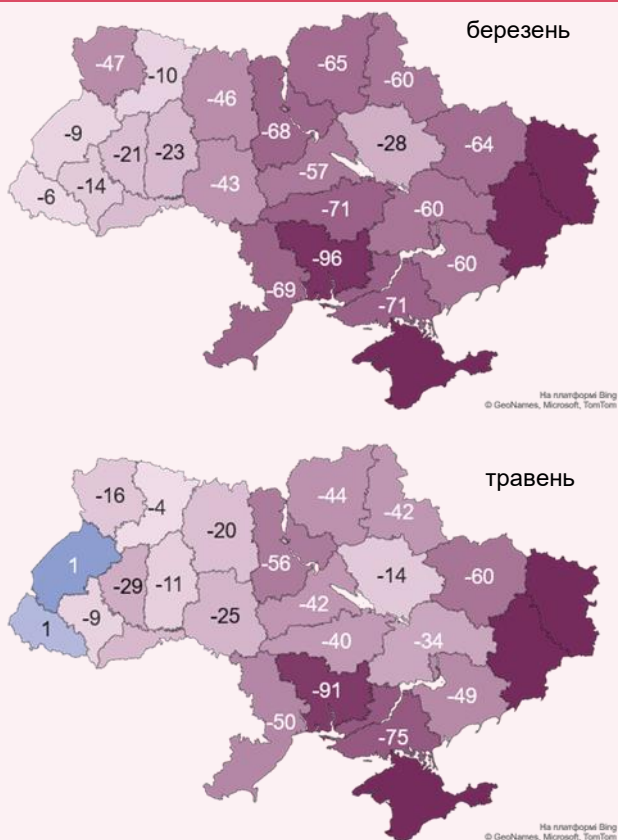
⁹ Оцінка прогнозованої спроможності моделей за методом псевдо прогнозування поза межами вибірки свідчить, що приріст ВВП та його компонент у річному вимірі найкраще оцінюється у поточному періоді за допомогою результатів опитувань підприємств, які агреговані за допомогою методу головних компонент та першої різниці індексу ділових очікувань. Детальніше у [Лисенко, Колесніченко \(2018\)](#).

¹⁰ Індекс виробництва базових галузей (ІВБГ) – показник, який розраховується НБУ та відображає динаміку розвитку таких галузей, як сільське господарство, промисловість, будівництво, роздрібна та оптова торгівля, транспортні та пасажирські перевезення. ІВБГ розраховується щомісячно та застосовується як один з індикаторів для наукасту економічної активності. Індекс, хоч покриває близько половини сукупної

регіональному розрізі на основі великого набору альтернативних даних:

- інтенсивність нічного освітлення на основі супутникових знімків (джерело: NASA);
- тренди пошукових запитів Google за окремими категоріями та темами запитів (джерело: Google);
- надходження торговельної виручки до кас банків та безготівкові розрахунки фізичних осіб (джерело: звіти по касовим операціям комерційних банків);
- кількість нових розміщених вакансій та середня запропонована заробітна плата за ними за окремими категоріями (джерело: work.ua).

Рисунок 1. Географічна діаграма зниження економічної активності України в березні та травні 2022 року (місяць 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.

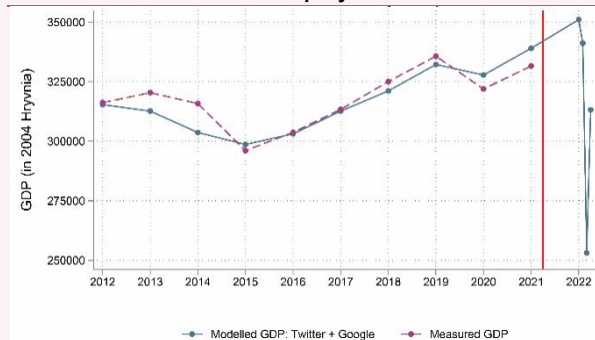
Джерело: розрахунки НБУ.

Згідно з результатами цього методу¹¹ в березні 2022 року економіка України скоротилася на 48% відповідно до березня 2021 року¹². Найбільше постраждали регіони північної, східної та південної України, де і відбувалися активні військові дії на той час. Західні регіони помірно відреагували на первинний шок повномасштабної війни

порівняно з іншими регіонами, що можна пояснити віддаленістю від активних військових дій та внутрішньою міграцією населення з інших регіонів. Уже в травні економічний спад сповільнився до 32% р/р (розкид значень оцінок ± 4 в. п.). Проте відновлення економіки відбувалося нерівномірно.

Варіацією цього підходу стали [оцінки дослідників](#) на основі специфікації моделі, яка влючає Google Trends і Twitter. Результати їх розрахунків свідчать, що з початку активної фази вторгнення росії економічна активність в Україні зазнала драматичного падіння на 45% у березні 2022 року порівняно із довоєнним рівнем, але падіння сповільнилося до 15% вже у квітні. Утім, результати моделі, яка побудована на даних інтенсивності нічного освітлення, свідчать, що економічна активність знизилася приблизно на 40% у квітні 2022 року порівняно з середнім значенням за 2021 рік.

Графік 2. Реальний ВВП України: щорічні 2012–2021 роки і місячні січень – квітень 2022 року



Джерело: [Constantinescu, Kappner, Szumilo \(2022\)](#).

Використання наявних підходів для наукасту має низку обмежень. По-перше, високочастотні показники є волатильними і їх складніше інтерпретувати порівняно з офіційною статистикою. По-друге, моделі побудовані на історичних взаємозв'язках та структурі, які вірогідно зазнали змін через безпрецедентно масштабний шок, пов'язаний з війною. Як наслідок, взаємозв'язки можуть бути спотвореними, а оцінені коефіцієнти нестабільними. По-третє, моделі наукасту не здатні врахувати інші особливості військового часу, що виявляються у вхідних даних. Наприклад, ступінь нічного освітлення регіонів в умовах військового часу може також відображати заходи безпеки та світломаскування, що стали поширеними в багатьох населених пунктах України.

Однак, незважаючи на недоліки кожного з методів наукасту, їх використання дає можливість точніше оцінювати поточний стан економіки з мінімальною часовою затримкою та використовувати цю інформацію для прийняття рішень з економічної політики.

доданої вартості в країні, показав свою високу ефективність у моделях раннього оповіщення рецесій. Для оцінки наслідків шоку повномасштабної війни ІВБГ було синтезовано на регіональному рівні.

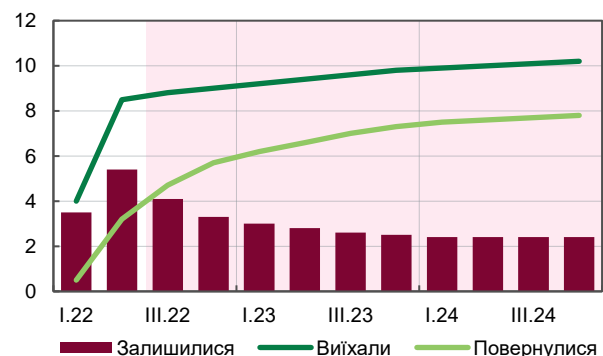
¹¹ Оцінку моделі наукасту здійснено на часовому проміжку з січня 2017 року до грудня 2021 року. Здійснено оцінку великого обсягу специфікацій моделей наукасту, з яких обрано найкращі за здатністю апроксимації минулого та збереженням історичних кореляцій. Вхідні дані піддавалися обробленню залежно від їх особливостей. Нестационарні часові ряди переведено в річні зміни. Стационарні ряди сезонно скориговано. Деякі дані інтерпольовано та згладжено для усунення викидів та пропущених значень. Кількість часових рядів за новими вакансіями, заробітною платою, а також трендами Google зменшено з використанням методу головних компонент.

¹² Оцінка є усередненим значенням низки специфікацій моделей, а розкид оцінок варіюється ± 9 в. п.

2.3. Ринок праці та доходи домогосподарств

- 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. Глибокий спад економіки зумовив стрімке скорочення доходів населення та зростання рівня безробіття.
- Попри відновлення економіки та збільшення попиту на робочу силу безробіття тривалий час залишатиметься вищим свого природного рівня через довгострокові ефекти війни. Реальні зарплати поступово відновлюватимуться, проте темпи зростання стримуватимуться перевищенням пропозиції робочої сили над попитом на неї.

Графік 2.3.1. Кількість мігрантів, які залишаються за кордоном, млн. осіб (на кінець кварталу)



Джерело: [UNHCR](#), оцінки НБУ.

Графік 2.3.2. Кількість українських мігрантів за країнами (станом на 19.07.2022)*



* Значна кількість мігрантів до росії може відображати депортацію українців з окупованих територій.

Джерело: [UNHCR](#).

Демографічні зміни, спричинені війною, обмежуватимуть розвиток ринку праці впродовж багатьох років

Війна призвела до гуманітарної кризи в Україні та суттєво змінила її демографічний ландшафт. Загибель близьких, фізичні та психологічні травми, вимушена міграція, втрата житла, роботи, майна впливають на життя абсолютної більшості громадян України. Ускладнений освітній процес, проблеми із доступом до медицини та навіть базових потреб людини (вода, їжа тощо), передусім на окупованих територіях, матимуть значний негативний вплив на основні демографічні показники та пропозицію робочої сили і впродовж наступних років.

Втрати військових і цивільного населення через воєнні дії ще будуть оцінені. Водночас очевидним довгостроковим наслідком війни стане різке зниження народжуваності, яке й до війни було порівняно невисоким. На демографічні показники та стан ринку праці також впливає активне переміщення населення, у тому числі за кордон. [За даними ООН](#), станом на 21 червня кількість біженців із України перевищила 8 млн, значна частина з них отримала [тимчасовий захист](#) та урядову допомогу в країнах – реципієнтах¹³. За опитуваннями¹⁴, більшість планує повернутися в Україну – станом на кінець червня вже повернулося близько 3 млн громадян. Очікується чергова хвиля повернень мігрантів з дітьми після літніх канікул, а наступна – після стабілізації безпекової ситуації наприкінці року. У результаті в 2022 році від’ємне сальдо мігрантів становитиме орієнтовно 3.2 млн осіб. У 2023 році воно скоротиться до 2.5 млн осіб і стабілізується дещо нижче цього рівня у 2024 році. Водночас продовження воєнних дій та безпекові ризики можуть цьому завадити.

Серед біженців за кордон переважають жінки з дітьми, здебільшого з вищою освітою¹⁵. Частина з них зі значною вірогідністю навіть після закінчення активної фази війни залишиться в країнах, що надали їм прихисток, оскільки, за опитуваннями, адаптуються за кордоном, вчать мову, активно шукають роботу або вже працюють¹⁶. Водночас

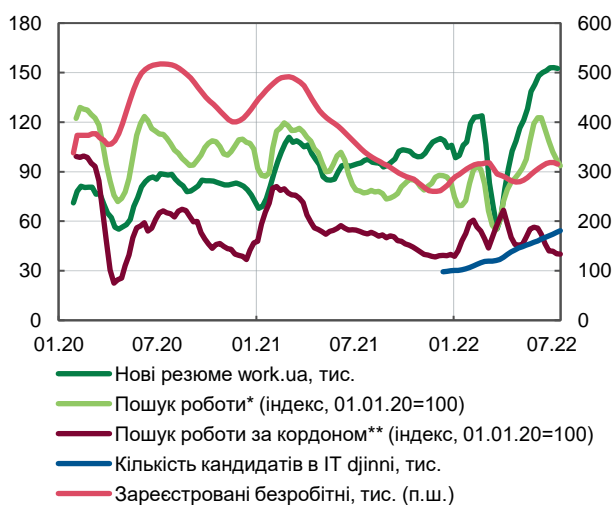
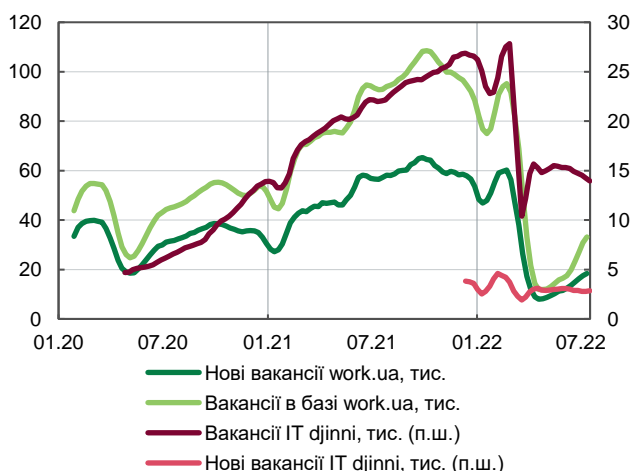
¹³ [За опитуванням НАНУ](#), 49% отримують допомогу від урядів країн, куди переїхали.

¹⁴ [За опитуванням Рейтинг](#) у червні 87% опитаних висловлювали намір повернутися додому: 15% – найближчим часом, 24% – згодом, 48% – після закінчення війни. 8% зазначили, що вже не повернуться додому. Утім, порівняно з квітнем зменшилася кількість тих, хто планує повертатися негайно, зросла – тих, хто повернеться після війни, або ж взагалі не повернеться. Схожі оцінки дає і [опитування Gradus](#): у червні порівняно з травнем зросла кількість тих, хто не визначився (з 11% до 25%), та скоротилась тих, хто прагне повернутись за першої можливості (з 73% до 65%).

¹⁵ Згідно з [опитуванням Центру Разумкова](#), зробленого в березні, абсолютна більшість біженців — жінки (83%), вік понад половини мігрантів – від 30 до 49 років, ¼ - з вищою або незакінченою вищою освітою. 63% біженців виїжджали за кордон із дітьми.

¹⁶ За даними [опитування Work.ua](#), 59% українських біженців уже шукали роботу в країні тимчасового перебування. [За опитуванням у Польщі](#), 18% працюють у Польщі і 71% мають намір почати роботу найближчим часом, а також активно (81%) вивчають мову. 28% біженців продовжують працювати дистанційно в українських підприємствах та організаціях і отримують гроші за свою роботу.

Графік 2.3.3. Попит та пропозиція робочої сили, чотиририжнева плинна

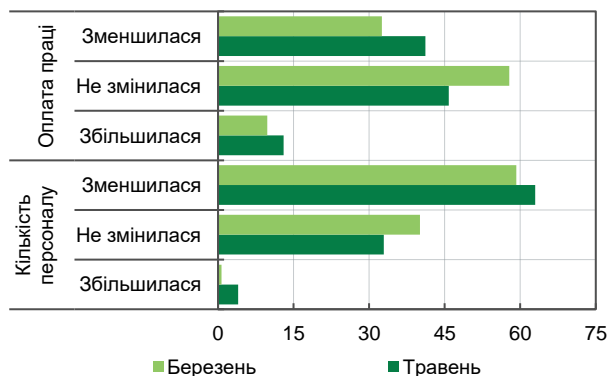


* Уключає запити про пошук роботи українською і російською мовами.

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

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

Графік 2.3.4. Зміни кількості персоналу та оплати праці на підприємствах, які продовжували працювати, % відповідь



Джерело: оперативне опитування НБУ.

частина біженців за кордоном продовжує працювати на українські підприємства дистанційно. Це підтримує їх зв'язки із Україною, проте чим довше триває війна, тим меншою буде вірогідність їх повернення.

Масова міграція матиме значний негативний вплив на українську демографію та розвиток економіки. Зокрема, зумовлюватиме скорочення внутрішнього споживання та зменшення пропозиції робочої сили, у тому числі в довгостроковій перспективі, що тиснучиме на ринок праці, потенційний ВВП, а також пенсійну систему України.

Додатковий тиск на ринок праці чинять і внутрішні мігранти, адже в східних регіонах структура зайнятості була суттєво зміщеною в бік промисловості, порівняно із західними областями¹⁷. Це вірогідно посилить уже наявні диспропорції між попитом та пропозицією робочої сили, попри релокацію підприємств.

З початком війни активність на ринку праці практично зупинилася. В останні місяці вона поступово відновлювалася, але пропозиція робочої сили і надалі значно перевищуватиме попит

У перші тижні повномасштабної війни різко скоротилася як кількість вакансій, так і резюме. Проте з квітня кількість шукачів роботи почала стрімко зростати¹⁸, у тому числі через повернення частини мігрантів, а також порівняно низький фінансовий запас міцності домогосподарств після ковідної кризи. Натомість кількість вакансій збільшується вкрай повільно, навіть у сфері ІТ. Це пояснюється глибоким спадом економічної активності, невизначеністю та скороченням фінансових ресурсів підприємств.

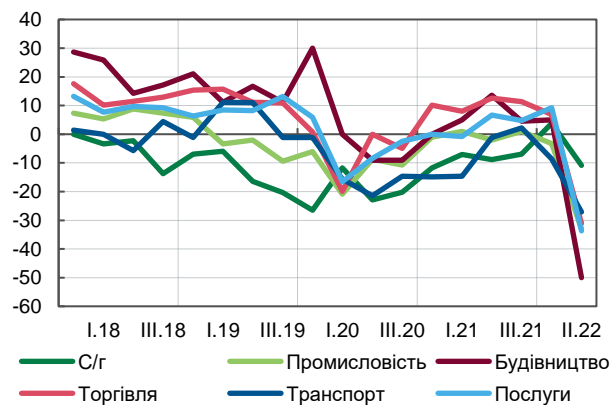
За результатами оперативного опитування підприємств, яке НБУ проводив у березні – травні, на початку війни більшість підприємств утримували практично незмінними і кількість персоналу, і фонд оплати праці. Утім, з усвідомленням, що війна не закінчиться найближчим часом та погіршенням фінансово-економічного стану підприємства почали оптимізувати витрати.

У подальшому відновлення економічної активності сприятиме похваленню попиту на робочу силу. Водночас, вірогідно, відчутно зміниться його структура. Зокрема значним попитом користуватимуться працівники на відновлення інфраструктури та виробничих потужностей, у логістиці. Натомість попит на працівників промислових видів діяльності залишатиметься порівняно слабким, оскільки відновлення зруйнованих виробничих потужностей потребуватиме значного часу. З іншого боку, скорочення робочої сили, зокрема виїзд працездатного населення за кордон, може призвести до гострого дефіциту працівників у окремих галузях. Усе це поглибить наявні диспропорції на ринку праці. Крім того, стримуватимуть загальне відновлення попиту на робочу

¹⁷ У 2021 році, згідно з даними ДССУ частка зайнятих у промисловості в Донецькій, Луганській, Запорізькій, Харківській областях в середньому сягала майже 21%, тоді як у західних областях – близько 12.5%.

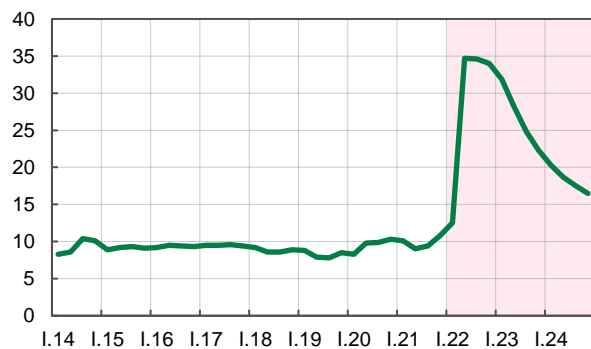
¹⁸ Згідно з даними сайту пошуку роботи grc.ua в червні 2022 року кількість шукачів, які заходили на сайт, уже досягла показників червня попереднього року. Кількість відгуків на 1 вакансію зросла у 4 рази (до 12 осіб). Про схожі тенденції повідомляють і інші сайти пошуку роботи.

Графік 2.3.5. Очікування щодо зміни кількості працівників у наступні 12 міс. за видами діяльності (баланс відповідей), %



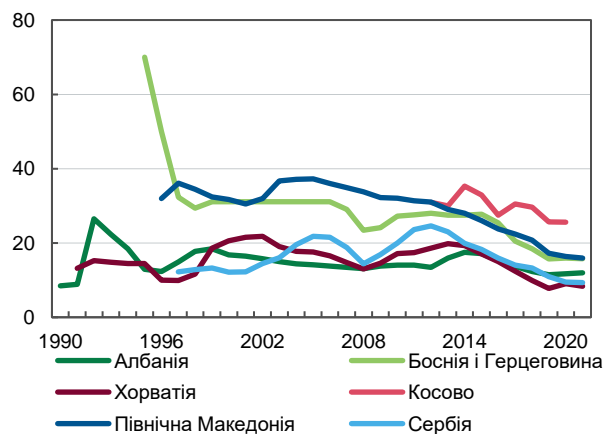
Джерело: НБУ.

Графік 2.3.6. Рівень безробіття за МОП, с/с, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.7. Рівень безробіття за методологією МОП у балканських країнах, %



Джерело: МВФ.

силу недостатні обсяги інвестицій в економіці в найближчі післявоєнні роки та слабкий фінансовий стан бізнесу.

Після рекордного зростання рівень безробіття поступово знижуватиметься, проте залишатиметься вищим за свій природний рівень

За оцінками НБУ, попри зусилля підприємств з утримання працівників, війна зумовила нечуваний досі стрибок рівня безробіття (близько 35%). Через глибокий спад економічної активності та міграцію унаслідок безпекових ризиків у прифронтових регіонах¹⁹ значна частина населення втратила роботу. З іншого боку, незначний фінансовий запас міцності змушував домогосподарства активно шукати роботу. Рівень безробіття значно зріс й унаслідок вибуття частини населення з робочої сили передусім через те, що вимушені мігранти, як у межах країни, так і за кордон, часто не мали пошук роботи за основний пріоритет²⁰. Утім, якби мігранти залишалися в Україні та активно шукали роботу, рівень безробіття зріс би ще більше. Стримувала нарощення безробіття також мобілізація до лав захисників України.

До кінця року рівень безробіття скоротиться з пікових значень у II кварталі 2022 року завдяки відновленню економіки та збільшенню попиту на робочу силу. Утім, як і в інших країнах (наприклад, колишньої Югославії), навіть після закінчення активних бойових дій, безробіття знижуватиметься повільно та залишатиметься на вищих рівнях, ніж раніше, через довгострокові наслідки війни.

Доходи населення різко знизилися. На прогностному горизонті відновлення реальних зарплат очікується помірним

Згідно з оперативними опитуваннями НБУ, підприємства намагалися виплачувати зарплату, а окремі з них робили додаткові виплати або надавали матеріальну допомогу, навіть якщо діяльність підприємства була зупинена. Однак, із продовженням бойових дій підприємства частіше звільняють персонал та переважно не в змозі сплачувати довоєнну зарплату. Серед великих компаній, особливо міжнародних, переважають ті, хто виплачував зарплату повністю. Утім, навіть ці компанії оптимізують видатки на персонал. Серед МСБ стійкості менше, тож звільнень та зниження зарплат більше²¹. Значне перевищення пропозиції над попитом на ринку праці зумовлює зниження й очікуваних зарплат, незважаючи на пришвидшення інфляції²².

За різними опитуваннями, падіння зарплат у приватному секторі в травні становило від 25% до 50% порівняно з довоєнним часом. Деяка краща ситуація, за оцінками на

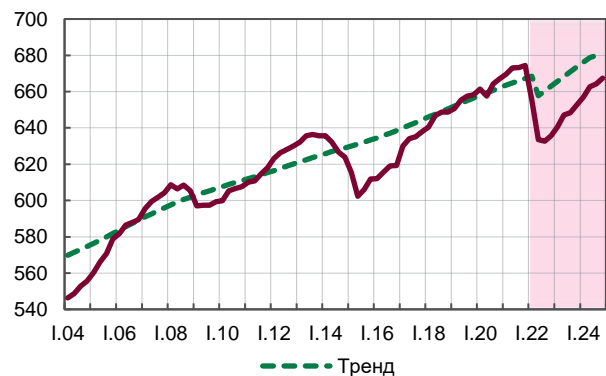
¹⁹ За опитуванням Рейтинг з квітня громадяни поступово поверталися до роботи. У червні 38% з тих, хто працював до війни, повернулися на свої робочі місця у звичному режимі, 18% – працюють дистанційно, 7% – знайшли нове місце роботи. Попри це третина опитаних до цього часу не працюють (53% у березні). Найбільше останніх серед молоді та найстарших опитаних, жінок, мешканців сходу та півдня країни.

²⁰ Рівень безробіття розраховується як відношення кількості безробітних і робочої сили. Якщо кількість безробітних у I кварталі 2022 року не змінилася порівняно з IV кварталом 2021 року, але робоча сила зменшилась на 3 млн осіб, то рівень безробіття збільшився з 10,6% до 12,8%.

²¹ За опитуванням ЄБА великих компаній у травні персонал звільняли 8% порівняно з 1% у березні, а скорочували зарплати 13% порівняно з 3% у березні. У повному обсязі виплачували зарплату 63%. Серед МСБ персонал звільняли 12% порівняно з 8% у березні, а скорочували зарплати 32% порівняно з 19% у березні. У повному обсязі виплачували зарплату 23%.

²² За даними сайту work.ua, середні пропоновані зарплати як за вакансіями так і за резюме у квітні – червні були нижчими ніж на початку березня. Хоча середнє зниження номінальних зарплат є не дуже значним, для окремих професій, таких як готельно-ресторанний бізнес, туризм, нерухомість, воно вимірюється десятками відсотків.

Графік 2.3.8. Реальна зарплата, рівень (логарифми)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

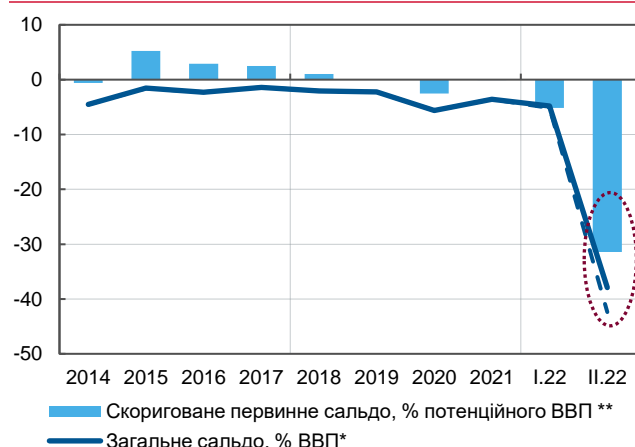
основі видатків бюджету, у бюджетному секторі. Крім того, втрата доходів населення від праці частково компенсувалася соціальними допомогами, підвищенням пенсій та значним збільшенням виплат військовим.

Загалом номінальні зарплати у 2022 році скоротяться на 12%, а в реальному вимірі – на 27%. Надалі з відновленням економіки, поживленням попиту на робочу силу номінальні зарплати швидко зростатимуть і перевищать довоєнний рівень вже у 2023 році. Утім, з урахуванням інфляційних процесів реальні зарплати наприкінці 2024 року будуть усе ще нижчими за довоєнний рівень.

2.4. Фіскальний сектор

- Фіскальна політика стала стимулюючою, що пом'якшило шок в економіці. Попри очікуване звуження дефіциту бюджету (з 26% ВВП у 2022 році без урахування грантів до 11–7% ВВП у 2023–2024 роках), вона залишатиметься доволі м'якою до кінця прогнозного періоду. Це, з одного боку, підтримуватиме економіку в повоєнний час, з іншого, – підживлюватиме інфляцію.
- Вагомим джерелом фінансування бюджетних потреб у 2022 році залишатимуться міжнародні кошти та монетизація НБУ, у наступні роки – офіційні, зокрема завдяки новій програмі з МВФ, та ринкові залучення, а монетизація бюджету поступово буде припинена. Значний дефіцит у 2022 році спричинить стрімке зростання державного боргу. Відношення боргу до ВВП триматиметься на високому рівні і в наступні два роки.

Графік 2.4.1. Сальдо СЗДУ за різними вимірами, % ВВП



* Загальне сальдо – сальдо зведеного бюджету з урахуванням позичок з ЄКР, наданих Пенсійному фонду. Пунктиром позначено сальдо без урахування грантів.

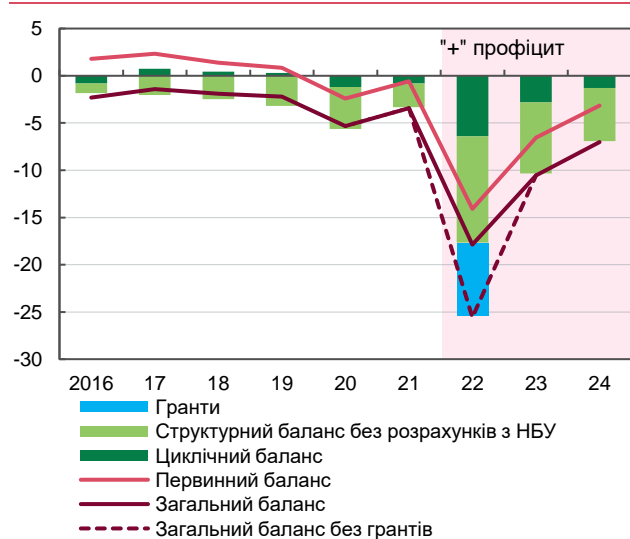
** Циклічно скориговане первинне сальдо – різниця між с/с доходами, у структурі яких податкові надходження коригуються на циклічні зміни ВВП, та с/с первинними видатками. З доходів вираховано одноразові надходження. Від'ємне значення означає м'яку політику.

Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Фіскальна політика очікувано та виправдано стала стимулюючою в умовах війни. У наступні роки розпочнеться помірний фіскальний консолідація, проте політика залишатиметься доволі м'якою

У першому півріччі зведений бюджет виконано зі значним дефіцитом, який є безпрецедентним (майже 349 млрд грн). У відношенні до ВВП він перевищує річні дефіцити попередніх криз, у тому числі 2014 року та пандемічного 2020 року. Первинне сальдо, скориговане на циклічну позицію економіки, також стало від'ємним, що свідчить про різке пом'якшення політики, особливо в II кварталі. Це зумовлено істотними бюджетними витратами на забезпечення обороноздатності, а також стимулами для підтримки економіки в умовах воєнного стану. Так, започатковано соціальні програми підтримки населення, а відповідно і споживчого попиту. Крім того, запроваджені податкові пільги та послаблення дали змогу поживити діяльність бізнесу. Різке розширення дефіциту бюджету є виправданим контрциклічним кроком – в умовах війни це пом'якшило шок для економіки у 2022 році та стане підґрунтям відновлення в наступні роки. Таке пом'якшення фіскальної політики стало можливим завдяки доволі виваженій політиці попередніх років та значній міжнародній підтримці.

Графік 2.4.2. Сальдо зведеного бюджету, % ВВП



Джерело: МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Ураховуючи слабкі доходи та значні потреби у видатках, дефіцит у 2022 році сягне майже 18% ВВП (близько 26% ВВП без урахування грантів). У 2023–2024 роках очікується його звуження завдяки заходам уряду з оптимізації та підвищення ефективності видатків і мобілізації доходів. Проте консолідація буде помірною, зокрема через значні потреби у відновленні країни та подальше стимулювання економіки в післявоєнний час. Тож від'ємне сальдо залишатиметься доволі значним (11–7% ВВП).

Глибоке падіння економіки та податкові пільги – ключові причини зниження податкових надходжень

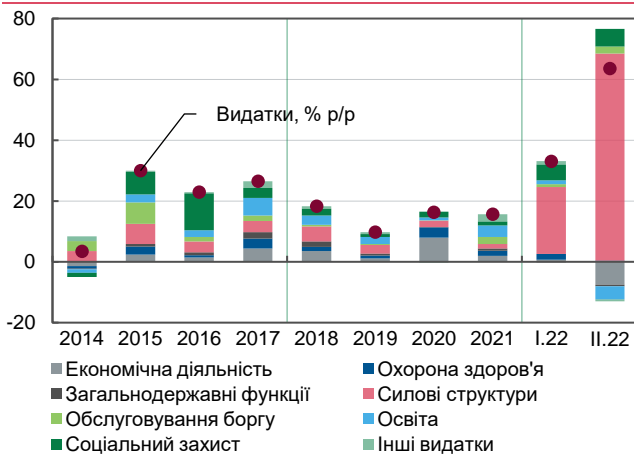
У першому півріччі податкові надходження скоротилися (на 6.7% р/р). Крім безпосередньо різкого стиснення економічної діяльності після вторгнення росії, не менш вагомою причиною скорочення податкових надходжень стали податкові зміни, особливо щодо оподаткування імпорту. Так, надходження від податків з увезених товарів у першому півріччі суттєво скоротилися – майже на 42% р/р передусім за рахунок II кварталу (зниження на 65% р/р). А їх відношення до імпорту в II кварталі скоротилося до 12% – з 22% у I кварталі та 27% у II кварталі 2021 року.

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



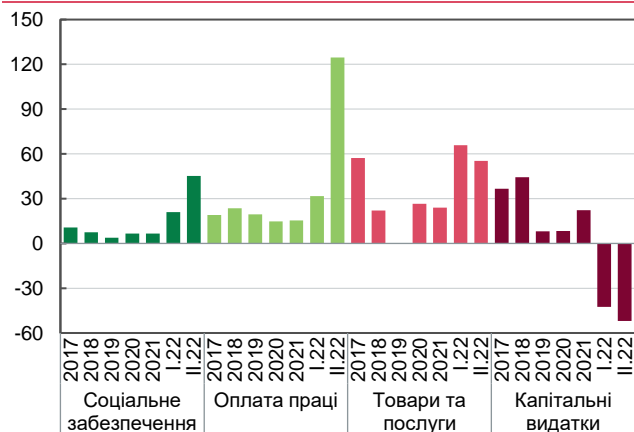
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.5. Темпи зростання видатків зведеного бюджету за окремими напрямками, % р/р*



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Надходження від внутрішніх податків навіть незначно зросли. Так, зусилля підприємств з утримання персоналу та виплати заробітних плат супроводжувалися й відповідною сплатою податків, прямо чи опосередковано пов'язаних з оплатою праці. Певне відновлення економічної активності з квітня також підтримало надходження до бюджету. Вагомий внесок мали і тимчасове призупинення відшкодування ПДВ, пришвидшення інфляції та високі світові ціни на сировинні товари, що позначилося на рентних платежах.

Від початку воєнних дій суттєвим джерелом доходів стали грантові кошти від міжнародних партнерів (понад 9% доходів). На високому рівні залишалися і неподаткові надходження. Це серед іншого може пояснюватися добровільними перерахунками на спеціальні рахунки від українських та іноземних громадян, підприємств та організацій на підтримку України. Разом неподаткові надходження та гранти компенсували скорочення податкових надходжень і забезпечили незначне зростання доходів бюджету в першому півріччі. Однак без урахування грантів, які є тимчасовим і неритмічним джерелом доходів, останні скоротилися на 3.2% р/р.

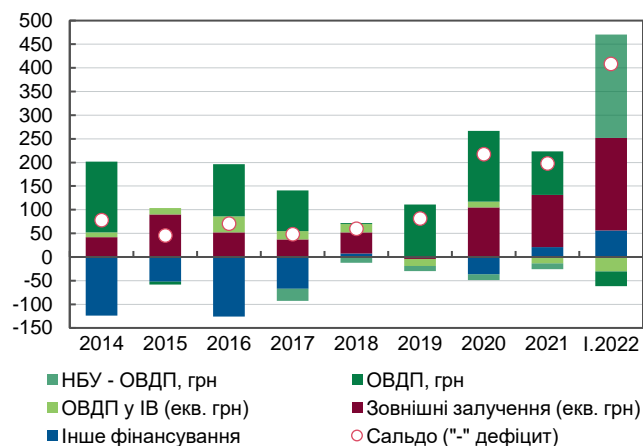
У 2022 році очікується скорочення доходів майже на 30%, попри повернення оподаткування імпортованих товарів та інші заходи з мобілізації надходжень у бюджет. Надалі доходи зростатимуть завдяки відновленню економіки. Значний внесок матимуть й інфляційні процеси, що підвищать базу оподаткування. Повернення мігрантів з-за кордону сприятиме зростанню податків зі споживання.

Видатки очікувано стрімко зросли з метою підтримки обороноздатності та пом'якшення економічного шоку

Від початку військової агресії та зважаючи на обмеженість бюджетних ресурсів, змінилися пріоритетні напрями видатків. Ключовим стало забезпечення обороноздатності та безпеки країни. Також зросли соціальні видатки за рахунок як нових ініціатив під час війни ("є-Підтримка", допомога ВПО), так і наявних програм (пільги і субсидії населенню на оплату ЖКП, різні види соціальної допомоги). Значне збільшення оплати праці викликано передусім відсутнім підвищенням грошового забезпечення військових. Також збільшилися витрати на обслуговування боргу в річному вимірі як через слабший, ніж у попередньому році, курс гривні, так і значні залучення у 2021 році.

Збільшення грошового забезпечення військових і видатків на соціальні програми стало вагомим джерелом доходів домогосподарств, що підтримувало споживчий попит та пом'якшило економічний шок. Натомість інші витрати (екологія, культура, держуправління тощо) сповільнилися або навіть скоротилися, оскільки їх фінансування проводилося ситуативно залежно від потреб та наявних коштів. Суттєво зменшилися капітальні видатки, що разом зі скороченням приватного інвестування призвело до спаду інвестицій як частини ВВП.

Графік 2.4.6. Фінансування державного бюджету*, млрд грн



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

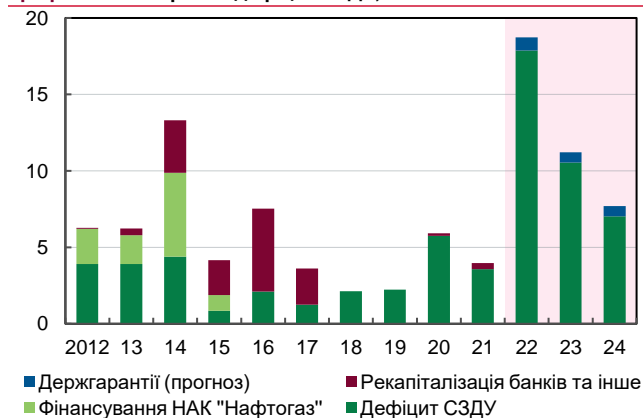
У 2022 році в цілому видатки зведеного бюджету зростуть на понад 42% р/р. Необхідність стабілізації державних фінансів та зниження боргових ризиків зумовить повернення до заходів фіскальної консолідації. У 2023 році видатки СЗДУ залишаться на рівні 2022 року, а з 2024 року зростатимуть стриманими темпами. Після стрімкого падіння у 2022 році капітальні видатки надалі зростатимуть, що, зокрема, пов'язано з потребами повоєнного відновлення.

Дефіцит фінансувався за рахунок міжнародних коштів та монетизації з боку НБУ. Надалі очікується поступове заміщення монетизації ринковими залученнями з повною відмовою від неї у 2024 році

Міжнародна фінансова допомога у вигляді кредитних та грантових коштів стала вагомим джерелом фінансування значних потреб уряду. Загалом отримано близько 7.2 млрд дол. США зовнішнього боргового фінансування (ще 2.7 млрд дол. США – у вигляді грантів, які зараховуються до доходів бюджету). Попри збільшення боргу, такі запозичення отримані на пільгових умовах, що не створюватиме тиску на видатки в найближчі роки.

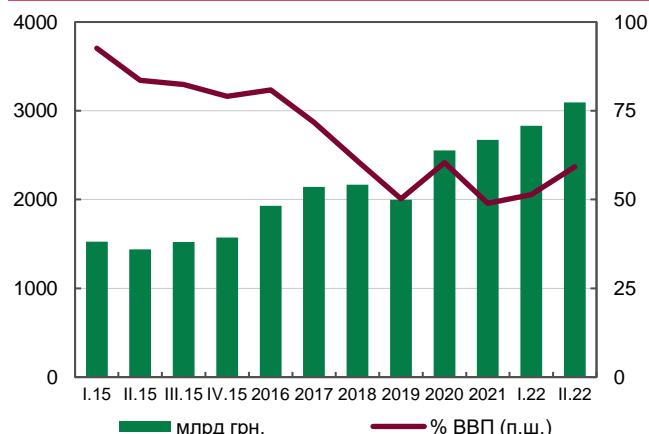
В умовах підвищених ризиків та низької дохідності внутрішніх ринкових залучень було недостатньо для фінансування видатків. З березня для безперервного виконання критичних видатків в умовах війни НБУ розпочав монетизацію дефіциту державного бюджету. Це сприяло переналаштуванню державних фінансів, а також адаптації бізнесу та домогосподарств до нових реалій. Проте монетарне фінансування поступово збільшувалося, сягнувши понад 50% дефіциту за березень – червень, тоді як чисті внутрішні ринкові залучення були від'ємними. Це генерує ризики розгортання інфляційних процесів та розбалансування інфляційних та девальваційних очікувань, збільшуючи тиск на валютний ринок.

Графік 2.4.7. Широкий дефіцит СЗДУ, % ВВП



Джерело: МВФ, ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.8. Державний та гарантований державою борг* (станом на кінець періоду)*



* Борг II кв. 2022 року – оцінка НБУ. ВВП за 2022 рік – оцінка НБУ на основі квартальних даних. Джерело: МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Фінансова допомога країн-партнерів залишиться вагомим джерелом фінансування урядових потреб та підтримки макроекономічної стабільності. Так, у прогноз закладається запуск нової програми співпраці з МВФ у 2023 році. Натомість емісійне фінансування скорочуватиметься вже в другому півріччі 2022 року і надалі з повною відмовою від нього у 2024 році та заміщенням ринковим фінансуванням. Також у 2024 році очікується відновлення інтересу іноземних інвесторів до внутрішніх боргових інструментів, цьому сприятиме жорстка монетарна політика.

Державний та гарантований державою борг стрімко зростає у 2022 році та поступово скорочуватиметься в наступні роки

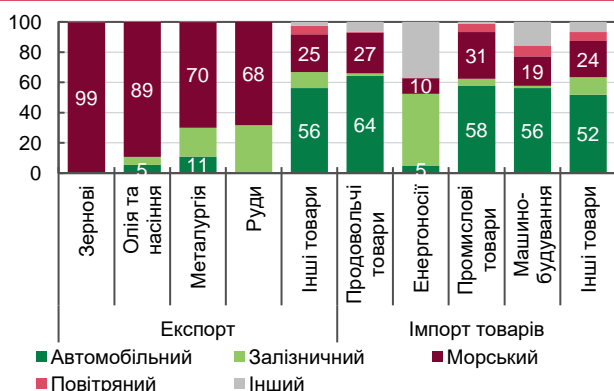
Обсяг державного та гарантованого державою боргу в першому півріччі різко збільшився як в абсолютному вимірі, так і у відношенні до ВВП (до близько 60% за оцінкою НБУ). Крім значних боргових залучень, це зумовлювалося також наданням державних гарантій на портфельній основі для підтримки МСБ. До кінця року очікується зростання державного та гарантованого боргу,

ураховуючи значний дефіцит у 2022 році та боргові джерела його покриття. Однак надалі потреба стабілізації боргу для забезпечення фіскальної стійкості зумовить фіскальну консолідацію та скорочення квазі-фіскальних дисбалансів. Зменшення дефіциту та відновлення економіки сповільнять зростання боргу. Його частка у відсотках від ВВП повільно знижуватиметься, хоча й залишатиметься на високому рівні.

2.5. Платіжний баланс

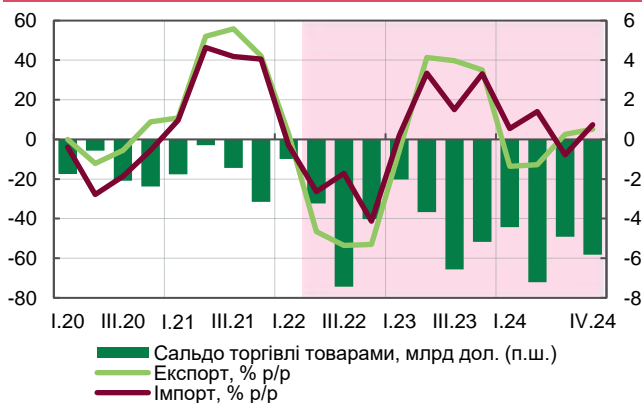
- Після різкої зупинки на початку повномасштабної війни валютні надходження поступово збільшувалися завдяки налагодженню перевезень через західні кордони та значним обсягам міжнародної фінансової допомоги. Надалі приплив валюти зростатиме, насамперед завдяки розблокуванню чорноморських портів. Проте обмежений виробничий потенціал, нижчі врожаї та падіння цін на експортні товари стримуватимуть це зростання.
- Імпорт товарів відновлювався значно швидше за експорт на тлі активізації внутрішнього попиту, а значна міграція призвела до нарощування відпливу валюти й за іншими статтями. Надалі імпорт також зростатиме, насамперед з метою повоєнного відновлення країни.
- Дефіцит валюти в першому півріччі балансувався інтервенціями НБУ, що зумовило скорочення міжнародних резервів. До кінця року обсяги зовнішньої фінансової допомоги зростуть, що сприятиме утриманню резервів на поточному рівні. Нова програма співпраці з МВФ у 2023 році та інше офіційне фінансування дадуть змогу наростити резерви до 29 млрд дол. на кінець 2024 року.

Графік 2.5.1. Транспортування торгівлі у 2021 році, %



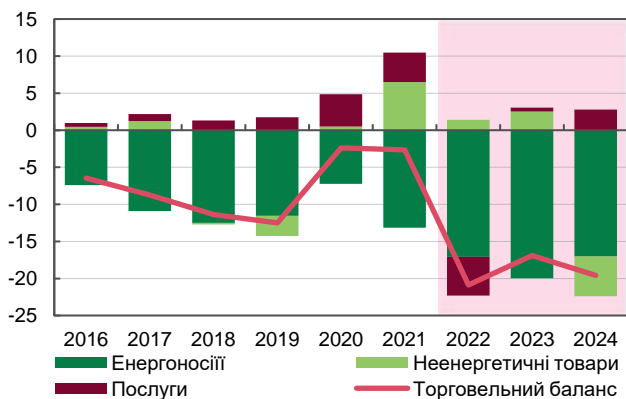
Джерело: ДМСУ.

Графік 2.5.2. Торговля товарами



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.3. Торговельний баланс, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

Повномасштабна війна призвела до значного погіршення зовнішньоторговельної позиції України

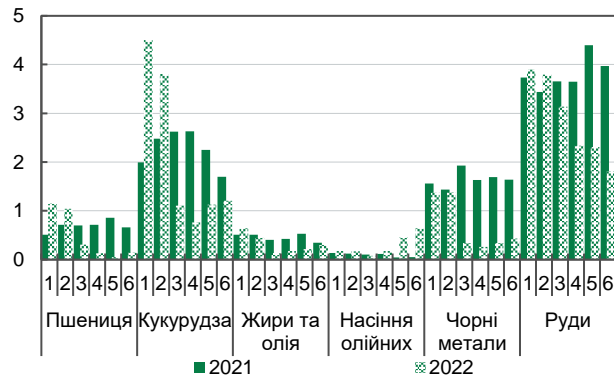
Через війну традиційний дефіцит торгівлі товарами розширився та зростатиме навіть після розблокування чорноморських портів. Найболючіших втрат зазнав експорт аграрної продукції, оскільки мав найбільшу частку транспортування морськими шляхами. Попри переорієнтацію на наземний транспорт і використання дунайських портів пропускна спроможність наявних логістичних коридорів становить лише близько 25–30% довоєнних обсягів експорту. Поступове розширення експортних маршрутів і вузьких місць в інфраструктурі як в Україні, так і з боку європейських партнерів сприятиме нарощуванню поставок ключових продовольчих товарів. Розблокування морських портів дасть змогу миттєво збільшити обсяги поставок зернових та олійних, однак експорт все одно залишатиметься меншим, ніж у попередні роки, через низку проблем в агросекторі (детальніше – у розділі "Попит і випуск" на стор. 20).

Наразі після адаптації до першого шоку війни Україна нарощує експорт продовольчої продукції, транспортування якої не потребує великогабаритного транспорту. Так, поставки м'ясо- та молокопродуктів у травні-червні майже досягли минулорічних рівнів. Додатковими чинниками збільшення експорту цієї продукції стало зниження внутрішнього попиту, вартості кормів, відкриття зелених транспортних коридорів і подорожчання продовольства у світі. Також на тлі труднощів з реалізацією олії та рекордного врожаю соняшника минулого року Україна [значно наростила обсяги експорту насіння соняшнику](#).

Від морської блокади суттєво постраждав і експорт продукції ГМК. До того ж металургійний сектор не лише скоротив обсяги виробництва через близькість до бойових дій, а й зазнав значних руйнувань виробничих потужностей. Тож навіть з відновленням повноцінного доступу до морських шляхів експорт гірничо-металургійної продукції залишатиметься суттєво нижчим, ніж у попередні роки.

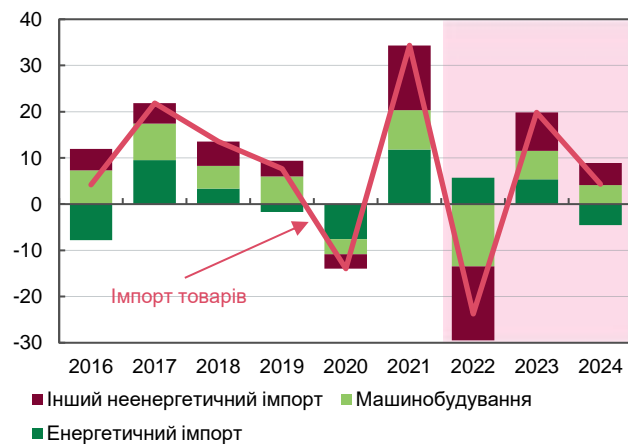
У II кварталі експорт товарів скоротився майже вдвічі. Він залишатиметься пригніченим до кінця 2022 року через логістичні проблеми, вимушене скорочення виробництва та суттєве зростання собівартості товарів. Щойно морські порти будуть розблоковані (за припущенням прогнозу –

Графік 2.5.4. Експорт товарів, млн т



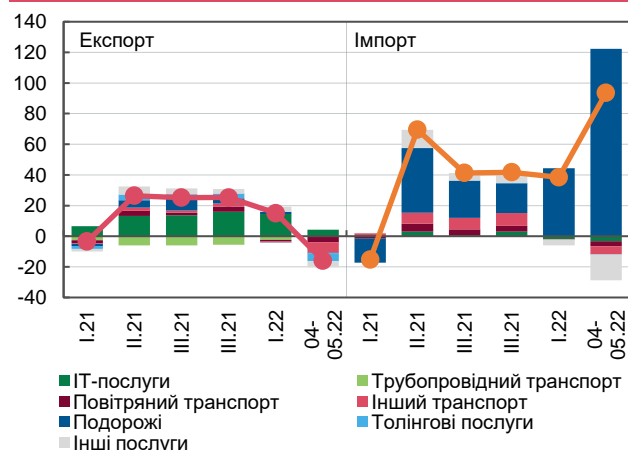
Джерело: ДМСУ.

Графік 2.5.5. Внески в річну зміну імпорту товарів, в. п.



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.6. Внески в річну зміну торгівлі послугами, в. п.



Джерело: розрахунки НБУ.

на початку 2023 року), відбудеться короткостроковий сплеск експорту товарів за рахунок відкладеної реалізації запасів, насамперед зернових. Проте надалі через проблеми у виробничому та аграрному секторах на тлі зниження світових цін на сировинні товари відновлення експорту товарів буде помірним.

На відміну від експорту імпорт товарів у II кварталі впав не так суттєво (26.4% р/р) через меншу залежність від транспортування морськими портами і швидке відновлення попиту після першого шоку. Пожвавлення внутрішнього попиту в умовах поступової адаптації бізнесу, податкових послаблень і розширення переліку критичного імпорту підтримували відновлення імпорту. Більша потреба в забезпеченні обороноздатності та функціонування країни зумовила зростання закупівель окремої продукції машинобудування, продовольчих і промислових товарів. Закупівлі легкових автомобілів у травні-червні були рекордними та загалом у II кварталі перевищили минулорічний рівень унаслідок пільгового оподаткування, як і імпорт мобільних телефонів у червні. Також суттєво збільшився імпорт нафтопродуктів через знищення внутрішнього виробництва та подорожчання нафти.

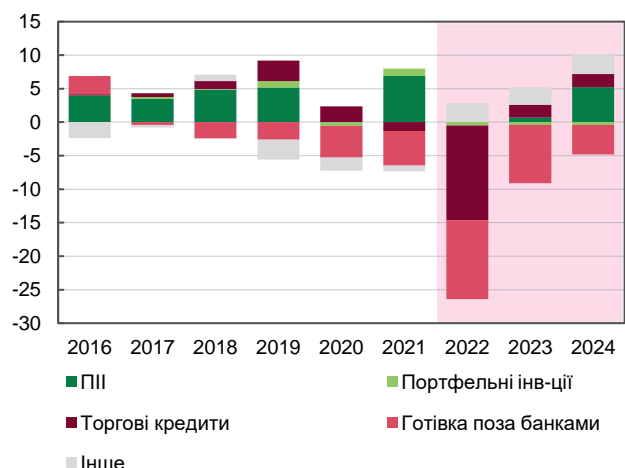
Під впливом повернення оподаткування імпорту до довоєнного рівня та застосування додаткових імпорتنих мит темпи зростання імпорту дещо сповільняться до кінця 2022 року. Проте енергетичний імпорт суттєво зросте через необхідність поповнення запасів перед опалювальним сезоном за високими цінами. Потреба в імпорті посилиться в умовах повоєнного відновлення країни. Зокрема, суттєво зросте імпорт товарів машинобудування та хімічної промисловості, що потрібні для відбудови інфраструктури, поновлення виробничих потужностей та підвищення врожайності. Додатковим чинником будуть надзвичайно високі ціни на енергоносії, зокрема газ, хоча їх очікуване зниження у 2024 році призведе до сповільнення зростання імпорту.

На всьому прогностичному горизонті імпорт зростатиме швидше, ніж експорт, тому дефіцит торгівлі товарами залишатиметься значним – 16–22 млрд дол. у 2022–2024 роках.

Зростання чисельності українських мігрантів за кордоном призвело до значних обсягів відпливу валюти. Проте перекази від трудових мігрантів в Україну залишаються стабільними

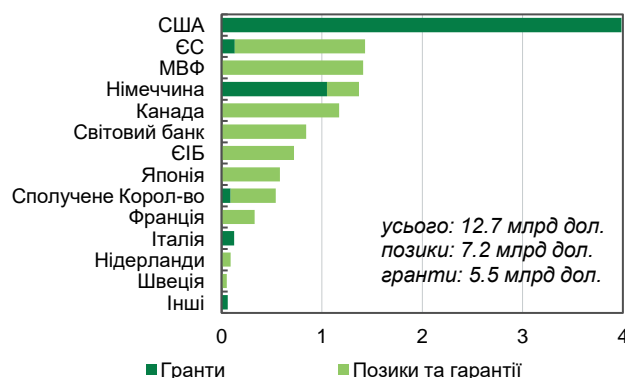
З початком війни докорінно змінилася і структура торгівлі послугами. Експорт скоротився майже за всіма видами. Зокрема, експорт транспортних послуг знизився через заблоковану портову інфраструктуру, закриття повітряного простору, а також [необґрунтоване скорочення росією платежів за транзит природного газу](#). Значно скоротився й експорт толінгових послуг унаслідок як тимчасової зупинки окремих заводів на початку війни, так і [перенесення деяких виробництв з території України](#). ІТ-послуги очікувано знизилися найменше. Саме вони серед перших почали відновлюватися вже з квітня. На прогностичному горизонті ІТ-послуги залишаться основним

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



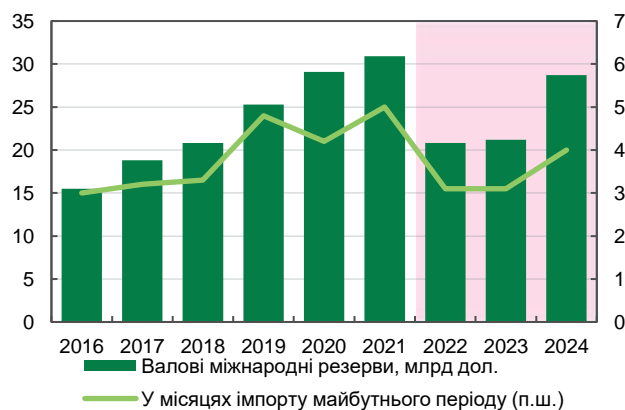
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.8. Обсяги міжнародної фінансової допомоги з початку повномасштабної війни, млрд дол.



Джерело: НБУ, МФУ, дані з відкритих джерел.

Графік 2.5.9. Валові міжнародні резерви



Джерело: розрахунки НБУ.

драйвером зростання експорту послуг стабільно високими темпами (10–14%).

Масштабна міграція за кордон призвела до нарощування імпорту послуг за статтею "подорожі". У результаті імпорт послуг зріс у 1.9 раза в II кварталі, а сальдо торгівлі послугами вперше з 2016 року стало від'ємним.

Крім того, збільшення зняття готівки з карток за кордоном було серед основних причин значного відпливу валюти за статтею "готівкова валюта поза банками". На тлі повернення українських мігрантів з-за кордону очікується скорочення імпорту послуг (на 17.5% р/р та на 3% р/р у 2023–2024 роках відповідно) та сповільнення зростання готівки поза банками. Це сприятиме формуванню профіциту торгівлі послугами вже наприкінці 2023 року та поступовому скороченню відпливу капіталу з приватного сектору.

Значна кількість трудових мігрантів сприяла збереженню стійких грошових переказів. Вони зростатимуть упродовж прогностичного періоду, однак помірними темпами через охолодження економік, зростання інфляції в країнах-реципієнтах українських мігрантів та возз'єднання сімей за кордоном.

Розриви платіжного балансу лише частково покривалися міжнародною фінансовою допомогою, що зумовило зменшення резервів

Міжнародна фінансова допомога стала вагомим джерелом валютних надходжень у країну. Загальний обсяг такої допомоги у II кварталі становив 6.5 млрд дол., а з початку повномасштабної війни – майже 13 млрд дол. (станом на 26.07.2022). Значна частина цієї допомоги надходить у вигляді грантів²³, що разом зі стійкими переказами, заборонаю на виведення дивідендів і скороченням реінвестованих доходів дало змогу звести поточний рахунок зі значним профіцитом. Проте загального обсягу міжнародної допомоги було недостатньо для компенсації відпливу валюти з країни, передусім сформованим збільшенням готівки поза банками та зростанням заборгованості за торговими кредитами (зокрема, через логістичні труднощі та небажання експортерів заводити виручку до країни). У результаті валютний ринок балансувався інтервенціями НБУ, через це резерви протягом II кварталу зменшилися на 5.3 млрд дол. до 22.8 млрд дол.

Міжнародна підтримка залишатиметься важливим джерелом валютних надходжень до кінця прогностичного періоду, що дасть змогу профінансувати значні обсяги бюджетних дефіцитів. Зокрема, до кінця поточного року очікуються чергові анонсовані надходження офіційного фінансування, а з наступного – підписання нової програми співпраці з МВФ. Також з 2023 року поступово відновлюватимуться й інші надходження боргового та інвестиційного капіталу, проте їх обсяги будуть незначними через високі ризики. У результаті резерви підвищаться до 29 млрд дол. станом на кінець 2024 року.

²³ Відображаються за надходженнями в рахунок вторинних доходів поточного рахунку. Кредитні кошти відображаються як портфельні та інші інвестиції державного сектору за фінансовим рахунком.

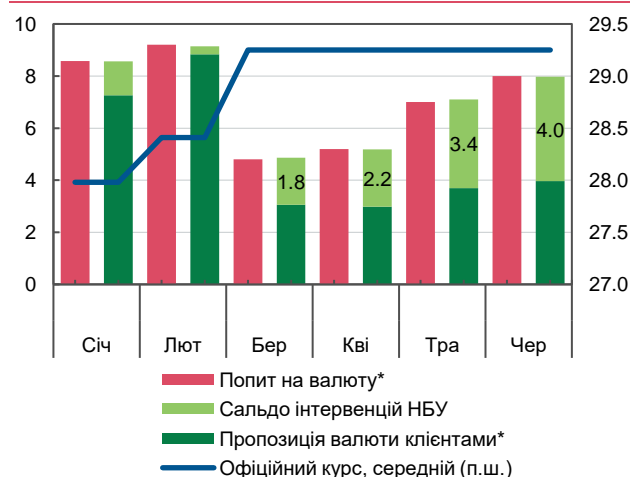
2.6. Монетарні умови та фінансові ринки

- Валютні інтервенції у поєднанні з обмеженнями на рух капіталу залишаються найбільш дієвими інструментами забезпечення макрофінансової стабільності від початку війни. Утримання облікової ставки на рівні 25% річних сприятиме більшій привабливості гривневих активів і, разом з фіксацією обмінного курсу на новому рівні, – збалансуванню валютного ринку, що в комплексі зміцнить стійкість економіки.
- Роль ключової ставки посилиться в міру відновлення економіки та завдяки заходам з поліпшення монетарної трансмісії. Жорсткі монетарні умови внаслідок процентної політики НБУ, валютних інтервенцій і валютних обмежень стримуватимуть інфляційні процеси.
- На прогнозованому горизонті політики НБУ та уряду будуть поступово нормалізовані. НБУ повернеться до традиційних засад режиму інфляційного таргетування з плаваючим курсоутворенням. Емісійне фінансування бюджетних потреб буде поступово припинено.

Таблиця 1. 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 безперервного 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.

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



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

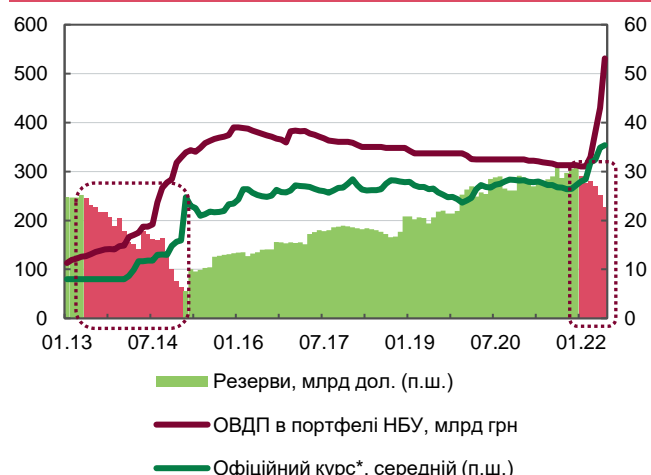
Фіксація обмінного курсу гривні необхідна для утримання макрофінансової стабільності у воєнний час, проте на прогнозованому горизонті НБУ повернеться до плаваючого курсоутворення

З початком повномасштабної війни підтримання надійного та стабільного функціонування банківської і фінансової систем для максимального забезпечення обороноздатності країни стало першочерговим завданням. Тож НБУ зафіксував обмінний курс гривні до долара та запровадив низку адміністративних обмежень на валютні операції та рух капіталу.

Через зниження дієвості ринкових інструментів та невизначеність, спричинену бойовими діями, саме обмінний курс почав відігравати роль номінального якоря для стабілізації очікувань, стримування панічних настроїв, контролю за інфляційними процесами та підтримки стабільної роботи банків.

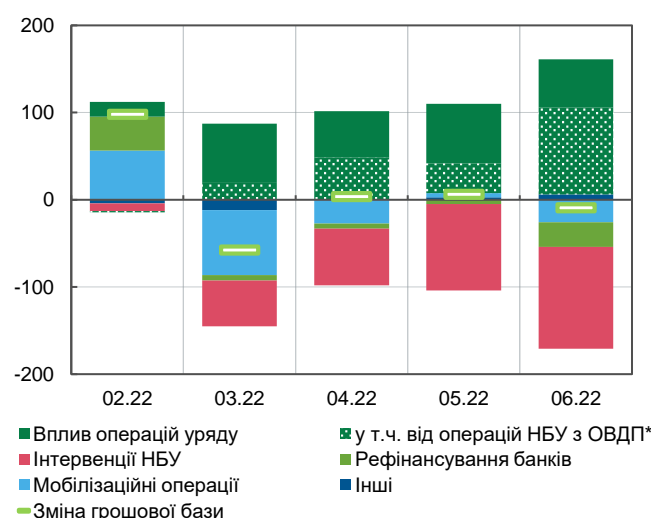
Збалансування валютного ринку потребує присутності НБУ. З огляду на виснажений війною потенціал експорту, значні потреби в забезпеченні обороноздатності, швидке відновлення імпорту та значне збільшення розрахунків мігрантів за кордоном, попит на валюту значно перевищує пропозицію (детальніше – у розділі "Платіжний баланс" на стор. 35). Тому НБУ постійно

Графік 2.6.2. Міжнародні резерви, обсяги монетарного фінансування та обмінний курс гривні до долара



* З березня 2022 року курс на "сірому" готівковому ринку.
Джерело: НБУ.

Графік 2.6.3. Зміна грошової бази та основні чинники впливу на неї, млрд грн



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

Графік 2.6.4. Курси гривні до долара*



* Останні дані – за 25.07.2022.
Джерело: НБУ, відкриті джерела.

проводить інтервенції, обсяг яких протягом березня – червня щомісяця збільшувався. Від’ємне сальдо інтервенцій НБУ з початку воєнних дій сягнуло 12 млрд дол. (станом на 26.07.2022).

Тиск на валютний ринок, зокрема, зумовлений значним емісійним фінансуванням дефіциту бюджету. Для безперебійного фінансування бюджету, передусім на забезпечення видатків з посилення обороноздатності країни в умовах недостатності та неритмічності зовнішнього фінансування, було вирішено розпочати монетизацію бюджету. Проте в червні емісія грошей НБУ стала основним джерелом фінансування дефіциту, а операції уряду – основним каналом поповнення грошової бази. Частина цих коштів емітована унаслідок конвертації в гривню іноземної валюти, отриманої урядом. Оскільки така емісія підкріплена валютою, це не погіршує очікування, і не створює додаткового тиску на ціни.

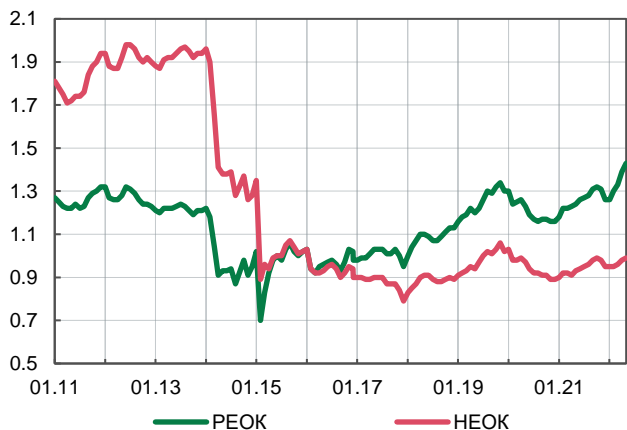
Монетарне ж фінансування бюджету в підсумку перетікає на валютний ринок. За оцінками НБУ, майже 90% "емісійної" гривні за березень – червень потрапило на валютний ринок, що змусило НБУ збільшити обсяг інтервенцій. Якщо у квітні співвідношення між інтервенціями та монетизацією становило 2:3, то у травні-червні – майже 1:1. Оскільки обсяг резервів обмежений та значно скоротився з початку року, фінансування бюджету емісійними коштами погіршує інфляційні та девальваційні очікування. Це призводить до підвищеного попиту на валюту та товари довгострокового користування, що відображалось у стрімкому зростанні імпорту.

З огляду на потребу зниження ризиків розбалансування очікувань та макрофінансової стабільності, очікується зменшення обсягів фінансування бюджету з боку НБУ з другого півріччя 2022 року та його повне припинення у 2024 році.

Крім того, у липні НБУ скоригував офіційний курс гривні на 25% та зафіксував його на новому рівні. З огляду на зміну фундаментальних характеристик економіки України під час війни та зміцнення долара до інших валют, а відтак і зміцнення НЕОК гривні, такий крок був потрібний для збільшення конкурентоспроможності українських виробників, зближення курсових умов для різних груп бізнесу та населення, а також підтримки стійкості економіки в умовах війни. Фіксований курс гривні й надалі слугуватиме основним якорем стабілізації очікувань та ключовим засобом виконання пріоритетних цілей НБУ. Утім, у міру налагодження економічних процесів та поліпшення трансмісії, НБУ повернеться до традиційних засад режиму інфляційного таргетування з плаваючим курсоутворенням.

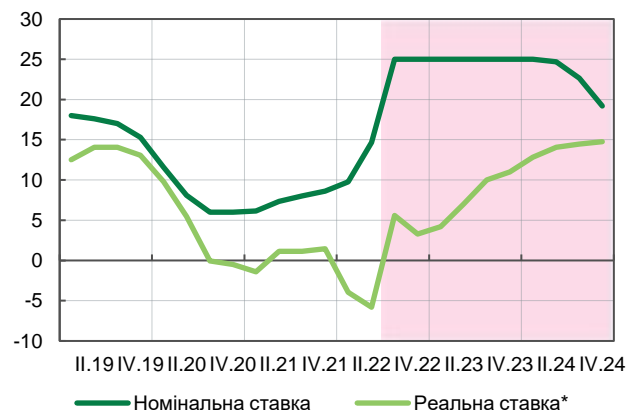
Наразі ж жорсткіші монетарні умови передусім зумовлені зміцненням РЕОК гривні. Після послаблення на початку 2022 року, надалі він посилювався та став суттєво міцнішим за свій рівноважний рівень. Цьому сприяло й значне послаблення самого рівноважного РЕОК. Руїнування інфраструктури, високі ризики та зменшення привабливості інвестицій призвели до втрат виробничого

Графік 2.6.5. Індеси РЕОК і НЕОК, 06.2015 = 1



Джерело: IFS, розрахунки НБУ.

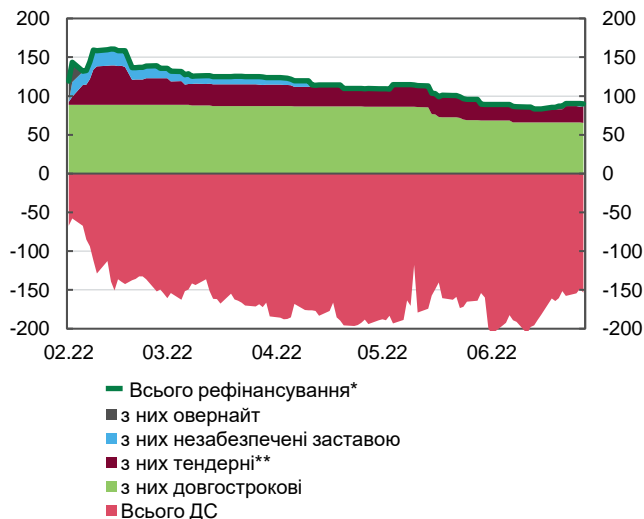
Графік 2.6.6. Облікова ставка, у середньому за період, %



* Дефльована на модельні очікування (КПМ).

Джерело: НБУ.

Графік 2.6.7. Залишок за операціями НБУ, млрд грн



* Без неплатоспроможних банків та банків у стадії ліквідації.

** У тому числі за забезпеченими кредитами позачергових тендерів до одного року, введених 24.02.2022. Останні дані – за 20.07.2022.

Джерело: НБУ.

потенціалу та зниження конкурентно-спроможності українських товарів відносно імпортованих. Крім того, логістичні труднощі погіршили відносну конкурентоспроможність українського експорту. У 2023–2024 роках рівноважний РЕОК гривні посилюватиметься внаслідок відновлення продуктивності в економіці, вирішення логістичних проблем, повернення частини робочої сили, припливу капіталу та зменшення премії за суверенний ризик. РЕОК гривні на прогнозі залишатиметься міцнішим за свій рівноважний рівень як через проведення НБУ інтервенцій з продажу валюти, так і через поступове підвищення процентних ставок у реальному вимірі. Це стримуватиме базову інфляцію, однак підвищуватиме відносну вагу імпорту в споживанні.

Після паузи в перші місяці війни НБУ повернувся до активної процентної політики. На прогнозному горизонті ставки НБУ залишатимуться високими задля привабливості гривневих активів, зниження тиску на валютному ринку та стримування інфляції

На початку війни НБУ тимчасово відтермінував прийняття рішень щодо облікової ставки. З огляду на поступову адаптацію економіки України, заміщення психологічного шоку економічною логікою ухвалення рішень бізнесом та населенням, посилення ризиків доларизації та розбалансування очікувань, НБУ в червні повернувся до активної процентної політики – **підвищив** облікову ставку на 15 в. п. – до 25%. Крім того, для поживлення міжбанківського ринку було розширено коридор процентних ставок за монетарними операціями з банками. З червня ставка для кредитів рефінансування дорівнює обліковій ставці плюс 2 в. п., а для депозитних сертифікатів – обліковій ставці мінус 2 в. п.

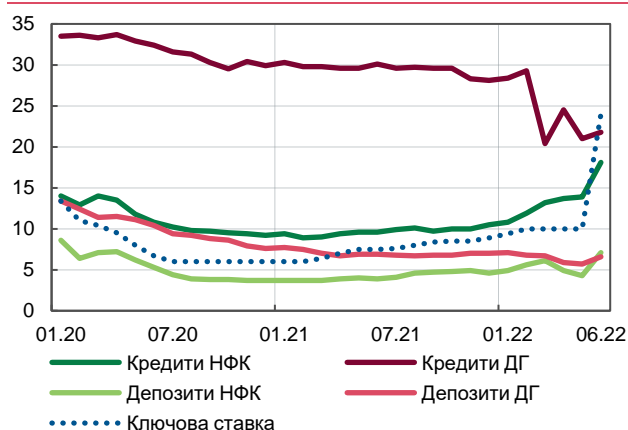
Очікується, що облікова ставка залишиться на рівні 25% щонайменше до II кварталу 2024 року. Вона лишатиметься вищою за інфляційні очікування задля збереження привабливості гривневих фінансових інструментів, стримування девальваційних очікувань і, відповідно, запобігання доларизації та зменшення тиску на міжнародні резерви.

Попри війну банківська система працює стабільно в умовах значного профіциту ліквідності

Оперативне вжиття НБУ превентивних заходів сприяло стабільній роботі банківської системи та забезпечило безперебійність розрахунків. Так, уже 24 лютого НБУ запровадив проведення позачергових тендерів з підтримання ліквідності банків, у тому числі з можливістю отримання бланкового рефінансування. Якщо в перші дні війни попит на підтримку ліквідності був значним, то вже з другої половини квітня банки почали достроково повертати залучені кредити.

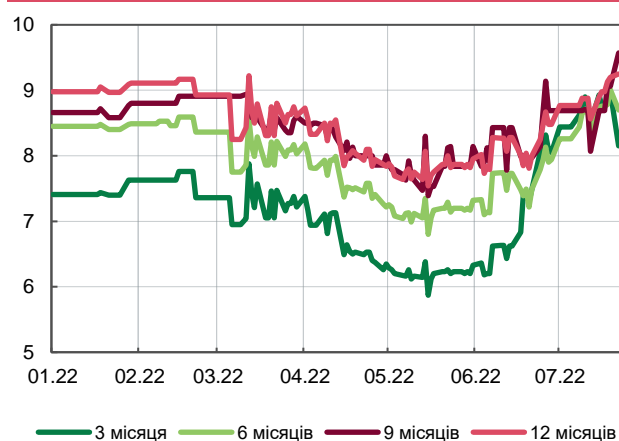
Ліквідність банківської системи у воєнний період була на високому рівні – середньоденні залишки коштів на коррахунках і ДС зросли з 191 млрд грн у лютому до 227 млрд грн у червні, перевищивши показники минулого року. Головним чинником зростання ліквідності було

Графік 2.6.8. Середньозважені гривневі процентні ставки за новими кредитами та депозитами, %



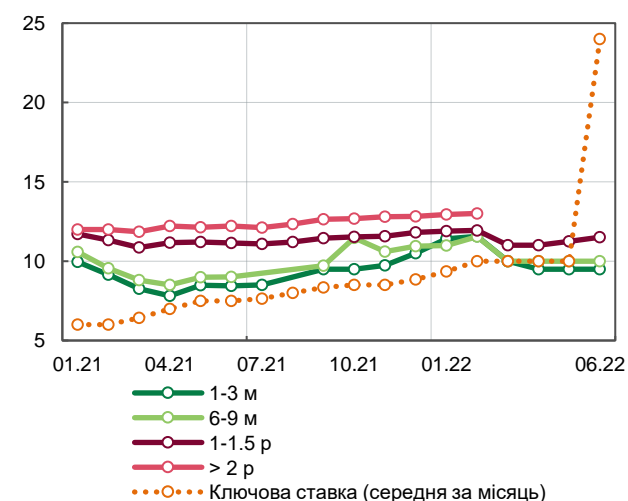
Джерело: НБУ.

Графік 2.6.9. Український індекс ставок за депозитами фізичних осіб*, %



* Останні дані – за 25.07.2022.
Джерело: Thomson Reuters.

Графік 2.6.10. Дохідність гривневих ОВДП під час первинного розміщення, % річних



Джерело: НБУ.

суттєве нарощення урядом видатків переважно за рахунок продажу валютних коштів та емісійного фінансування. Крім того, завдяки стабільній роботі банків та безперервності безготівкових розрахунків обсяги залучених банками коштів, насамперед від домогосподарств, продовжили зростати, попри війну.

Ураховуючи високий рівень ліквідності банківської системи та стабілізацію фінансового ринку, пріоритетним інструментом підтримки ліквідності банків з травня 2022 року стали забезпечені кредити рефінансування, як це і було до повномасштабного вторгнення. Доступ до бланкового рефінансування зберігається для банків, які вичерпали можливості отримати забезпечене рефінансування та стикаються зі значним відпливом коштів фізичних осіб.

За надвисокої ліквідності, банки спершу суттєво знизили ставки за поточними депозитами ДГ, а згодом – і за строковими. Низька дохідність депозитів, підсилена потребою у ліквідних заощадженнях у період війни, зумовила перетік коштів на поточні рахунки. Вартість депозитів НФК зменшилася помірно з метою втримання клієнтів.

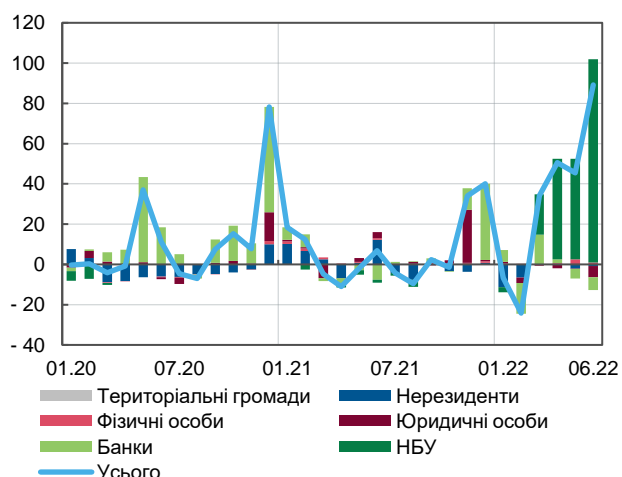
На прогностичному горизонті очікується посилення трансмісії від зміни облікової ставки, зокрема завдяки заходам НБУ та виваженій політиці уряду

Пришвидшення інфляції створює ризики відпливу гривневих коштів у валюту. Однак банки, хоч і помірно, але реагують на різке підвищення ключової ставки у червні (детальніше – у вставці "Вплив зміни облікової ставки на фінанси банків" у Звіті про фінансову стабільність за червень 2022 року). Спочатку рішення про підвищення ставок за гривневими депозитами домогосподарств ухвалили лише невеликі банки. Утім, збільшення конкуренції за кошти клієнтів та зростання вартості інших джерел фондування спонукає більше банків підвищувати ставки за депозитами. Наложна реакція ринкових ставок на рішення щодо облікової ставки збільшить привабливість гривневих активів і обмежить відплив коштів на валютний ринок.

Уряд також підвищив ставки за ОВДП, хоча наразі доволі помірно, тестуючи настрої ринку. У довоєнний період попит клієнтів на ОВДП підживлювали саме привабливі умови їх залучення. У перші місяці війни, незважаючи на зростання ризиків та пришвидшення інфляції, дохідність навіть низилася. Попри це населення, банки та бізнес намагалися підтримати країну у важкий період. Однак потенціал такої (значною мірою благодійної) підтримки поволі вичерпується. З поверненням до економічної логіки прийняття рішень, економічні агенти чітко розділяють благодійні (через відповідні внески) та інвестиційні (через вкладення у фінансові інструменти) мотиви. Уже з травня виплати уряду за внутрішніми гривневими борговими інструментами перевищили обсяги нових залучень.

Очікуване подальше зростання ставок за ОВДП із заміщенням емісійного фінансування ринковими

Графік 2.6.11. Зміна обсягу гривневих ОВДП у обігу в розрізі власників, млрд грн



Джерело: НБУ.

залученнями допоможе відновити інтерес до гривневих цінних паперів як інвестиційного інструменту. Це, у свою чергу, дасть змогу зменшити обсяги монетизації НБУ та тиск на валютний ринок, що знизить ризики для макрофінансової стабільності.

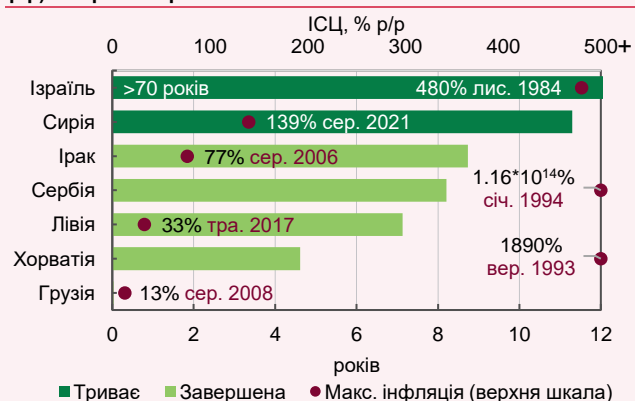
Вплив підвищення облікової ставки на кредитування за поточних умов є обмеженим. По-перше, більшість нових кредитів видається за державними програмами, тож пільгові умови для таких позичальників зберігатимуться. По-друге, вартість кредитів залежить передусім від фактичної вартості фондування банків, яка залишається низькою. По-третє, з початку війни банки підвищили ставки через вищі ризики неповернення позик. Отже, банки збільшуватимуть ставки за кредитами, проте помірно.

Вставка 4. Уроки монетарної політики у воєнні часи

Країни, які в той чи інший період свого становлення проходили через збройні конфлікти, використовували різні комбінації режимів монетарної та фіскальної політики для забезпечення цінової та фінансової стабільності, а також відновлення економіки. Такий досвід не завжди був успішним і залежав насамперед від унікальних внутрішніх та зовнішніх умов, масштабу втрат та міжнародної допомоги. Це унеможливило напрацювання універсальних рецептів антикризової політики. Однак деякі закономірності можна простежити. Так, фіксація обмінного курсу є доволі поширеним та дієвим заходом зі стабілізації макрофінансової ситуації на початку воєнних дій, проте шкодить за надмірно тривалого збереження такого режиму. Масштабна монетизація дефіциту бюджету центральними банками (ЦБ) зазвичай закінчувалася гіперінфляцією, суттєвою доларизацією економіки, а в деяких випадках – втратою монетарного суверенітету. Для подолання кризових явищ більшість країн була змушена відмовитися від монетизації і поверталася до незалежної і жорсткішої монетарної політики (МП), фіскальної консолідації та використання ринкових інструментів поповнення бюджету.

Країни, що пройшли крізь війну, отримали унікальний досвід монетарного та фіскального відгуку для подолання кризових явищ та повоєнного відновлення. Така унікальність об'єктивно зумовлена різною тривалістю, масштабом воєнних дій, їх руйнівними наслідками. Також простір для МП значною мірою окреслюється й довоєнним станом та структурою економіки, рівнем розвитку фінансових регуляторів та інституцій, довірою до них та до національної валюти, обсягом міжнародних резервів та державного боргу, попередньою [інфляційною динамікою](#) та закореністю очікувань.

Графік 1. Тривалість війни та пікові значення зростання ІСЦ (% р/р) в окремих країнах



* Ізраїль – починаючи з 1947 року; Ірак – повалення режиму Хусейна. Джерело: розрахунки НБУ на основі даних з відкритих джерел, IFS, офіційні сторінки центральних банків, Trading Economics.

Унікальність досвіду МП зумовлюють також умови зовнішнього середовища. Зокрема вони визначають ступінь ужорсточення МП та швидкість переходу до її пом'якшення для підтримки економіки. Так, розгортання світової фінансової кризи та зниження цін на світових товарних ринках сприяло [сповільненню інфляції](#) у Грузії з 12.8% р/р у серпні до 5.5% р/р на кінець 2008 року. Це дало змогу ЦБ цієї країни, незважаючи на девальвацію ларі та інші негативні наслідки війни, знизити ключову ставку [з 11% до 8%](#) у вересні – грудні 2008 року. Світова дезінфляція, спровокована Covid-19, дала змогу ЦБ Вірменії підтримувати стимулюючу МП, незважаючи на

розгортання Другої карабахської війни. Іраку стало в нагоді зростання світових цін на нафту, що протягом 2006–2010 років сприяло стрімкому зміцненню нового іракського динара (на 20%) та уповільненню інфляції (з 76.5% до 3.3% р/р²⁴). Також ЦБ Іраку мав змогу завершити цикл жорсткої МП у січні 2008 року, поступово знизити ставку з 20% до 6% у серпні 2010 року і зафіксувати її на цьому рівні до 2016 року. Натомість Україна додатково до воєнних викликів стикається з рекордним зростанням світової інфляції, посиленням світових фінансових умов та падінням “апетиту” інвесторів до ризиків.

Важливим чинником контрольованого проходження стадії активних воєнних дій та післявоєнної відбудови є також міжнародна військова, політична та фінансова підтримка. Так, кредити та гранти країн-партнерів та міжнародних організацій, зокрема МВФ, допомогли швидко стабілізувати обмінний курс, відновити та навіть збільшити міжнародні резерви, а також сприяли післявоєнному відновленню економіки Грузії (у цілому 5.4 млрд дол. США²⁵), Іраку ([близько 220 млрд дол. США](#)), Ізраїлю ([близько 36.5 млрд дол. США](#)²⁶). Україна також отримує значну фінансову допомогу від країн-партнерів та МФО.

Хоча досвід країн помітно різниться, але є деякі закономірності в застосуванні монетарних інструментів для подолання кризових явищ.

Так, доволі поширеним та дієвим заходом зі стабілізації макрофінансової ситуації та стримування інфляції є тимчасова фіксація обмінного курсу. До цього заходу під час збройних конфліктів вдавалися, зокрема, Ізраїль, Ірак, Грузія, Сербія. Валютні інтервенції аж до 1994 року залишалися ключовим інструментом МП ЦБ Ізраїлю, незважаючи на оголошення [у 1992 році ціллю МП досягнення цінової стабільності](#) та встановлення кількісних цілей з інфляції. ЦБ Іраку в 2004–2014 роках також робив [основний акцент на стабілізацію курсу](#) шляхом проведення аукціонів з продажу іноземної валюти.

²⁴ Key Financial Indicators, Central Bank of Iraq.

²⁵ З яких [0.93 млрд дол. США](#) отримано від МВФ у межах програми стейт-бай та [4.5 млрд дол. США](#) – допомога від країн-партнерів та інших МФО.

²⁶ За період 1990-2000 років, у тому числі 20.1 млрд дол. США воєнної допомоги та 13.5 млрд дол. США на підтримку економіки.

Тривалість, форма фіксації, а також підхід до відновлення ринкового курсоутворення суттєво відрізнялися. ЦБ Грузії в серпні – жовтні 2008 року вдалося стабілізувати ситуацію на валютному ринку шляхом прив'язки обмінного курсу ларі до долара США. Після контрольованої девальвації на 16% та стабілізації курсу на новому рівні за допомогою валютних інтервенцій ЦБ Грузії повернувся до гнучкого курсоутворення. В Ізраїлі різні форми прив'язки курсу шекеля зі змінним успіхом застосовувалися з 1985 року, а перехід до вільного плавання курсу відбувся лише у червні 2005 року.

Водночас надмірно тривала фіксація обмінного курсу може виявитися нестійкою та призвести до накопичення макроекономічних дисбалансів. Про це свідчить негативний досвід Лівії (у [2016–2020 роках](#)) та Лівану (у [2020 році](#)). Навіть у мирний час занадто тривала фіксація курсу підвищує ризик різкої девальвації та розгортання валютної кризи ([Чилі](#), [Мексика](#), [Таїланд](#)).

Суттєві ризики для фінансової стійкості та цінової стабільності генерує масштабна монетизація дефіциту бюджету. Війни можуть фінансуватися за допомогою підвищення оподаткування, внутрішніх та зовнішніх ринкових залучень, міжнародної фінансової підтримки, а також монетизації. Порівняно з іншими способами фінансування бюджетних потреб масштабна монетизація суттєво підвищує ризик галопуючого [нелінійного зростання](#) інфляції та деяких інших негативних побічних ефектів. Про це свідчить досвід Німеччини ([інфляція в жовтні 1923 року 29500% м/м](#)), Австрії ([129% м/м у серпні 1922 року](#)) і Польщі ([275% м/м у жовтні 1923 року](#)) після Першої світової війни, Японії, Німеччини, Угорщини, Австрії – після Другої світової війни, Південної Кореї під час Корейської війни ([213% р/р у 1951 році](#)), Сербії після розпаду Югославії ([1.16 × 10¹⁴% р/р у січні 1994 року](#)), Ізраїлю після Ліванської війни ([480 р/р у листопаді 1984 року](#)).

Успішні стабілізаційні плани здебільшого передбачають проведення жорсткої та незалежної монетарної політики, фіскальну консолідацію, структурні реформи та використання ринкових інструментів для наповнення бюджету. Однією з найуспішніших вважається стабілізаційна програма Ізраїлю, яка дала змогу протягом 1985–1986 років знизити з 480% до 18% річну інфляцію, спричинену воєнними діями, попередньою популістською політикою уряду та монетарним фінансуванням дефіциту державного бюджету. Стабілізаційна програма передбачала кардинальні зміни у фіскальній та монетарній політиці, а також деякі поступові структурні реформи у багатьох сферах ([Binyamini and Eckstein, 2008](#)). Фіскальний дефіцит був суттєво зменшений, зокрема за рахунок скорочення субсидій, уведення нових податків, зменшення кількості державних службовців. Програма

також започаткувала незалежну монетарну політику ЦБ, яка згодом переросла в режим таргетування інфляції. Внесені зміни до закону про ЦБ (Non-Printing Law) передбачали заборону фінансування дефіциту бюджету (за винятком проміжних позик протягом фінансового року), а також визначення цінової стабільності як цілі МП. Згодом у 1990-х роках комплекс заходів з керування курсом шекеля, проведення політики дорогих грошей та результативні мирні переговори сприяли припливу іноземного капіталу, зміцненню шекеля та зниженню інфляції до однознакових рівнів (5.4% на кінець 1998 року).

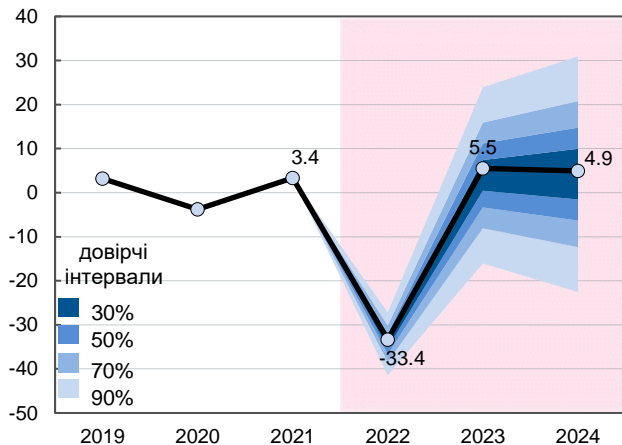
У Хорватії негативні наслідки бойових дій (у 1991–1993 роках), масштабна монетизація фіскального дефіциту, м'яка МП та рефінансування з боку ЦБ банківських кредитів [окремим "пріоритетним" галузям та підприємствам](#) призвели до неконтрольованого розгортання інфляційних процесів. Упродовж 1993 року інфляція в річному вимірі [перевищувала 1000%, сягнувши на піку у вересні 1890%](#). Разом з погіршенням економічної ситуації це зумовило необхідність запровадження стабілізаційної програми у жовтні 1993 року. Програма передбачала збільшення податкових надходжень і скорочення видатків державного бюджету, посилення МП, валютну реформу, низку інших антиінфляційних заходів та структурних реформ (зокрема, прискорення приватизації та демонополізацію економіки). Також законодавчо було обмежено кредитування уряду з боку ЦБ ([до 5% від доходів бюджету](#)), за винятком проміжних позик протягом фінансового року. Це сприяло скороченню частки зобов'язань уряду в балансі ЦБ ([з 37.8% у 1991 році до 4.8% у 1994 році](#)). Спільні дії уряду та ЦБ дозволили взяти під контроль інфляцію (сповільнилася [з 1839% у жовтні 1993 року до 4% р/р у жовтні 1994 року](#)), стабілізувати інфляційні очікування та сприяли переходу до економічного зростання ([середнє зростання реального ВВП у 1994–1997 роках - 6.3%](#)).

Природні катастрофи (землетруси, урагани) схожі за своїми наслідками до воєнних конфліктів, оскільки також спричиняють втрату капіталу та продуктивності. Макроекономічне моделювання свідчить, що оптимальною реакцією ЦБ на пришвидшення інфляції внаслідок стихійних лих є посилення МП. Імпірично доведено, що ЦБ більш розвинених країн та ті, що націлені на досягнення інфляційної чи іншої монетарної цілі, переважно реагують на стихійні лиха підвищенням процентної ставки ([Klomp, 2020; Cantelmo et al., 2022, Fratzscher et al. \(2020\)](#)). Науковці наводять переконливі докази того, що інфляційні таргетери після стихійного лиха успішніше стабілізують як виробництво, так і інфляцію, ніж країни з іншими монетарними режимами ([Fratzcher et al., 2020](#)), [Keen and Pakko \(2011\)](#)

Частина 3. Ризики прогнозу

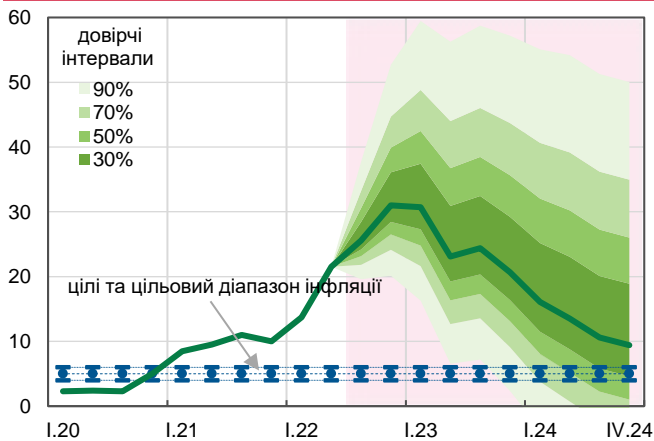
- Основним припущенням макропрогнозу є суттєве зниження безпекових ризиків до кінця року завдяки успішним діям української армії та виконанню низки необхідних заходів у сфері економічної політики. Відповідно найбільшими ризиками для прогнозу є триваліший термін активної стадії війни проти російських загарбників та недостатність заходів економічної політики для макрофінансової стабілізації.
- НБУ оцінює баланс ризиків для свого базового прогнозу інфляції та процентної ставки як зміщений угору.

Графік 3.1. Прогноз реального ВВП, % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

Прогноз наведено у вигляді віялової діаграми (FanChart). Такий тип графіка призначений для відображення невизначеності щодо майбутньої динаміки прогнозованої змінної. Наприклад, імовірність того, що інфляція перебуватиме в межах найтемнішої ділянки на графіку (навколо центральної лінії), становить 30%. Відповідна властивість зберігається й для інших зон графіка. Отже, імовірність того, що інфляція не вийде за межі найсвітлішої зони,

Розв'язана росією повномасштабна війна стала основним чинником, що визначає стан та перспективи розвитку української економіки. Отже, одним з найбільших ризиків для цього макропрогнозу є триваліший термін війни. Зважаючи на важливість цього ризику та значну ймовірність реалізації, НБУ розробив відповідний сценарій макроекономічного прогнозу, детальніше описаний в Частині 4. "Альтернативний сценарій: тривалий термін війни та блокування портів" на стор. 50.

У тяжких економічних умовах війни надзвичайно важливою є ефективна і виважена економічна політика. Перед нею стоїть чітке завдання керовано перерозподілити ресурси економіки на пріоритетні для воюючої країни завдання. Якщо цього не зробити, то перерозподіл відбудеться хаотично: через інфляційне знецінення грошей державних ресурсів не вистачатиме на всі заявлені потреби. З огляду на це оптимальною опцією, з одного боку, є завчасне визначення пріоритетних видатків. З іншого, – виважений підхід до мобілізації додаткових джерел наповнення бюджету, а також залучення позикових або грантових ресурсів для фінансування дефіциту. Важливим елементом виваженої політики стане фіскальна консолідація, що дасть змогу зберегти керованість державних фінансів.

Відсутність чи недостатність заходів, спрямованих на фіскальну консолідацію, нівелювання квазібюджетних дефіцитів та активізацію ринкових механізмів фінансування бюджету призведе до макрофінансової дестабілізації з посиленням девальваційного тиску, втратою контролю над фінансовою системою, що суттєво ускладнить процес економічного відновлення України та перспективи її євроінтеграції.

Соціальна значущість тарифів на ЖКП, насамперед на енергоносії, очікувано впливатиме на майбутні рішення щодо їх приведення до економічно обґрунтованих рівнів у повоєнний період. З одного боку, підвищення вартості енергоносіїв для населення усуне дисбаланси в енергетичному секторі та поліпшить фінансовий стан державних енергокомпаній (насамперед НАК "Нафтогаз України"). З іншого, – створить значний ціновий тиск та посилить соціальну напруженість. Для її пом'якшення зросте потреба в субсидіях для населення. Відтермінування підвищення тарифів акумулюватиме квазіфіскальні дисбаланси в енергетичному секторі, які покриватимуться з бюджету. Крім того, це відкладатиме і множитиме інфляційні ризики на майбутнє. Також відсутність намірів з приведення тарифів до ринкових

рівнів суттєво погіршуватиме перспективи співпраці в межах нових програм з МФО.

Співпраця з МФО, країнами-партнерами та донорами є визначальною для стабільності державних фінансів під час війни та повоєнного відновлення країни. Нова програма з МВФ буде підтвердженням вираженої макроекономічної політики та структурних реформ, що поліпшуватиме інвестиційну привабливість країни в повоєнний період. Відсутність програми з МВФ погіршуватиме доступ до інших зовнішніх джерел фінансування, посилюватиме фіскальне витіснення та потребу в емісійному фінансуванні. Це загрожуватиме економічному відновленню, погіршуватиме інфляційні та девальваційні очікування. Отже, НБУ буде змушений проводити жорсткішу монетарну політику, ніж у базовому сценарії макропрогнозу.

Повномасштабна війна призвела до вимушеної еміграції мільйонів українців. Ризик неповернення значної частини громадян, які виїхали з України, є достатньо високим. На це впливатимуть як тривалість та інтенсивність воєнних дій, так і економічні та соціальні умови в країні після їх завершення. Стратегічно важливим завданням державної політики є створення умов і стимулів для повернення громадян, які виїхали, в Україну в повоєнний період. З огляду на кількість дітей, які полишили Україну, надзвичайно посилюються ризики демографічної кризи, що може проявитися в довгостроковій перспективі. Крім того, зняття обмеження на виїзд чоловіків віком 18–60 років після припинення воєнного стану може посилити еміграцію, що формує ризики нестачі робочої сили в Україні та низьких темпів повоєнного відновлення. З одного боку, інфляційний тиск послаблюватиметься через слабший споживчий попит. З іншого, – зростатимуть витрати бізнесу на оплату праці через посилення диспропорцій на ринку праці. Монетарна політика зважатиме на сумарний ефект цих чинників.

Посилюється ризик рецесії світової економіки. Обмежена пропозиція та високі ціни на енергоносії призвели до стрімкого зростання світової інфляції. Агресивні дії центральних банків для боротьби з нею можуть призвести до уповільнення світової економіки. Додатковим чинником є продовження карантинних заходів у Китаї, попри їх пом'якшення в окремих провінціях. У результаті вже у другій половині 2022 року є ризик виникнення глобальної рецесії. У разі реалізації такого ризику під впливом стрімкого падіння світового попиту ціни на основні українські експортні товари (зернові, рослинні олії, метали, залізну руду) знижуватимуться. Це посилить девальваційний тиск на обмінний курс гривні, а також впливатиме на реальний сектор економіки України. Проте такий вплив буде помірним на тлі інших негативних ефектів, пов'язаних із руйнуванням капіталу та зменшенням робочої сили.

Уповільнення глобальної інфляції зумовить помірніше посилення світових фінансових умов. Отже, це матиме дезінфляційний ефект через низьку імпортовану

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

інфляцію та більший приплив капіталу в Україну. Монетарна політика НБУ враховуватиме баланс проінфляційних та дезінфляційних факторів.

Повоєнні плани відновлення України наразі передбачають тісну співпрацю з міжнародними кредиторами та донорами. Необхідні обсяги інвестицій для відновлення знищеної війною інфраструктури та виробництв вимірюються вже сотнями мільярдів доларів США, які можуть бути залучені лише в разі старту програми – аналога "Плану Маршалла"²⁷. Через невизначеність параметрів та часу реалізації такого плану, його не закладено в базовий сценарій макроекономічного прогнозу, тому його потенційна реалізація є позитивним ризиком макроекономічного прогнозу. Погодження та реалізація такого проекту в найближчій перспективі дасть значний поштовх економічному відновленню та пришвидшенню зростання ВВП до двознакового рівня. Значний приплив валюти зумовлюватиме ревальваційний тиск на обмінний курс та матиме сильний дезінфляційний ефект. Заробітні плати та доходи населення зростатимуть значно швидше, ніж у базовому сценарії, що приведе до швидшого закриття від'ємного розриву ВВП і посилення фундаментального інфляційного тиску. Загальний ефект цих чинників залишатиметься дезінфляційним, що дасть змогу НБУ раніше почати цикл пом'якшення монетарної політики.

Іншим позитивним ризиком є повноцінне відновлення роботи чорноморських портів України вже в поточному році. У випадку розблокування морської логістики в рамках анонсованих угод по вивезенню сільськогосподарської продукції з України збільшиться експорт зернових та олійних, та, відповідно, приплив іноземної валюти в країну. Це сприятиме покращенню очікувань, фінансового стану сільгоспвиробників, а також зменшить невизначеність щодо перспектив реалізації майбутнього врожаю. Це позитивно позначиться на посівах озимих та потенціалі українського експорту в наступному році. За реалізації такого позитивного ризику необхідність присутності НБУ на валютному ринку буде меншою, а обсяг міжнародних резервів на кінець 2022 року – вищим.

²⁷ План Маршалла (офіційна назва – Програма відновлення Європи, ERP) — американська ініціатива (висунуто держсекретарем США Джорджем К. Маршаллом), запроваджена в 1948 році для надання іноземної допомоги Західній Європі. Сполучені Штати перерахували понад 13 мільярдів доларів (еквівалент приблизно 115 мільярдів доларів у 2021 році) у межах програм економічного відновлення західноєвропейської економіки після закінчення Другої світової війни. Цілі Сполучених Штатів полягали в тому, щоб відбудувати зруйновані війною регіони, усунути торговельні бар'єри, модернізувати промисловість, підвищити добробут Європи та запобігти поширенню комунізму. План Маршалла вимагав зменшення бар'єрів між країнами, водночас заохочував підвищення продуктивності, а також упровадження сучасних бізнес-процедур.

Макроекономічний прогноз (Липень 2022)

Показники	2021			2022					2023				2024										
	2018	2019	2020	I	II	III	IV	рік	I	II	III	IV	поточний прогноз	I	II	III	IV	поточний прогноз	I	II	III	IV	поточний прогноз
РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше																							
Номінальний ВВП, млрд грн	3560	3977	4222	1022	1188	1520	1730	5460	1075	901	1219	1346	4540	1106	1354	1699	1830	5990	1404	1615	1978	2103	7100
Реальний ВВП	3.5	3.2	-3.8	-2.2	6.0	2.8	6.1	3.4	-15.1	-39.3	-37.5	-37.5	-33.4	-19.0	17.5	13.2	12.3	5.5	8.0	4.2	4.1	4.1	4.9
Дефлятор ВВП	15.4	8.2	10.3	21.7	27.3	26.1	24.4	25.1	24.0	25.0	25.5	24.5	24.8	27.0	28.0	25.5	21.1	25.0	17.5	14.4	11.7	10.5	13.0
ІСЦ (середнє за період)	10.9	7.9	2.7	-	-	-	-	9.4	-	-	-	-	21.1	-	-	-	-	26.5	-	-	-	-	12.9
ІСЦ (на кінець періоду)	9.8	4.1	5.0	8.5	9.5	11.0	10.0	10.0	13.7	21.5	25.6	31.0	31.0	30.7	23.1	24.4	20.7	20.7	16.1	13.5	10.6	9.4	9.4
Базова інфляція	8.7	3.9	4.5	5.9	7.3	7.4	7.9	7.9	10.5	15.2	19.9	24.5	24.5	25.7	22.2	17.8	12.4	12.4	7.4	4.4	3.3	2.6	2.6
Небазова інфляція	10.7	4.8	5.9	12.4	12.6	16.6	13.5	13.5	17.6	29.2	32.4	38.7	38.7	36.4	24.1	31.0	28.7	28.7	24.1	21.9	16.5	14.3	14.3
Сирі продовари	3.3	3.9	4.1	11.8	5.1	14.2	11.8	11.8	20.7	36.1	41.8	49.0	49.0	43.9	30.1	17.1	12.0	12.0	7.5	4.9	3.2	2.7	2.7
Адміністративно регульовані ціни	18.0	8.6	9.9	13.0	18.0	17.1	13.6	13.6	12.4	14.8	14.9	16.4	16.4	15.2	10.6	47.7	55.0	55.0	54.0	53.0	36.0	31.0	31.0
ІЦВ (на кінець періоду)	14.2	-7.4	14.5	26.3	39.1	45.1	62.2	62.2	54.1	55.4	49.9	38.0	38.0	34.7	27.9	23.4	14.0	14.0	7.6	5.4	4.5	3.0	3.0
Номінальна заробітна плата (у середньому за період)	24.8	18.4	10.4	16.6	27.1	20.8	19.4	20.9	0.2	-18.3	-16.4	-13.5	-12.3	9.9	45.4	47.6	44.1	36.3	38.1	33.5	29.6	26.1	31.3
Реальна заробітна плата (у середньому за період)	12.5	9.8	7.4	8.6	16.5	9.4	8.2	10.5	-9.7	-31.0	-32.7	-33.0	-26.9	-17.4	15.2	16.9	17.8	6.7	17.4	16.8	16.9	15.2	16.6
Безробіття, % (МОП, у середньому за період)	8.8	8.2	9.5	-	-	-	-	9.8	-	-	-	-	28.9	-	-	-	-	27.0	-	-	-	-	18.2
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР																							
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	-67.8	-87.3	-224	-	-	-	-	-187	-	-	-	-	-811	-	-	-	-	-632	-	-	-	-	-499
% від ВВП	-1.9	-2.2	-5.3	-	-	-	-	-3.4	-	-	-	-	-17.9	-	-	-	-	-10.5	-	-	-	-	-7.0
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд грн	-75.4	-89.2	-243	-	-	-	-	-195	-	-	-	-	-812	-	-	-	-	-632	-	-	-	-	-499
% від ВВП	-2.1	-2.2	-5.8	-	-	-	-	-3.6	-	-	-	-	-17.9	-	-	-	-	-10.5	-	-	-	-	-7.0
ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)																							
Поточний рахунок, млрд дол.	-6.4	-4.1	5.3	-0.5	0.3	-1.4	-1.7	-3.2	2.3	1.4	1.3	1.4	6.4	0.9	-0.6	-3.6	-0.7	-3.9	-1.0	-3.7	-2.3	-1.7	-8.8
Експорт товарів та послуг, млрд дол.	59.2	63.6	60.7	16.4	19.2	22.0	23.9	81.5	17.3	11.6	11.5	12.7	53.0	16.1	15.5	15.7	16.8	64.0	14.9	14.4	16.4	17.9	63.5
Імпорт товарів та послуг, млрд дол.	70.6	76.1	63.1	17.1	18.6	22.6	25.7	84.2	17.9	17.8	20.6	17.6	73.9	18.4	19.3	22.3	20.8	80.9	18.4	21.0	21.0	22.7	83.1
Приватні грошові перекази в Україну, млрд дол.	11.1	11.9	12.0	3.4	3.5	3.5	3.7	14.0	3.1	3.4	3.0	3.2	12.6	3.3	3.3	3.1	3.4	13.1	3.4	3.4	3.3	3.5	13.6
Фінансовий рахунок, млрд дол.	-9.3	-10.1	3.3	0.5	-0.9	0.3	-3.5	-3.7	5.6	6.2	0.2	3.2	15.3	0.1	0.8	-1.0	1.4	1.3	-1.7	-3.1	-3.5	-2.4	-10.6
Зведений баланс, млрд дол.	2.9	6.0	2.0	-1.0	1.3	-1.6	1.8	0.5	-3.3	-4.8	1.0	-1.9	-9.0	0.8	-1.3	-2.6	-2.1	-5.3	0.7	-0.7	1.1	0.7	1.8
Валові резерви, млрд дол.	20.8	25.3	29.1	27.0	28.4	28.7	30.9	30.9	28.1	22.8	23.0	20.8	20.8	22.9	23.3	21.7	21.2	21.2	23.0	24.1	26.4	28.7	28.7
Місяців імпорту майбутнього періоду	3.3	4.8	4.2	3.8	4.0	4.2	5.0	5.0	4.5	3.6	3.5	3.1	3.1	3.4	3.4	3.2	3.1	3.1	3.3	3.4	3.7	4.0	4.0
МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)																							
Грошова база, %	9.2	9.6	24.8	2.1	8.2	8.1	11.2	11.2	10.6	10.1	10.5	14.1	14.1	0.9	3.5	5.3	8.1	8.1	-1.5	1.3	2.1	5.6	5.6
Грошова маса, %	5.7	12.6	28.6	0.1	3.4	4.1	12.0	12.0	0.4	3.9	12.8	18.8	18.8	1.2	5.3	8.8	11.1	11.1	-0.1	2.7	5.6	8.6	8.6
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	2.8	2.8	2.3	-	-	-	-	2.6	-	-	-	-	1.8	-	-	-	-	2.2	-	-	-	-	2.4

Припущення прогнозу

Показники		2019*	2020*	2021*	2022	2023	2024
Повна доступність портів Чорного моря					-	+	+
Офіційне фінансування	млрд дол.				26.8	13.0	13.0
Тарифи на газ та опалення					незмінні	1/2 паритету	на паритеті
Міграція (чиста)	млн осіб				-3.3	0.8	0.1
Реальний ВВП країн - ОТП України (UAWGDP)	% р/р	2.7	-3.4	6.2	3.6	3.0	3.1
ІСЦ торговельних партнерів (UAWCPI)	% р/р	2.9	2.1	6.4	11.3	4.7	3.1
Світові ціни:**							
Сталь, Steel Billet Exp FOB Ukraine	дол./т	410.9	389.4	615.0	657.4	605.4	549.3
	% р/р	-17.2	-5.2	57.9	6.9	-7.9	-9.3
Залізна руда, China import Iron Ore Fines 62% FE	дол./т	93.8	108.9	161.7	135.5	107.9	82.8
	% р/р	34.6	16.1	48.5	-16.2	-20.4	-23.3
Пшениця, No.1 Hard Red Winter, ordinary protein, Kansas City	дол./т	164.7	185.5	263.5	393.3	310.3	272.6
	% р/р	-11.5	12.6	42.0	49.3	-21.1	-12.1
Кукурудза, Yellow #2 Delivery USA Gulf	дол./т	170.1	165.5	259.4	321.1	259.9	229.2
	% р/р	3.5	-2.7	56.7	23.8	-19.1	-11.8
Нафта, Brent	дол./бар.	64	42.3	70.4	104.9	94.3	81.4
	% р/р	-9.9	-33.9	66.4	49.0	-10.1	-13.7
Газ, Netherlands TTF	дол./тис м3	161.4	115.0	575.5	1314.5	1283.5	1007.3
	% р/р	-43.5	-28.7	400.4	128.4	-2.4	-21.5
Транзит газу	млрд м3	90.4	55.8	41.6	30.0	40.0	40.0
Урожай зернових та зернобобових	млн т	75.1	64.9	85.7	51.7	58.4	65.1
Мінімальна зарплата**	грн	4173	4815	6042	6550	7176	7665

* Фактичні дані.

** У середньому за рік.

Частина 4. Альтернативний сценарій: триваліший термін війни та блокування портів

- 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 сільськогосподарського виробництва.
- Після зростання в поточному році понад 31% інфляція почне знижуватися під впливом слабкого споживчого попиту, водночас залишатиметься високою через несприятливий вплив на експорт та обмінний курс та високі інфляційні очікування.

Припущення альтернативного сценарію

Найбільшою невизначеністю зараз є термін збереження високих безпекових ризиків. Кожен місяць продовження повномасштабної військової агресії росії призводить до значних людських та економічних втрат. Успіх у протидії військовій агресії росії безпосередньо визначає перспективи економіки України, обсяги втрат потенціалу розвитку, а також інфляційні та курсові очікування.

НБУ не прогнозує перебіг воєнних подій, проте мусить робити різні припущення щодо них як визначального фактору впливу на економіку. Тому для підвищення прозорості та кращого розуміння, якими будуть наслідки для економіки та монетарної політики зокрема, НБУ розробив альтернативний сценарій макроекономічного прогнозу.

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.

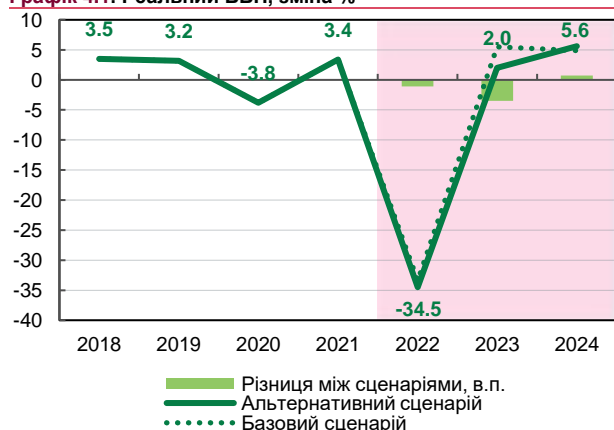
Економіка почне відновлюватися лише із суттєвим послабленням безпекових ризиків, що у цьому сценарії припускається лише з 2024 року

За такого сценарію економічна активність до кінця 2023 року залишатиметься пригніченою. Реальний ВВП у наступному році залишиться майже на рівні поточного (зростання лише на 2%) завдяки частковій адаптації бізнесу до війни та подальшому активному витрачання наявних резервів на підтримку макрофінансової стабільності.

Крім прямих соціально-економічних втрат, триваліший період воєнних дій суттєво погіршить споживчі настрої населення, негативно позначиться на намірах громадян, які виїхали, повернутися з-за кордону, чим стримуватиме споживчу активність у наступному році. Інвестиційна діяльність у цей період також буде пригніченою і полягатиме насамперед у відновленні найбільш критичної інфраструктури як для загальносуспільних потреб, так і для діяльності приватного бізнесу.

Важливим чинником, що стримуватиме економічну діяльність, буде обмежений доступ до чорноморських портів. Відповідно у 2023 році експорт товарів, насамперед зернових та металургійної продукції, буде значно меншим, ніж у базовому сценарії. Збереження

Графік 4.1. Реальний ВВП, зміна %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

безпекових ризиків та триваліші проблеми з логістикою посилять фінансові труднощі аграріїв, знизять мотивацію для проведення посівної восени 2022 року та навесні 2023 року. Відтак прогнозується зменшення посівних площ (починаючи з посіву озимих у поточному році) та зменшення врожаїв як у 2023, так і в 2024 роках.

Із послабленням безпекових ризиків економіка почне поступово відновлюватися. Реальний ВВП у 2024 році за цього сценарію зросте на 5.6% завдяки поживленню споживчого попиту та налагодженню логістики. Зменшення ризиків стимулюватиме відновлення інвестиційної діяльності. Повоєнна відбудова зруйнованої інфраструктури потребуватиме значних інвестицій як з боку приватних компаній, так і державного сектору. Відповідно відновлення ринку праці за такого сценарію також затримається до 2024 року як в частині зменшення безробіття, так і росту зарплат.

Значні руйнування інфраструктури та неповернення на батьківщину більшості громадян, які виїхали, через триваліші високі безпекові ризики зумовлять більш глибоке падіння потенційного ВВП. Водночас і від'ємний розрив ВВП залишатиметься значним до кінця прогнозного періоду, що стримуватиме фундаментальний інфляційний тиск.

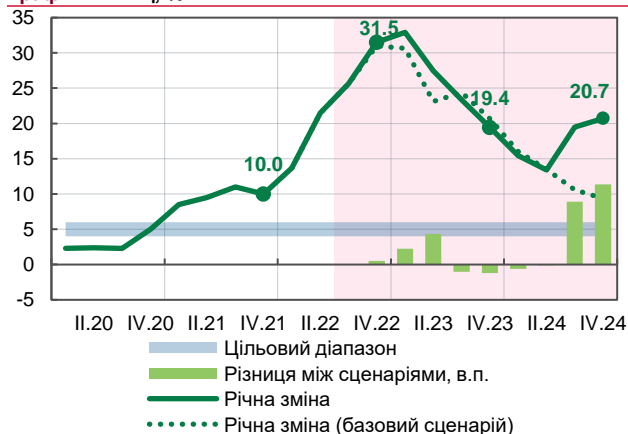
Фіскальна політика залишиться вимушено м'якою. Посилиться потреба в подальшій монетизації дефіциту бюджету. Ресурси бюджету спрямовуватимуться насамперед на потреби оборони та підтримку населення під час війни. У повоєнний період, зважаючи на ще більші втрати інфраструктури, ніж в базовому сценарії, важливою залишиться підтримка державою економічного відновлення. Це призведе до значного нарощення державного боргу та потребуватиме більш жорсткої фіскальної політики в майбутньому.

Інфляція почне поступово знижуватися наступного року передусім через пригнічений споживчий попит, проте залишатиметься високою через слабший обмінний курс та високі інфляційні очікування

Як і в базовому сценарії, у короткостроковій перспективі зберігатиметься вплив більшості шоків пропозиції, у тому числі зростання затрат через розрив логістичних та технологічних зв'язків, руйнування виробничої та складської інфраструктури, а також високі ціни на енергоносії. Проте через триваліші високі безпекові ризики послаблення більшості з цих шоків відбудеться пізніше, ніж у базовому сценарії.

До кінця 2022 року інфляція пришвидшуватиметься та досягне 31.5%. У 2023 році інфляція поступово знижуватиметься. Суттєве падіння реальних доходів населення, високий рівень безробіття зумовляватимуть погіршення споживчих настроїв та стримуватимуть інфляцію з боку попиту. Додатковим чинником буде відтермінування рішень щодо підвищення тарифів на ЖКП до середини 2024 року. Проте інфляційні очікування зберігатимуться високими. Їх підживлюватиме, у тому числі девальваційний тиск, пов'язаний з низькими

Графік 4.2. ІСЦ, %



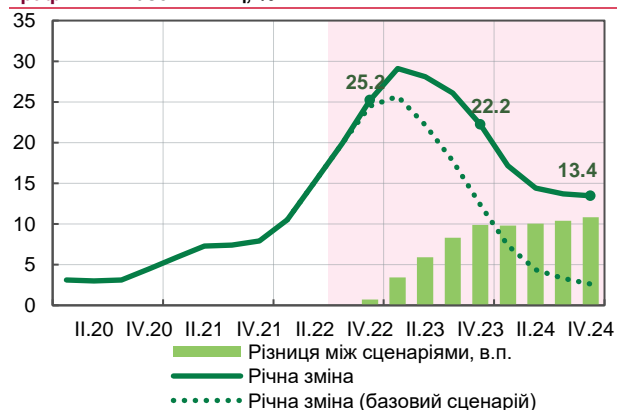
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 4.3. Внески в річну зміну ІСЦ на кінець періоду за компонентами, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 4.4. Базовий ІСЦ, %



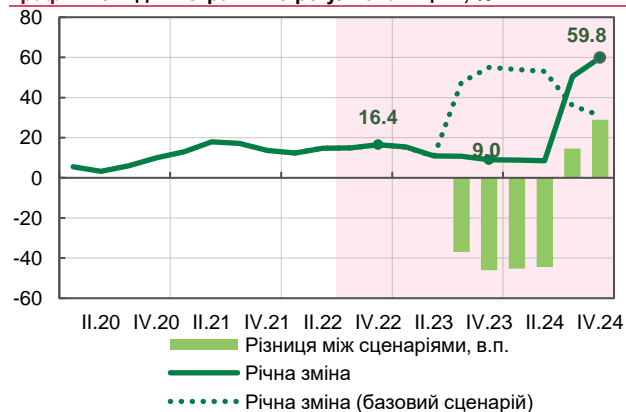
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 4.5. Ціни на сирі продовольчі товари, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 4.6. Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

валютними надходженнями від експорту та відпливом приватного капіталу. Це зумовлюватиме високу базову інфляцію (понад 22% у наступному році). Жорстка монетарна політика НБУ в цей період, а також зниження світової інфляції стримуватиме зростання інфляції. Повернення інфляції до цілі очікується після 2024 року, оскільки намагання швидше знизити інфляцію вимагатиме суттєвішого ужорсточення монетарної політики, що може уповільнити економічне відновлення.

Суттєве зниження безпекових ризиків у 2024 році усуне основні шоки пропозиції (налагоджуватиметься логістика, знизяться ризики для бізнесу), водночас поліпшить інфляційні очікування. Відновиться зростання реальних доходів населення, проте сукупний попит залишатиметься нижче свого потенційного рівня, що буде дезінфляційним фактором ще тривалий час. До кінця 2024 року очікується зниження базової інфляції до 13.4%.

Продовольча інфляція, хоча і уповільнюватиметься, залишатиметься високою внаслідок відповідних шоків пропозиції. Очікується, що значна частина проблем із логістикою ще не буде повноцінно вирішена протягом наступного року. Тому бізнес перекладатиме зростання логістичних та виробничих затрат на вартість кінцевої продукції. Низькі врожаї також будуть проінфляційним фактором. У повоєнний період зниженню продовольчої інфляції сприятиме відновлення логістичних зв'язків та зростання врожаїв у результаті збільшення оброблюваних площ та внесення добрив. Тому в цьому сценарії до кінця прогнозного періоду продовольча інфляція знизиться до 13.1%.

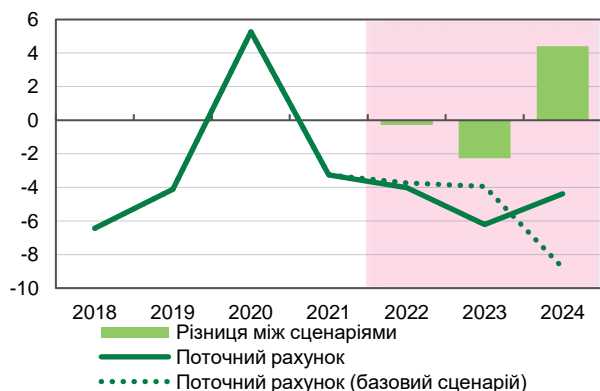
Адміністративна інфляція до середини 2024 року буде стримуватися дією мораторію на підвищення тарифів на ЖКП. Високі ціни на газ у світі не матимуть прямого впливу на споживчу інфляцію. У цей період вона насамперед визначатиметься подорожчанням тютюнової та алкогольної продукції через підвищення акцизів. Проте накопичені за кілька років дисбаланси в енергетичному секторі зумовлять необхідність приведення енергетичних тарифів для населення до ринкових рівнів у повоєнний час. Як і в базовому сценарії, очікується їх підвищення в декілька етапів починаючи з другого півріччя 2024 року. Від цього внесок адміністративно-регульованої складової в загальну інфляцію стане визначальним та зумовить різке пришвидшення споживчої інфляції наприкінці прогнозного періоду.

Пальне залишиться дорогим через збереження високих світових цін на нафту та девальваційні ефекти. Загальний проінфляційний ефект посилюватиметься за рахунок вторинних ефектів, що визначатимуть зростання собівартості інших компонент ІСЦ.

Для компенсації проінфляційних факторів, пов'язаних з продовженням війни, монетарна політика НБУ в цьому сценарії буде жорсткішою, ніж у базовому сценарії

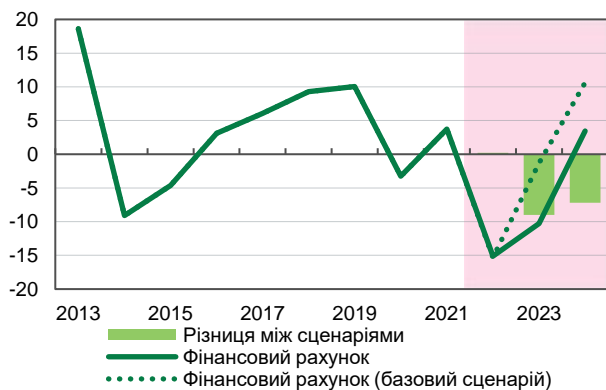
Продовження дії високих безпекових ризиків зменшуватиме привабливість інвестицій у гривневі фінансові інструменти. Цей фактор збільшуватиме

Графік 4.7. Поточний рахунок (без грантів), млрд дол США



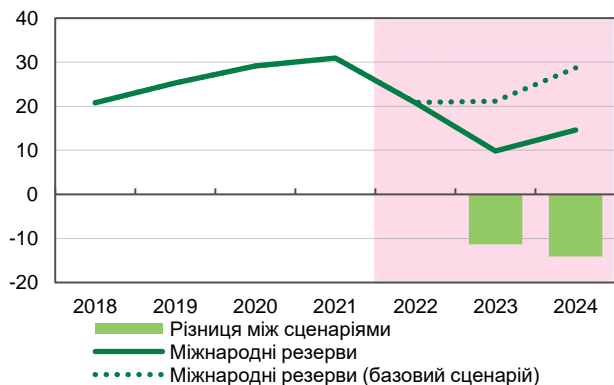
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 4.8. Фінансовий рахунок: чистий приплив, млрд дол США



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 4.9. Валові міжнародні резерви, млрд дол США



Джерело: розрахунки НБУ.

послаблення рівноважного РЕОК гривні. Відновлення конкурентоспроможності українських товарів вимагатиме більшої корекції РЕОК гривні задля його наближення до свого рівноважного рівня.

Стимування тиску на міжнародні резерви вимагатиме суттєвішого зростання облікової ставки, ніж у базовому сценарії. Проте основним інструментом монетарної політики у 2023 році лишатимуться валютні інтервенції.

Погіршення платіжного балансу через обмежений експорт та подальший вплив капіталу в 2023 році призведе до зниження міжнародних резервів до низьких рівнів

Ускладнюватимуть проведення монетарної політики та обмежуватимуть дію основного інструменту – валютних інтервенцій у 2022–2023 роках поступове зменшення валютних резервів. Очікується, що у 2023 році через продовження воєнних дій вони зменшаться більше, ніж у базовому сценарії та будуть нижчими трьох місяців майбутнього імпорту.

Дефіцит поточного рахунку зберігатиметься майже незмінним на всьому прогнозованому горизонті (у 2022 році – без урахування грантів). На відміну від базового сценарію розширення дефіциту не відбудеться через меншу потребу в імпорті, пригнічений попит та слабшу гривню. У 2023 році через продовження дії високих безпекових ризиків експорт товарів зберігатиметься обмеженим, що стримуватиме приплив валюти в країну другий рік поспіль.

Чистий вплив капіталу за фінансовим рахунком продовжиться і у 2023 році та припиниться лише в 2024 році. Державний сектор і надалі залучатиме фінансування в таких самих обсягах, що і в базовому сценарії. Однак відновлення надходжень як інвестиційного, так і боргового капіталу до приватного сектору буде відтерміновано до 2024 року через високу невизначеність. Крім того, це зумовить продовження впливу готівки поза банки у значних обсягах.

За такого сценарію чистий вплив валюти з країни триватиме два роки поспіль, що призведе до значного тиску на обмінний курс гривні та міжнародні резерви, які зменшаться у 2023 році до низького рівня. У 2024 році резерви почнуть поступово збільшуватися: на тлі зниження безпекових ризиків чистий вплив валюти з приватного сектору значно уповільниться та буде повністю компенсований залученням офіційного фінансування.

За основними макроекономічними параметрами альтернативний сценарій не сильно відрізняється від базового. Насамперед, це пов'язано з тим, що він передбачає такі ж самі обсяги зовнішньої допомоги, наявність програми з МВФ, суттєвіше використання накопичених буферів у вигляді міжнародних резервів і адекватну реакцію заходів економічної політики. Водночас ризики макрофінансової дестабілізації в цьому сценарії суттєво зростають, що робить ще більш критичними жорсткі економічні заходи з боку влади та міжнародну підтримку в значних обсягах.

Альтернативний прогноз (Липень 2022)

Показники	2022		2023		2024	
	базовий	альтернативний	базовий	альтернативний	базовий	альтернативний
РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше						
Номінальний ВВП, млрд грн	4540	4480	5990	5715	7100	7400
Реальний ВВП	-33.4	-34.5	5.5	2.0	4.9	5.6
Дефлятор ВВП	24.8	25.3	25.0	25.1	13.0	22.6
ІСЦ (середнє за період)	21.1	21.1	26.5	26.8	12.9	17.9
ІСЦ (на кінець періоду)	31.0	31.5	20.7	19.4	9.4	20.7
Базова інфляція	24.5	25.2	12.4	22.2	2.6	13.4
Небазова інфляція	38.7	38.9	28.7	16.7	14.3	27.0
Сирі продтовари	49.0	49.6	12.0	21.7	2.7	13.1
Адміністративно регульовані ціни	16.4	16.4	55.0	9.0	31.0	59.8
ІЦВ (на кінець періоду)	38.0	38.0	14.0	21.0	3.0	8.5
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР						
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	-811	-811	-632	-632	-499	-553
% від ВВП	-17.9	-18.1	-10.5	-11.1	-7.0	-7.5
ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)						
Поточний рахунок, млрд дол.	6.4	6.1	-3.9	-6.2	-8.8	-4.4
Експорт товарів та послуг, млрд дол.	53.1	52.5	64.0	52.6	63.5	62.4
Імпорт товарів та послуг, млрд дол.	73.5	73.6	80.9	73.2	83.1	80.2
Приватні грошові перекази в Україну, млрд дол.	12.3	12.5	13.1	12.5	13.6	13.2
Фінансовий рахунок, млрд дол.	15.2	15.1	1.3	10.3	-10.6	-3.4
Зведений баланс, млрд дол.	-8.8	-9.0	-5.3	-16.5	1.8	-1.0
Валові резерви, млрд дол.	20.8	20.8	21.2	9.8	28.7	14.6
Місяців імпорту майбутнього періоду	3.1	3.4	3.1	1.5	4.0	2.1
МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)						
Грошова база, %	14.1	12.2	8.1	5.2	5.6	5.0
Грошова маса, %	18.8	22.6	11.1	12.4	8.6	6.8
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	1.8	1.8	2.2	2.0	2.4	2.4

Припущення альтернативного прогнозу

Показники	2022		2023		2024	
	базовий	альтернативний	базовий	альтернативний	базовий	альтернативний
Повна доступність портів Чорного моря	-	-	+	-	+	+
Офіційне фінансування млрд дол.	26.8	26.8	13.0	13.0	13.0	13.0
Тарифи на газ та опалення	незмінні	незмінні	1/2 паритету	незмінні	на паритеті	1/2 паритету
Міграція (чиста) млн осіб	-3.3	-3.3	0.8	-1.8	0.1	-1.2
Світові ціни:*						
Сталь, Steel Billet Exp FOB Ukraine дол./т	657.4	657.4	605.4	605.4	549.3	549.3
% р/р	6.9	6.9	-7.9	-7.9	-9.3	-9.3
Залізна руда, China import Iron Ore Fines 62% FE дол./т	135.5	136.2	107.9	119.6	82.8	102.1
% р/р	-16.2	-15.8	-20.4	-12.2	-23.3	-14.6
Пшениця, No.1 Hard Red Winter, ordinary дол./т	393.3	393.3	310.3	335.5	272.6	297.5
protein, Kansas City % р/р	49.3	49.3	-21.1	-14.7	-12.1	-11.3
Кукурудза, Yellow #2 Delivery USA Gulf дол./т	321.1	321.1	259.9	280.3	229.2	248.8
% р/р	23.8	23.8	-19.1	-12.7	-11.8	-11.2
Нафта, Brent дол./бар.	104.9	104.9	94.3	94.3	81.4	81.4
% р/р	49.0	49.0	-10.1	-10.1	-13.7	-13.7
Газ, Netherlands TTF дол./1000м3	1314.5	1314.5	1283.5	1283.5	1007.3	1007.3
% р/р	128.4	128.4	-2.4	-2.4	-21.5	-21.5
Транзит газу млрд м3	30.0	30.0	40.0	30.0	40.0	40.0
Урожай зернових та зернобобових млн т	51.7	51.7	58.4	42.0	65.1	46.0

* У середньому за рік.

Абревіатури та скорочення

ВВП	Валовий внутрішній продукт	ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
ВДВ	Валова додана вартість	ООН	Організація Об'єднаних Націй
ГМК	Гірничо-металургійний комплекс	ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти
ДКСУ	Державна казначейська служба України	ОТП	Основні торговельні партнери
ДМСУ	Державна митна служба України	ПДВ	Податок на додану вартість
ДССУ	Державна служба статистики України	РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ДЦЗ	Державний центр зайнятості	СЗДУ	Сектор загального державного управління
ЄКР	Єдиний казначейський рахунок	США	Сполучені Штати Америки
ЄС	Європейський Союз	ФРС	Федеральна резервна система США
ЄЦБ	Європейський центральний банк	ЦБ	Центральний банк
ЖКП	Житлово-комунальні послуги	EM	Emerging Markets, країни, ринки яких розвиваються
Ю	Інфляційні очікування	IT	Інформаційні технології
ІСЦ	Індекс споживчих цін	PMI	Purchasing Managers' Index, індекс ділової активності
КМП	Комітет з монетарної політики	UAWCPI	Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України
КПМ	Квартальна прогнозна модель	UAWGDP	Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України
МВФ	Міжнародний валютний фонд	UIIR	Український індекс міжбанківських ставок
МЗП	Мінімальна заробітна плата		
МОП	Міжнародна організація праці		
МП	Монетарна політика		
МСБ	Малий та середній бізнес		
МФО	Міжнародні фінансові організації		
МФУ	Міністерство фінансів України		
НБУ	Національний банк України		
НЕОК	Номінальний ефективний обмінний курс		
НПЗ	Нафтопереробний завод		
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