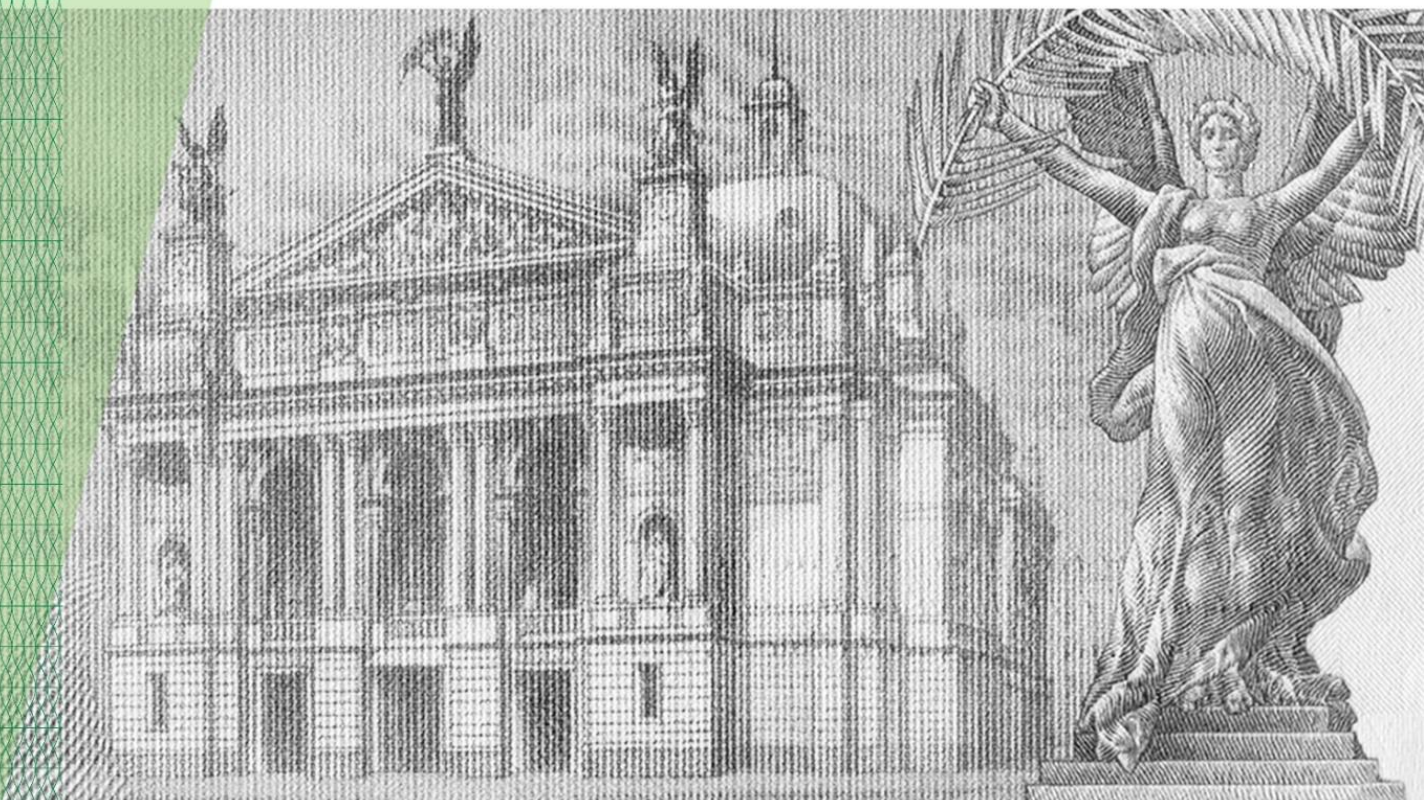




Національний
банк України

Інфляційний звіт

Жовтень 2022 року



Зниження дієвості ринкових інструментів та висока невизначеність в умовах повномасштабних бойових дій унеможливили здійснення монетарної політики в традиційному форматі інфляційного таргетування. З метою збереження макроекономічної стабільності в Україні, стримування панічних настроїв та недопущення розкручування інфляційної спіралі НБУ на початку війни вимушено зафіксував обмінний курс гривні до долара США та запровадив деякі адміністративні обмеження, зокрема на валютні операції та рух капіталу. Крім того, відповідно до змін, унесених до законодавства України, НБУ отримав тимчасову можливість на період воєнного стану здійснювати купівлю державних облігацій для фінансування критичних видатків Уряду України в обмежених обсягах, передусім – для забезпечення обороноздатності країни.

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

Перші кроки на шляху до відновлення ринкових засад управління фінансовою системою вже зроблено. У червні НБУ повернувся до активної процентної політики, значно підвищивши облікову ставку. НБУ також поступово скорочує обсяги монетизації бюджету. З 2023 року очікується повне припинення емісійного фінансування бюджетних потреб. Водночас підтримка обмінного курсу залишається у фокусі монетарної політики в поточних умовах. НБУ вживає заходів для врівноваження стану валютного ринку та посилення дієвості трансмісійного механізму монетарної політики, що є передумовами для повернення НБУ до традиційного формату інфляційного таргетування. Ще одним кроком у цьому напрямі стало відновлення прогнозного циклу та практики щоквартальної публікації Інфляційного звіту з липня 2022 року.

Аналіз в поточному Інфляційному звіті (жовтень 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 – 19 жовтня 2022 року. З огляду на збереження високої невизначеності, Інфляційний звіт містить кілька прогнозних сценаріїв економічного розвитку країни у 2022–2024 роках, підготовлені Департаментом монетарної політики та економічного аналізу та 20 жовтня 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](#). Наступне і водночас останнє планове засідання Правління з питань монетарної політики цього року відбудеться у 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, презентаціями до них, прогнозом основних макроекономічних показників, часовими рядами та даними таблиць і графіків можна ознайомитися за [посиланням](#).

¹ Рішення Правління Національного банку України від 20 жовтня 2022 року №506-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

Зміст

Головне	4
Частина 1. Зовнішнє середовище	8
Вставка 1. Посилення світових фінансових умов: борговий дев'ятий вал	11
Частина 2. Економіка України	13
2.1. Інфляційний розвиток	13
Вставка 2. Як враховується зміна споживання в ІСЦ?	18
2.2. Попит і випуск	20
2.3. Ринок праці та доходи домогосподарств	24
2.4. Фіскальний сектор	28
2.5. Платіжний баланс	31
Вставка 3. Роль євро у валютній структурі розрахунків України	34
2.6. Монетарні умови та фінансові ринки	36
Частина 3. Ризики прогнозу	40
Частина 4. Альтернативний сценарій: триваліший термін війни	45
Абревіатури та скорочення	49

Головне

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

Інфляція в умовах війни очікувано зростає, але залишається керованою

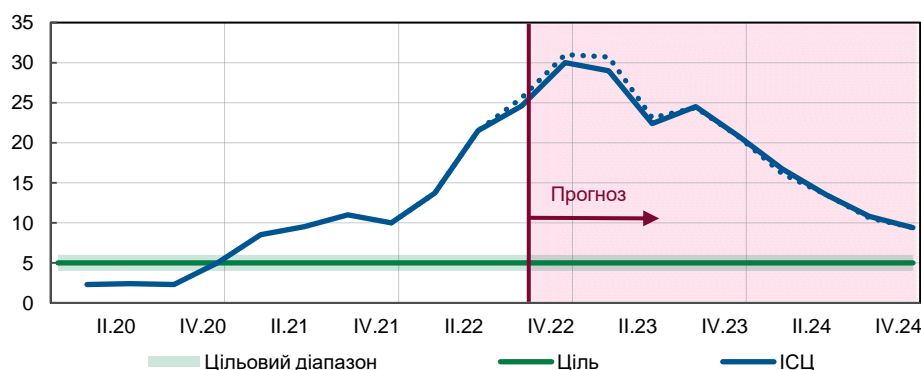
Споживча інфляція в Україні становила 24.6% р/р у вересні, а базова інфляція перевищила 20% р/р. За попередніми оцінками НБУ, прискорення інфляції триває й у жовтні. Основними чинниками зростання інфляції залишаються наслідки повномасштабної війни росії проти України. Серед них: порушення ланцюгів постачання, руйнування виробництв, скорочення пропозиції товарів та послуг, збільшення витрат бізнесу. Ще одним проінфляційним чинником був ефект перенесення на ціни коригування офіційного курсу гривні до долара США. Подальше зростання інфляції у світі теж позначалося на цінах в Україні.

Водночас фактична цінова динаміка була очікуваною та навіть дещо нижчою за липневий прогноз НБУ. Фіксація тарифів на житлово-комунальні послуги і насичення внутрішнього ринку паливом разом зі збереженням його пільгового оподаткування гальмували зростання цін. Планове зменшення обсягів монетизації бюджету, а також додаткові заходи НБУ з калібрування валютних обмежень сприяли зниженню тиску на валютному ринку і відповідно стримували погіршення очікувань.

Цього року інфляція сягне близько 30%, але в наступні роки вона має сповільнитися за умови зниження безпекових ризиків і злагодженої монетарної та фіскальної політики

Через негативний вплив повномасштабної війни на пропозицію товарів та очікування економічних агентів інфляція прискориться до 30% наприкінці поточного року. Проте такі темпи зростання цін можна вважати доволі помірними з огляду на виклики війни та багаторічні інфляційні рекорди в багатьох країнах світу. Ціновий тиск та очікування залишатимуться контрольованими, що закладає фундамент для поступового сповільнення інфляції.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

НБУ очікує, що темпи зростання цін почнуть сповільнюватися з наступного року завдяки поступовому налагодженню логістики та виробництва, зниженню світової інфляції та помірно жорстким монетарним умовам. Цей процес прискориться всередині року з огляду на ефекти високої бази порівняння та очікуване послаблення безпекових ризиків, яке є ключовим припущенням нового прогнозу. Останнє сприятиме суттєвому зниженню інфляційних очікувань і ризиків для підприємницької діяльності, зменшенню виробничих витрат, налагодженню логістики, у тому числі через чорноморські порти, та відновленню

виробничих потужностей. Усе це призведе до подальшого нарощування пропозиції та стабілізації споживчих цін. Виважена боргова політика уряду з відмовою від монетизації дефіциту бюджету додатково сприятиме поліпшенню інфляційних очікувань. Під дією відповідних чинників інфляція наступного року сповільниться нижче 21%, а ще за рік – нижче 10%.

Швидшому сповільненню інфляції в наступні роки заважатиме передусім висока вартість енергоносіїв, що спонукатиме до поетапного приведення тарифів на ЖКП до ринкових рівнів.

Після глибокого падіння на початку війни економіка України поживляється. Поступове відновлення продовжиться в 2023–2024 роках

Економічна активність у II–III кварталах 2022 року поволі відновлювалася завдяки подальшому звільненню українських земель, адаптації бізнесу до нових умов та роботі "зернового коридору". Останній чинник зумовив додатний внесок у ВВП порівняно з липневим прогнозом. Однак наявні логістичні проблеми, особливо в металургії, руйнування потужностей, зокрема в енергетиці, та зниження реальних доходів населення стримують відновлення економіки. Значний від'ємний внесок у зміну реального ВВП очікувано має і сільське господарство – як через нижчі показники врожайності цього року, так і значно менші посівні площі. Через це НБУ лише незначно поліпшив оцінку падіння ВВП в поточному році – до 31.5%.

Закладене в прогноз послаблення безпекових ризиків із середини 2023 року стане ключовим чинником майбутнього відновлення економіки. Зокрема, повноцінне поновлення роботи чорноморських портів дасть змогу суттєво наростити український експорт. Значна бюджетна підтримка стимулюватиме споживчий попит та інвестиції у відбудову країни. Водночас значний масштаб втрат робочої сили та виробничих потужностей, високі світові ціни на енергоносії та суттєві потреби в імпорті на етапі повоєнного відновлення гальмуватимуть поживлення економіки. За таких умов темпи зростання ВВП України в наступні роки будуть стриманими – на рівні 4–5%.

Обмежені можливості експорту через наслідки війни, висока міграція та значні потреби економіки в імпорті для відбудови зумовлять повернення дефіциту поточного рахунку в наступні роки

Міжнародна фінансова допомога та поживлення експорту сприяли нарощуванню валютних надходжень в Україну. З початку повномасштабного вторгнення обсяги офіційного фінансування перевищили 22 млрд дол. США. Лівова частка цих коштів надійшла у вигляді грантів упродовж останніх місяців. Експорт товарів восени сягнув найвищих значень із початку війни завдяки запровадженню "зернового коридору" та рекордному нарощуванню поставок електроенергії в ЄС. Коригування офіційного курсу гривні та скасування пільгового оподаткування сповільнили відновлення імпорту товарів. У результаті сформувався значний профіцит поточного рахунку.

З наступного року поточний рахунок повернеться до дефіциту. З одного боку, у 2023–2024 роках очікуються високі обсяги міжнародної фінансової допомоги, зокрема у вигляді грантів. Закладене в прогноз поліпшення безпекової ситуації сприятиме подальшому нарощуванню експорту, а перекази трудових мігрантів залишатимуться не нижче довоєнного рівня. З іншого – відбудова країни потребуватиме значних обсягів імпорту. Крім того, через усе ще високі безпекові ризики рівень міграції залишатиметься суттєвим, що відобразатиметься в значних обсягах імпорту послуг за статтею "Подорожі".

Подальша співпраця з міжнародними партнерами залишається важливим чинником підтримання функціонування економіки в умовах повномасштабної війни та післявоєнного відновлення

Міжнародна фінансова допомога стала основним джерелом покриття значних бюджетних потреб під час повномасштабної війни. Дефіцит бюджету в наступні роки зменшуватиметься, але все ще перебуватиме на високому рівні через потребу підтримання обороноздатності країни та безперебійного функціонування економіки. Отже, співпраця з міжнародними партнерами залишатиметься критично важливим

джерелом наповнення бюджету. Міжнародна підтримка також дасть змогу НБУ утримувати міжнародні резерви на достатньому рівні, забезпечувати контрольованість очікувань та макрофінансову стабільність.

З огляду на близьку до прогнозу інфляційну динаміку та зміщений вгору баланс ризиків на горизонті політики облікова ставка надалі утримується на рівні 25%

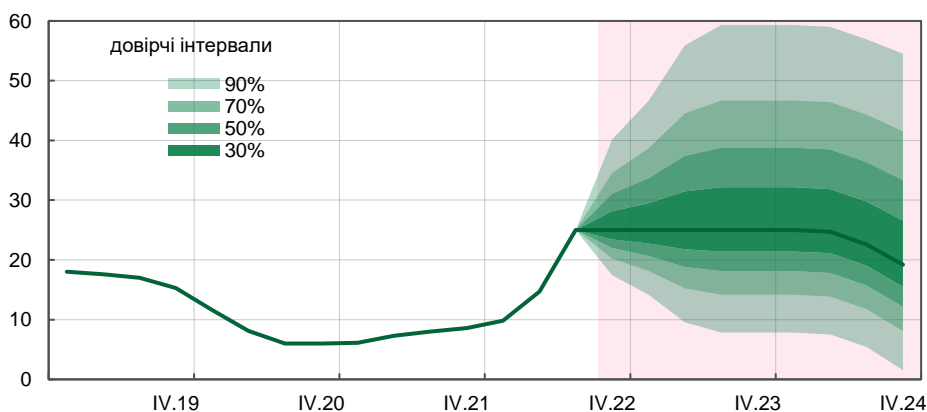
Підтримання курсової стабільності та захист міжнародних резервів потребують забезпечення привабливої дохідності гривневих активів упродовж тривалого часу. Цьому, зокрема, сприятиме і збереження облікової ставки на поточному рівні. Ставки за гривневими депозитами дедалі зростають у відповідь на червене підвищення облікової ставки за траєкторією, близькою до очікуваної. Також підвищення ставок Міністерством фінансів України за гривневими ОВДП на аукціоні 18 жовтня, безумовно, вітається НБУ. По-перше, такий крок дав змогу суттєво збільшити обсяги залучень порівняно з попередніми аукціонами, що зменшує потребу емісійного фінансування бюджету. По-друге, надав додаткового імпульсу іншим ставкам на фінансовому ринку, що важливо для забезпечення привабливої дохідності гривневих активів.

З метою стабілізації курсових очікувань та зниження тиску на міжнародні резерви НБУ розробив новий механізм, який розширив можливості населення захистити свої заощадження від ризику курсових коливань та сприятиме зниженню попиту на готівкову валюту. Такий інструмент створить для банків економічні мотиви для запровадження відповідного продукту для приватних клієнтів, сприятиме посиленню монетарної трансмісії та стійкості режиму фіксації офіційного курсу.

Крім того, НБУ напрацював комплекс можливих заходів для посилення монетарної трансмісії та оптимізації структурного профіциту гривневої ліквідності. Деталі дизайну цих заходів обговорюються в межах поточних консультацій НБУ та Міністерства фінансів України з МВФ.

Оновлений прогноз, як і попередній, передбачає збереження облікової ставки на рівні 25% щонайменше до II кварталу 2024 року. НБУ готовий за потреби підвищити ключову ставку понад прогноз, а також надалі застосовуватиме додаткові заходи для захисту міжнародних резервів і збереження керованості інфляційних процесів.

Графік 2. Облікова ставка НБУ, середня, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Основним ризиком для реалізації базового сценарію прогнозу залишається триваліший термін повномасштабної воєнної агресії росії проти України

Ключовим припущенням прогнозу є суттєве зниження безпекових ризиків із середини 2023 року. Якщо термін повномасштабної війни буде тривалішим, ніж у базовому сценарії поточного прогнозу, довше зберігатимуться пригнічений попит, низькі інвестиції та логістичні обмеження для експорту. За таких умов відновлення української економіки буде повільнішим, а інфляція – вищою, ніж очікується зараз.

Актуальними для прогнозу є також інші ризики, реалізація більшості з яких погіршуватиме динаміку інфляції та стримуватиме економічне відновлення. Зокрема:

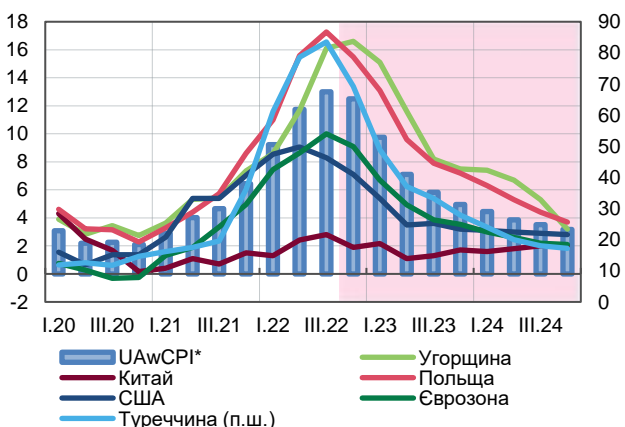
- зберігається, попри певне послаблення, ризик розбалансування державних фінансів з огляду на непередбачуваний характер війни, можливі проблеми з ритмічністю надходження міжнародної допомоги та появою додаткових бюджетних потреб. Особливою проблемою може стати формування великих квазіфіскальних дефіцитів в енергетичній сфері, ураховуючи високу вартість енергоносіїв;
- терористичні атаки РФ на об'єкти української енергетичної інфраструктури посилюють ризики, пов'язані з проходженням прийдешньої зими. Нестача потужностей призведе до необхідності економії енергії та тимчасового відключення як побутових споживачів, так і підприємств. Це матиме наслідком скорочення обсягів виробництва товарів і послуг;
- тривалість та інтенсивність воєнних дій разом із "енергетичним терором" посилюють ризики неповернення значної частини громадян, що виїхали за кордон, а також додаткового виїзду населення з України. Демографічна криза загальмує повоєнне відновлення через скорочення споживчого попиту та загострення структурних проблем на ринку праці;
- зберігається ризик припинення роботи "зернового коридору" та блокування морських портів України російською федерацією. Це значно ускладнить експорт продовольства, зменшить валютні надходження в країну та фінансові можливості аграріїв для проведення посівної кампанії і відповідно негативно позначиться на економіці країни як наприкінці цього року, так і наступного року.

Натомість швидка реалізація плану відновлення для України з відповідним припливом іноземних інвестицій та значними обсягами фінансування відбудови можуть пришвидшити економічне зростання до двозначного рівня, а також сприяти швидшому поверненню інфляції до цілі НБУ в 5%.

Частина 1. Зовнішнє середовище

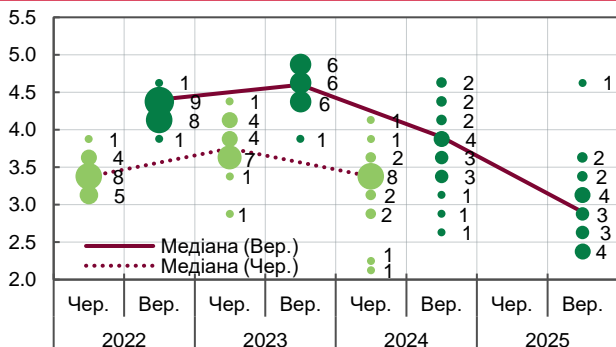
- Глобальна інфляція підживлювалася дефіцитом на енергетичних ринках і ставала дедалі всеохоплюючою. Це активізувало ужорсточення монетарної політики, яке, утім, за очікуваннями, матиме короткостроковий характер.
- В умовах збереження шоків пропозиції та посилення світових фінансових умов, яке призвело до пригнічення й так слабого попиту, протягом кількох кварталів спостерігатиметься глобальна рецесія. Надалі зростання глобального ВВП відновиться, проте залишатиметься млявим через повільне налагодження логістики та слабе поживлення світової торгівлі.
- Ціни на світових товарних ринках під тиском млявого економічного зростання знижуватимуться, однак доволі помірно через обмежене нарощування пропозиції, у тому числі внаслідок агресивних дій росії.

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



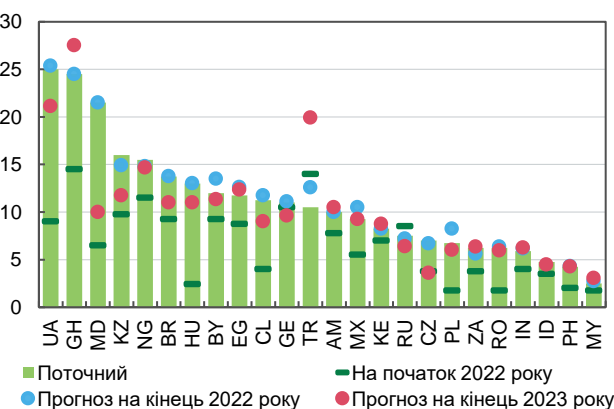
*у середньому за квартал
Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

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



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

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



Джерело: офіційні сторінки центральних банків, Focus Economics, Trading Economics, станом на 26.10.22, за виключенням Бразилії.

Глобальна інфляція підживлювалася енергетичними шоками та зумовила активізацію монетарного посилення, яке, ймовірно, буде короткостроковим

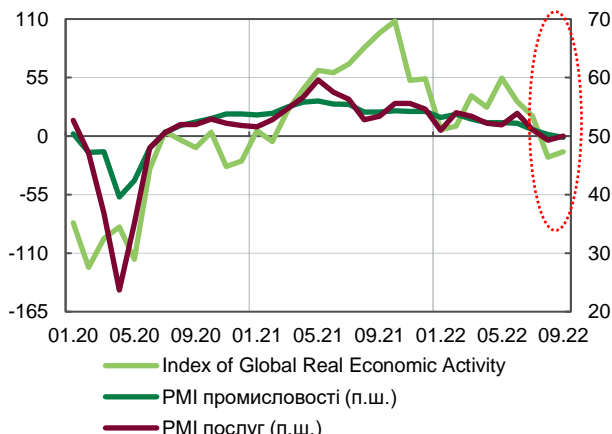
Глобальний інфляційний тиск ставав дедалі всеохоплюючим як відносно різних груп товарів, так і країн. Причому темпи інфляції істотно перевищують рівень середини минулого року, коли попит суттєво розширився під час післяпандемічного відновлення. З метою стримування інфляції та заякорення інфляційних очікувань центральні банки агресивно підвищували процентні ставки, часто обираючи значніше, ніж зазвичай, підвищення – на 50 б. п. або більше, так як ризики недостатньо рішучих заходів зниження інфляції ймовірно є суттєво вищими, аніж надмірних дій. Близько [три чверті центральних банків світу](#) підвищили відсоткові ставки у 2022 році, що відображає глобальний характер поточного інфляційного середовища.

Вагомими причинами збереження високої інфляції були збереження перебоїв у логістиці та вторгнення росії в Україну, що спровокувало енергетичний шок. Попри певне налагодження ланцюгів постачання, яке послабило ціни на продукти харчування, [Global Price Pressures Index](#) засвідчив стійке зростання цін на енергоносії одним з найвищих темпів за всю історію. Тиск з боку пропозиції відповідно до [Global Supply Shortages Index](#) також суттєво знизився, однак нестача сировини у вересні 2022 року була втричі вища, ніж зазвичай для цього місяця. Очікується, що інфляція як у розвинених країнах, так і в країнах ЄМ поступово ослабне в міру стабілізації товарних ринків, уповільнення економічного зростання та посилення фінансових умов.

Інфляція в США, попри уповільнення у серпні-вересні, значно перевищує довгострокову ціль, а рівень базової – більше ніж півроку стійко перевищує 5% р/р. Тому ФРС агресивно підвищувала ставки (до 3–3.25% у вересні). Очікується, що така політика разом із скороченням балансу активів триватиме й наступного року, але поступово пом'якшиться в міру затухання інфляційних шоків.

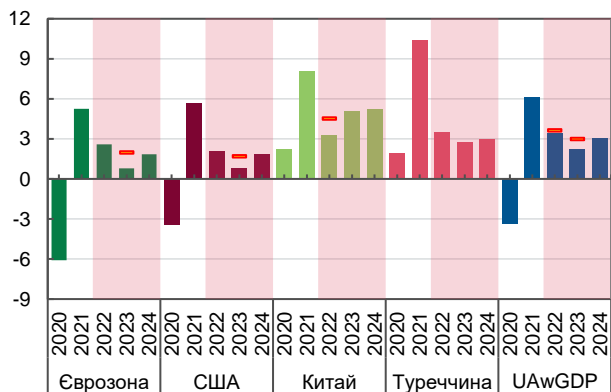
Інфляція в Єврозоні надалі зростала, насамперед через подорожчання енергії. Причому високі ціни на енергію були наслідком не лише рекордних цін на природний газ, але й [аномально високої маржі](#) переробки дизельного палива та маржі розподілу палива для приватного транспорту. Тому ЄЦБ продовжить підвищення ставок, а цикл посилення може завершитися на 2.25–2.5%. У міру дії ефекту від посилення монетарної політики та

Графік 1.4. Глобальний PMI та Індекс відхилення зростання глобальної економіки від тренду (індекс Кіліана)



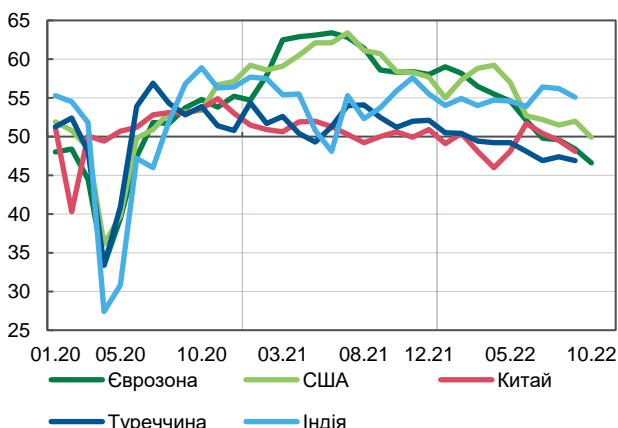
Джерело: J.P.Morgan, S&P Global, FRB of Dallas.

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



— - попередній прогноз
Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Графік 1.6. PMI обробної промисловості окремих країн



Джерело: S&P Global.

вичерпання факторів пропозиції інфляція знизиться, але досягне цілі лише наприкінці 2024 року.

Інфляція в країнах ЄМ також стрімко зростала, що спонукало їх центральні банки пришвидшити посилення монетарної політики. Натомість цикл посилення окремими ЦБ країн ЦСЕ, ймовірно, підійшов до завершення, зокрема в Угорщині, Польщі та Чехії. Утім, зростаючий тиск на валюти цих країн, зокрема внаслідок рішучих дій ФРС, може спонукати ЦБ відновити підвищення ставок. Винятками залишилися ЦБ росії, Туреччини, Китаю. Також усе більше країн ЄМ визнають, що в короткостроковому періоді займуть вичікувальну позицію для аналізу впливу проведеного посилення на макроекономічну ситуацію в країні.

Унаслідок швидшої нормалізації монетарної політики провідними ЦБ світові фінансові умови стали жорсткішими, дохідність облігацій зростає, а інтерес до ризикових активів знизився. Втім, у міру погіршення перспектив економічного зростання, що стримуватиме інфляцію, дохідність скоригувалася донизу. Це дещо послабило тиск на активи ЄМ від підвищення ставок (додатково у Вставці "Посилення світових фінансових умов: борговий дев'ятий вал").

На тлі збереження шоків пропозиції світ зануриться в рецесію на кілька кварталів. Далі глобальне зростання відновиться, хоча мляво через повільне налаштування логістики та слабку світову торгівлю

Рівень глобальної економічної активності вперше за останні більше ніж два роки почав скорочуватися як у виробництві, так і у сфері послуг під впливом високої інфляції, посилення фінансових умов та збереження проблем із постачанням. Слабший попит дав змогу полегшити тиск у ланцюгах постачання та зменшити дефіцит, проте вони ще зберігаються. Також оцінки поточних умов ведення бізнесу та очікувань щодо перспектив наступного року залишаються все ще негативними, а продажі – низькими.

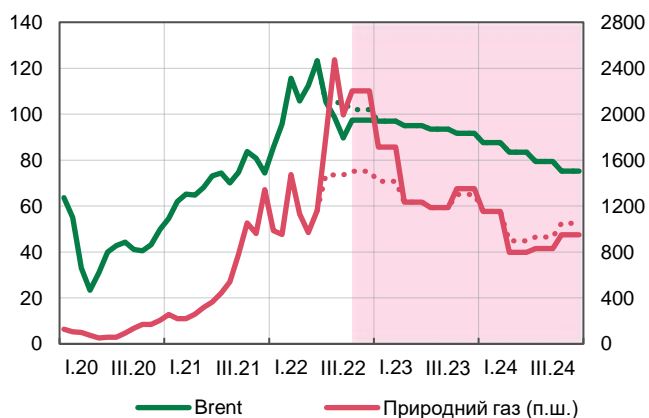
Послаблення активності у світовому виробництві тисне на сповільнення торгівлі, а зниження нових експортних замовлень – її подальше погіршення. Причому втрата імпульсу відчутніша в країнах ЄМ. Тому обсяги світової торгівлі товарами зростуть лише на 1% р/р у 2023 році порівняно з раніше прогнозованими 3.4% р/р.

У результаті синхронної дії негативних чинників настання глобальної рецесії очікується наприкінці поточного – першій половині 2023 року. Далі через повільне налагодження логістики, слабку світову торгівлю та посилення фінансових умов зростання буде млявим як у розвинутих країн, так і країнах ЄМ.

Економіка США сповільнюється. Зростання іпотечних ставок та високі витрати призвели до падіння інвестицій у будівництво. Приватне споживання уповільнилося на тлі падіння реальних наявних доходів населення. Повільне налагодження логістики та подорожчання сировини, матимуть стримуючий вплив на економіку США до кінця 2023 року. Додатковий обмежуючий ефект матиме посилення монетарної політики ФРС.

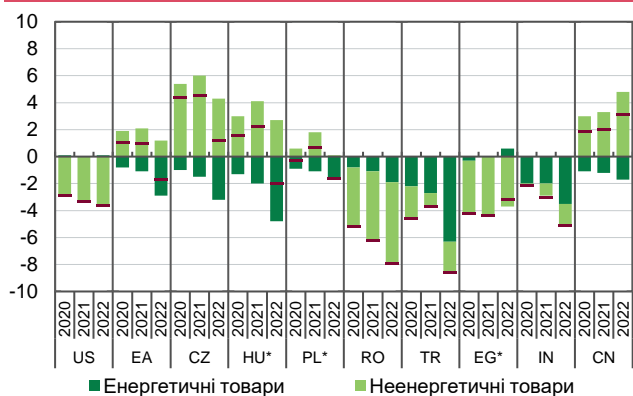
Економіка Єврозони відчуває негативний вплив високої інфляції та геополітичні наслідки війни в Україні.

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



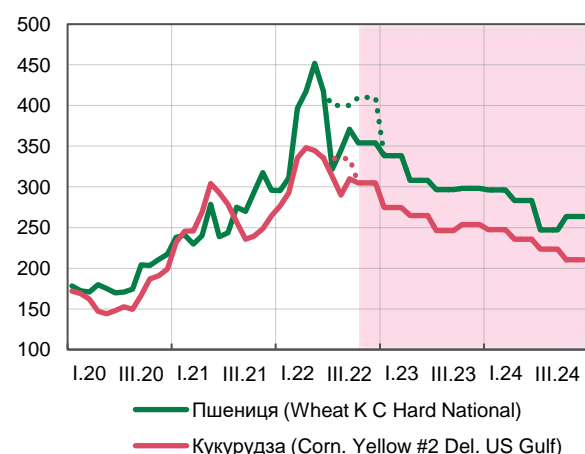
Джерело: Refinitiv, прогноз НБУ.

Графік 1.8. Баланс торгівлі товарами за січень–серпень, % ВВП



* Для Польщі та Угорщини – за 7 місяців, для Єгипту – за 6 місяців.
Джерело: UN Comtrade Database, МВФ, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Графік 1.9. Світові ціни зернові, дол./т



Джерело: Refinitiv, прогноз НБУ.

Очікується, що дія цих факторів триватиме щонайменше до середини 2023 року. Утім, фіскальні заходи, спрямовані на пом'якшення впливу високих цін на енергоносії, стійкі ринки праці та накопичені заощадження (на кінець I кварталу 2022 року вони перевищували допандемічний рівень близько [850 млрд євро](#)), підтримають економіку Євросони.

Висока інфляція, зростання вартості запозичень і слабше зростання провідних економік суттєво підривають перспективи зростання країн ЄМ – ОТП України. У міру деескалації війни в Україні та налагодження глобальної логістики поживляться споживання та інвестиції, що призведе до активного відновлення економік країн ЄМ. Натомість у Китаї зниження попиту внаслідок жорстких карантинів, скорочення виробництва в енергоємних галузях і посилення рецесії в секторі житлової нерухомості стримуватимуть зростання економіки на прогнозованому горизонті попри суттєву державну підтримку.

Ціни на світових товарних ринках під тиском млявого зростання світової економіки знижуватимуться, однак помірно через обмежене зростання пропозиції

Світові ринки на нафту та природний газ у Європі в III кварталі 2022 року мали різноспрямовану динаміку. Уповільнення глобальної економіки вплинуло на суттєве скорочення попиту на нафту та, відповідно, її здешевлення. Однак обмеження обсягів видобування країнами ОПЕК+ утримало ціни від ще глибшого падіння. Дія цих факторів залишатиметься визначальною на ринку нафти і надалі. Додатковий вплив на ринок матиме запровадження європейськими країнами максимальної ціни на російську нафту, унаслідок чого вона дедалі більше переорієнтуватиметься на ринок Азії.

Ціни на природний газ подекуди сягали чергових рекордів через проблеми з його постачанням з росії. Однак швидке заповнення сховищ газом із випередженням встановлених графіків, насамперед завдяки активному імпорту СПГ, скоригували ціни донизу. Очікується, що висока волатильність на ринку залишатиметься через подальший шантаж росії. Але поступове зменшення залежності країн Європи від російського газу на тлі суттєвого скорочення його споживання сприятиме зниженню цін.

Світові ціни на сталь та залізну руду зменшувалися під впливом слабкої ділової активності в більшості регіонів на тлі все ще надмірної пропозиції. Дія цих факторів зберігатиметься й на прогнозованому горизонті, унаслідок чого сталь і руда продовжать дешевшати.

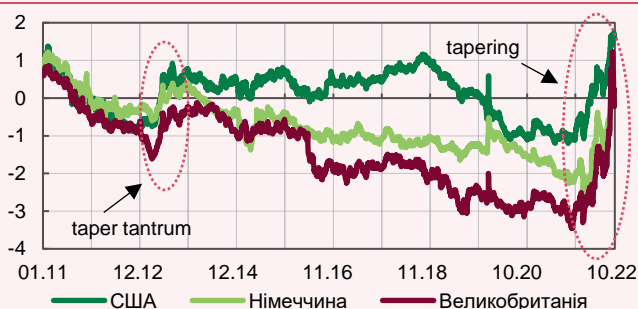
Ринки зернових, зокрема пшениці та кукурудзи, зазнали певного полегшення завдяки запровадженню зернового коридору з України та, відповідно, зниження цін. Однак негативні погодні умови для розвитку та збору нового врожаю в більшості зернових регіонів світу стримували падіння цін. Очікується, що робота зернового коридору в умовах розширення площ посівів, зокрема в країнах Латинської Америки, Індії, Австралії, поліпшення погодних умов, що сприятимуть збільшенню врожаїв, призведуть до зниження цін (попри дороге паливо та добрива) протягом 2023–2024 років.

Вставка 1. Посилення світових фінансових умов: борговий дев'ятий вал

Рекордна інфляція у розвинених країнах, що виявилася неочікувано стійкою для провідних центральних банків, змусила їх швидкими темпами посилювати свою монетарну політику. Відповідно, у 2022 році завершилося більш як десятиліття "ультрадешевих грошей" на світових фінансових ринках. Та зважаючи на виклики, з якими стикнулася світова економіка за останні два роки, таке необхідне ужорсточення фінансових умов має наслідки для державних фінансів. Накопичені до 2019 року вразливості переважно лише загострилися внаслідок пандемії, заходів боротьби з нею та воєнної агресії росії проти України. За даними IIF, світовий борг за підсумками 2022 року сягне 352% ВВП, що на 30 в.п. більше, ніж наприкінці 2019 року. Через посилення фінансових умов зростає вартість обслуговування і нових залучень. У результаті необхідність зниження боргового навантаження створюватиме виклики для економічного зростання у світі.

Сукупність шоків, яка охопила світову економіку внаслідок пандемії Covid-19, заходів боротьби з нею та вторгнення росії в Україну, призвела до небаченого щонайменше кілька десятиліть пришвидшення інфляції. У відповідь більшість центральних банків прискорили посилення монетарної політики як шляхом підвищення ставок, так і згортання програм QE. У вересні 2022 року порівняно з вереснем 2021 року очікувана ринком ставка (на основі дворічних свопів) у наступні два роки в Єврозоні зростає більше ніж на 3 в.п., у США – на 4 в.п. Як наслідок, реальні дохідності державних облігацій зросли до рівнів, які востаннє спостерігалися майже десятиліття тому.

Графік 1. Реальна дохідність 10-річних державних облігацій*, %



* На основі облігацій, захищених від інфляції.
Джерело: Bloomberg.

Швидке посилення монетарної політики в розвинених країнах завершило сприятливий для ризикових активів період, який характеризувався низькими процентними ставками та високим рівнем ліквідності. Фондові індекси знизилися на понад 20% з початку року, насамперед у секторах із високим співвідношенням ціни/прибутку. Приплив капіталу до країн ЄМ практично припинився, а долар США зміцнився до найвищого рівня за останні майже 20 років з огляду на більший простір для підвищення ставок та нижчі ризики для економіки через енергетичну незалежність США. На тлі нестійкого та нерівномірного відновлення світової економіки таке стрімке посилення фінансових умов створює виклики як для розвинених країн, так і для ЄМ.

Розвинені країни. Один із найбільш циклічних секторів економіки – ринок нерухомості. Його зростання протягом тривалого часу підтримувалося низьким рівнем ставок. Із посиленням монетарної політики ЦБ ставки за іпотекою досягнули в окремих розвинених країнах найвищого рівня за останнє десятиріччя. Макропруденційні заходи, упроваджені після світової кризи 2008 року, зменшили ризики її повторення. Однак кредити домогосподарств

(здебільшого іпотечні) становлять в окремих країнах понад 180% чистого наявного доходу.

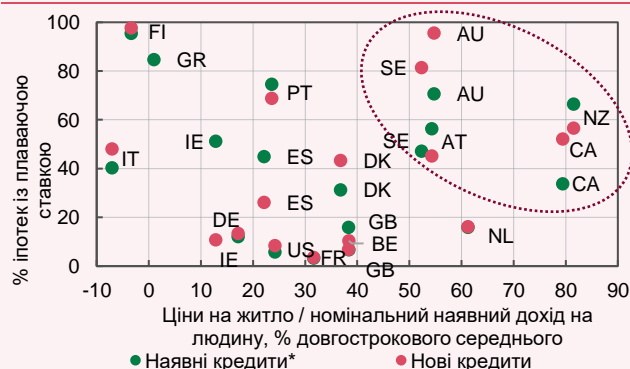
Графік 2. Іпотечна ставка, фіксована на 3 роки, %



Джерело: Bloomberg.

Зміна уподобань під час пандемії та безпрецедентні фіскальні стимули прискорили зростання цін на нерухомість, що за поточних умов уповільнення економіки створює ризик їх стрімкого падіння.

Графік 3. Співвідношення ціни на житло і доходу та частка іпотечних кредитів із плаваючою ставкою**



* Для країн, що не мають такої статистики, розраховано як середнє частки нових іпотек із плаваючою ставкою з 2013 до 2022 року.

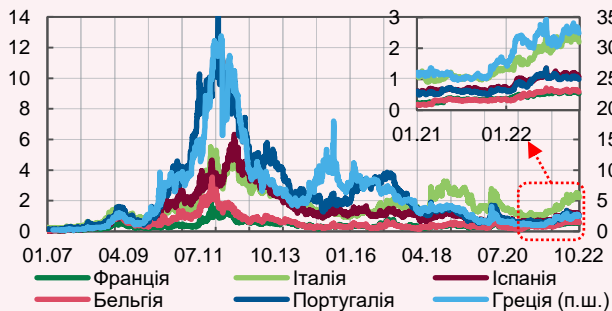
** Включає також кредити зі ставкою, що фіксована на менше ніж рік.
Джерело: OECD, EMF, ECB, RBA, RBNZ, Bank of Canada, MBA, розрахунки НБУ.

Якщо у 2019 році ціни в реальному вимірі збільшилися на 1.8%, то у 2020 та 2021 роках – уже на 4.4% та 8.0%, відповідно. У результаті співвідношення вартості житла і доходу на більш як 50% перевищило довгострокове середнє у Новій Зеландії, Канаді, Швеції, Австралії. Крім того, ці країни мають високі ризики неплатоспроможності позичальників через більшу частку іпотечних кредитів із плаваючою ставкою. За наявними метриками, зростання цін на житло після 2020 року є надмірним і у США. Вірогідне стрімке падіння ринку нерухомості, викликане

цими факторами, посилить рецесію в провідних економіках і може знизити їх ВВП додатково на 3-4% за два роки (Williams, 2016).

Особливості Єврозони. На тлі посилення монетарної політики ЄЦБ в умовах стагфляції постало питання щодо боргової стійкості окремих країн Єврозони. Нерівномірний вплив пандемії призвів до суттєвішого погіршення стану державних фінансів у Південній Європі: дефіцит у цих країнах (за винятком Португалії) у 2020 році розширився до 9–11% ВВП, а державний борг зріс суттєвіше порівняно із боргом Німеччини. Попри це, безпрецедентні обсяги QE сприяли збереженню низьких суверенних премій за ризик. Країни переважно скористалися сприятливим періодом для збільшення термінів обігу, зниження частки облігацій із плаваючою ставкою та середньозваженої дохідності. Тому їх вразливість до жорсткіших фінансових умов наразі є дещо меншою, ніж під час taper tantrum.

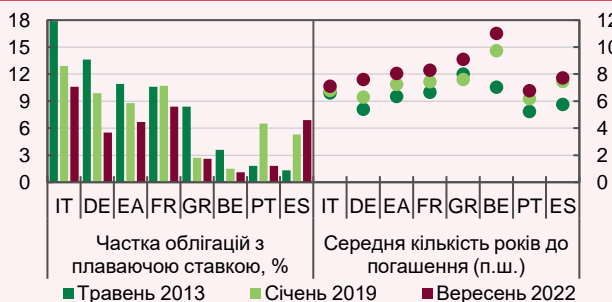
Графік 4. Різниця дохідностей між 10-річними державними облігаціями Німеччини і окремих країн Єврозони, в.п.



Джерело: Bloomberg (у виносці усі ряди зазначені по лівій шкалі).

Однак наразі різниця дохідності між облігаціями Німеччини і країн, борг яких перевищує 100% ВВП, уже майже сягнула рівня березня 2020 року. Розширення потреб бюджетів унаслідок уповільнення економік і [компенсації цін на енергію](#) гальмує фіскальну консолідацію. Очікуване зростання дохідності на тлі уповільнення економіки [помітно погіршить](#) динаміку боргу до ВВП. Ураховуючи, що учасники ринку доволі чутливі до будь-яких змін, то, за [розрахунками експертів](#), кожен їх перегляд оцінки суверенного ризику у бік збільшення на 10 в.п. може знизити ВВП Єврозони на 0.8% за два роки.

Графік 5. Частка облігацій з плаваючою ставкою та середня кількість років до погашення усіх державних облігацій



Джерело: ЄЦБ.

Країни ЕМ. За останніх три десятиліття країни ЕМ досягли прогресу в підвищенні стійкості до погіршення зовнішніх умов. Однак країни зі значними дисбалансами в економіці відчувають негативний вплив від посилення

монетарної політики ФРС, насамперед через формування жорсткіших фінансових умов і велику частку торговельних розрахунків у доларах США. З початку 2022 року різниця дохідності між державними облігаціями США та ризикових країн зросла на більш як 200 б.п. і наблизилася до рівнів початку пандемії. За даними МВФ, вартість обслуговування боргу приблизно [третини країн](#) ЕМ перевищила 10% (максимум з часу світової фінансової кризи). Натомість у країнах з інвестиційним рейтингом премія за ризик майже не змінилася.

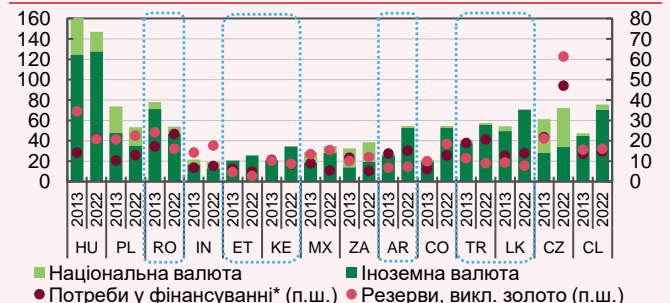
Графік 6. J.P. Morgan's EMBI+ Sovereign Spread, б.п.



Джерело: Bloomberg.

Зростання вартості зовнішніх запозичень і зміцнення долара США створюють значні виклики для країн ЕМ. Тривалий період сприятливих фінансових умов призвів до стрімкого нарощування зовнішнього боргу урядами та нефінансовими компаніями переважно в іноземній валюті (становить близько 80%). Однак більшість країн ЕМ накопичили достатні резерви для покриття потреб у зовнішньому фінансуванні. Лише у Туреччині та Аргентині, як і під час попередніх криз, обсяг резервів менший, ніж короткостроковий зовнішній борг. Проте розширення дефіциту поточного рахунку через зростання цін на енергоносії та продовольство створює ризики й для багатьох інших країн ЕМ, зокрема Єгипту, Румунії, Грузії. Ще вразливішими є прикордонні ринки, зокрема [Туніс](#), Ефіопія, Кенія, Гана, а Шрі-Ланка вже [оголосила дефолт](#). Загалом [25% країн ЕМ та 60% країн із низьким доходом](#) мають високий ризик або вже у стані боргової кризи.

Графік 7. Розподіл зовнішнього боргу ЕМ за валютами, потреби у фінансуванні та валютні резерви, % ВВП, на початку року



* Різниця короткострокового зовнішнього боргу (за первинним терміном погашення) на початок року і балансу поточного рахунку. Джерело: IIF, Світовий банк, МВФ.

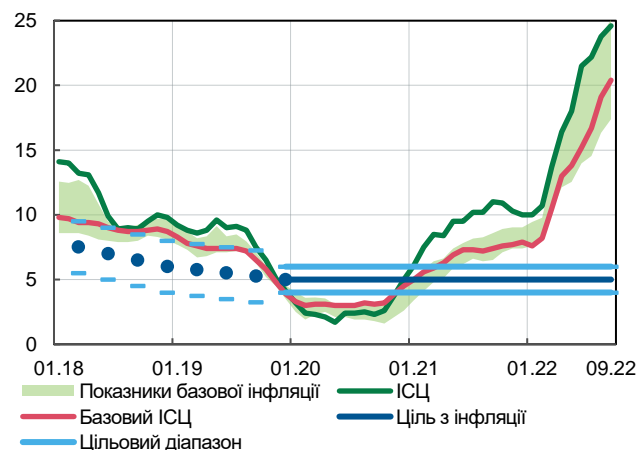
За поточного ужорсточення світових фінансових умов за наявних масштабних боргового навантаження й розбалансованих бюджетних дефіцитах, виважена макроекономічна і фіскальна політика є ключовими чинниками послаблення негативного зовнішнього впливу.

Частина 2. Економіка України

2.1. Інфляційний розвиток

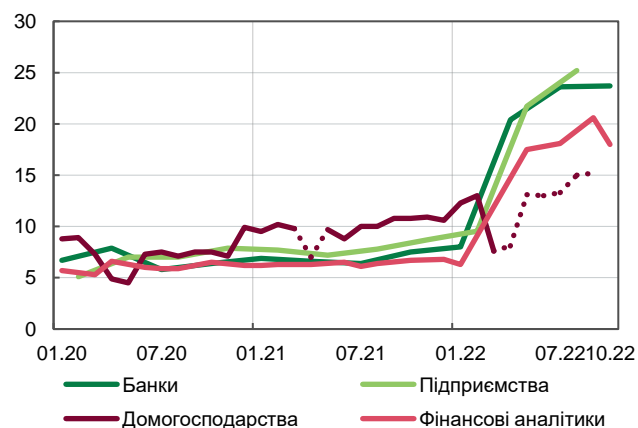
- В умовах війни інфляція очікувано пришвидшується, але залишається керованою. До кінця року вона досягне 30% переважно під впливом чинників пропозиції та погіршення очікувань.
- Інфляція почне сповільнюватися з наступного року завдяки поступовому налагодженню логістики та виробництва, вщуханню світового цінового тиску та відносно жорстким монетарним умовам. Проте вона перебуватиме вище цілі насамперед через наслідки війни та високі темпи зростання адміністративних цін.

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



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

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



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

Споживча інфляція пришвидшується передусім унаслідок дії чинників пропозиції та погіршення очікувань

Пришвидшення інфляції й надалі зумовлювалося наслідками повномасштабної війни росії проти України. Серед них порушення ланцюгів постачання, руйнування виробництв, і внаслідок цього скорочення пропозиції товарів та послуг, збільшення витрат бізнесу. Ще одним чинником був ефект перенесення на ціни коригування офіційного курсу гривні до долара США, яке відбулося наприкінці липня та було необхідним для збереження стійкості економіки України. Посилився тиск і від загальносвітових інфляційних процесів.

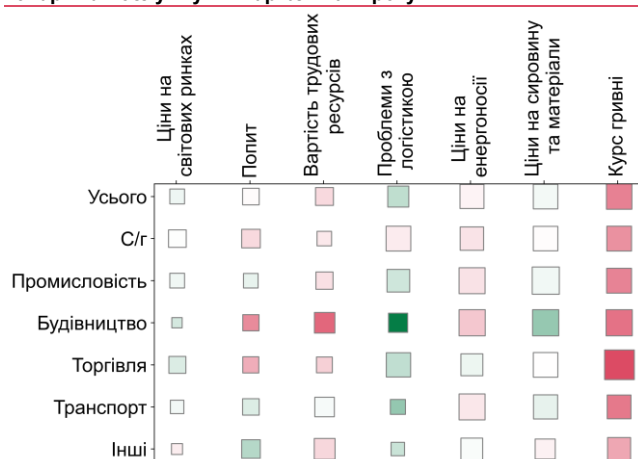
Споживча інфляція у вересні 2022 року досягла 24.6% р/р. Попри значне відхилення від цілі, ІСЦ виявився меншим порівняно з прогнозом НБУ, опублікованим в Інфляційному звіті (липень 2022 року). Зокрема посилення інфляційного тиску стримувалося збереженням зниженого рівня оподаткування пального та швидшим, ніж очікувалося, насиченням ним внутрішнього ринку, збереженням незмінних тарифів на ЖКП.

Вагомим чинником було також погіршення інфляційних очікувань². Крім високої поточної інфляції (інфляційні очікування в Україні значною мірою [адаптивні](#)), погіршення очікувань було зумовлене посиленням девальваційного тиску на готівковому ринку. Зокрема, згідно з [результатами опитувань щодо ділових очікувань підприємств](#) у III кварталі 2022 року чинник "курс гривні до іноземних валют" став найвагомим у формуванні цінових очікувань для більшості секторів економіки. Проте збереження фіксації офіційного обмінного курсу та заходи НБУ зі збалансування готівкового ринку в умовах високої невизначеності стримували подальше погіршення очікувань. Додатковим чинником також були незмінні тарифи на ЖКП.

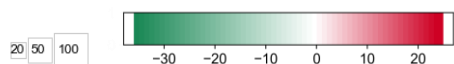
Коригування офіційного курсу гривні та інші наслідки війни призвели до посилення фундаментального інфляційного тиску у III кварталі 2022 року (базова інфляція у вересні досягла 20.4% р/р). Насамперед стрімко пришвидшилося зростання цін на товари, які переважно є імпортними або мають значну частку імпорту в собівартості. Зокрема це непродовольчі товари – електроніка, автомобілі, ліки, одяг та взуття, товари для

² 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. Оцінки респондентів щодо найбільш впливових чинників, які зумовили очікування щодо зростання цін на їхні товари та послуги у III кварталі 2022 року*



* Розмір фігури відповідає балансу відповідей, %, колір – зміні порівняно з II кварталом 2022 року, в. п.



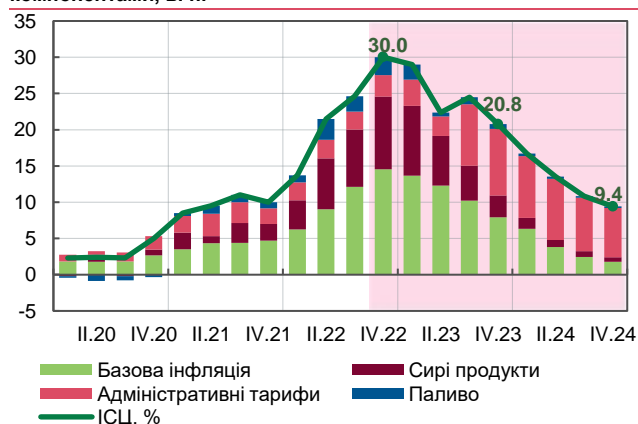
Джерело: НБУ.

Графік 2.1.4. ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

дому, особистого догляду, ремонту житла, а також продукти харчування – рис, сухофрукти, молочні та рибні продукти, безалкогольні напої. З огляду на обмежені можливості забезпечити гривневі заощадження від знецінення, подорожчання товарів тривалого використання могло підтримуватися й попитом населення, про що свідчило зростання індексу доцільності великих покупок.

Збільшення витрат бізнесу, у тому числі через подорожчання імпорту, та вплив вищого попиту, зокрема у зв'язку з потребами ремонту та утеплення житла на тлі дефіциту деяких витратних матеріалів, прискорювали зростання вартості послуг. Повернення громадян до своїх місць проживання та попит з боку вимушених внутрішніх переселенців зумовили подальше подорожчання оренди житла. Також суттєвіше дорожчали медичні послуги, послуги салонів краси, хімічного чищення та закладів громадського харчування. Далі зростала вартість телекомунікаційних послуг. Проте у цілому попит на непершочергові товари та послуги залишався слабким, що стримувало зростання інфляції. Суттєво сповільнилося подорожчання послуг готелів. Повільніше також дорожчали фінансові послуги, вища освіта, обслуговування автомобілів.

Інфляція почне знижуватися наступного року завдяки подальшому налагодженню логістики, вщуханню світової інфляції та відносно жорстким монетарним умовам

До кінця поточного року інфляція продовжить прискорюватися та досягне 30% насамперед під впливом шоків пропозиції та погіршення очікувань, що викликані війною, а також високої світової інфляції. Частина з цих чинників впливатиме на інфляцію і в наступному році. Проте очікуване зменшення безпекових ризиків з середини 2023 року сприятиме зниженню інфляційних очікувань економічних агентів, а проінфляційний ефект шоків пропозиції поступово згасатиме. Зниження ризиків для підприємницької діяльності, налагодження оптимальних логістичних зв'язків, відновлення виробничих потужностей зменшуватимуть затрати бізнесу та сприятимуть нарощуванню пропозиції та стабілізації споживчих цін. Додатковими дезінфляційними чинниками будуть відносно жорсткі монетарні умови, а також поступове вщухання світової інфляції. Виважена боргова політика Уряду України з відмовою від монетизації дефіциту бюджету додатково сприятиме поліпшенню інфляційних очікувань.

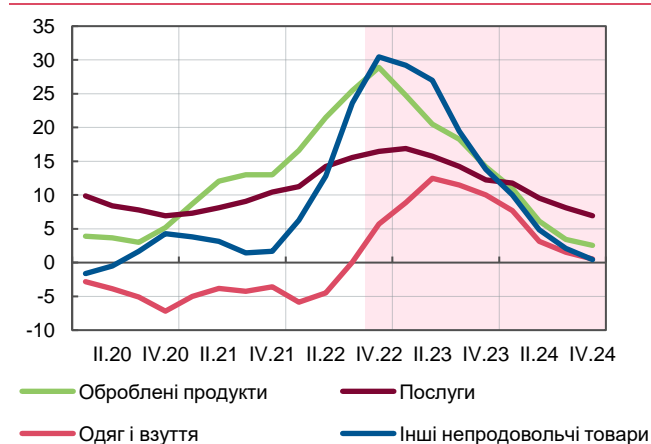
Як і в поточному році, так і на прогнозованому горизонті тиск з боку попиту буде низьким через значне падіння доходів населення. Споживчий попит ще тривалий час залишатиметься нижче свого рівноважного рівня внаслідок збереження високого рівня безробіття і повільного відновлення доходів населення. Основною причиною прискорення базової інфляції майже до 25% до кінця цього року залишатимуться шоки пропозиції, пов'язані з війною, у тому числі зростання витрат бізнесу та вторинні ефекти від липневого коригування курсу. У

Графік 2.1.6. Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.8. Ціни на сирі продовольчі товари, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

наступному році ці ефекти більшою мірою згасатимуть, що загальмує темпи росту базового ІСЦ майже вдвічі, а до кінця прогнозного періоду – до 3%. Проте джерелом тиску на ціни з боку попиту буде посилена потреба з відновлення житла, що визначатиме зростання цін на відповідні товари та послуги.

Швидкому дезінфляційному тренду та досягненню цілі в межах прогнозного горизонту заважатиме передусім висока вартість енергоносіїв. Через накопичення дисбалансів у енергетичній сфері в повоєнний період виникне потреба в поетапному приведенні енергетичних тарифів для населення до ринкових рівнів. В умовах високих світових цін на енергоресурси адміністративно регульована складова в наступні роки зростатиме найбільше з усіх компонент інфляції та зумовлюватиме основний внесок у неї. Через це споживча інфляція перебуватиме вище цілі 5% до кінця 2024 року, і досягне її лише у 2025 році.

Схожі очікування щодо сповільнення інфляції у середньостроковій перспективі мають представники банків (12.2% через три роки), а також фінансові аналітики (8.5% через два роки).

Збільшення витрат, спричинене війною, та дорогі енергоносії залишатимуться вагомими чинниками прискорення інфляції, зокрема продовольчої

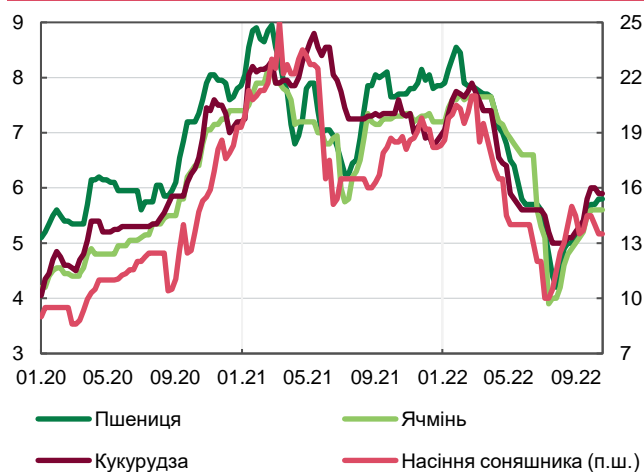
Збільшення витрат бізнесу, у тому числі на енергоносії, окупація територій, ускладнена логістика та скорочення поголів'я зумовлювали подальше пришвидшення небазової інфляції, зокрема продовольчої. Крім того, посилювався й тиск з боку світових цін.

Вищими темпами зростали ціни на фрукти, переважно імпортні цитрусові та банани, унаслідок ускладненої логістики, подорожчання цих продуктів у світі та коригування офіційного курсу гривні в липні 2022 року. Через зменшення пропозиції, зокрема з тимчасово окупованих південних регіонів України, та збільшення витрат бізнесу на виробництво і постачання зберігалися високі темпи подорожчання овочів.

С/г залишається ледь не єдиним сектором в економіці, для якого дія чинника "проблеми з логістикою" на цінові очікування посилилася. Це може пояснюватися надходженням нового врожаю за обмежених можливостей його зберігання та експорту, попри відкриття "зернового коридору". Водночас через дію останнього та липневе коригування курсу³ підвищилися ціни на українське збіжжя на внутрішньому ринку. Так знову пришвидшилося зростання цін на соняшникову олію та продукти з неї. Це також позначилося на подорожчанні кормів, що разом зі скороченням поголів'я та розширенням можливостей для експорту підтримувало зростання цін на продукцію тваринництва. Зокрема, вищими темпами дорожчало м'ясо, а також яйця.

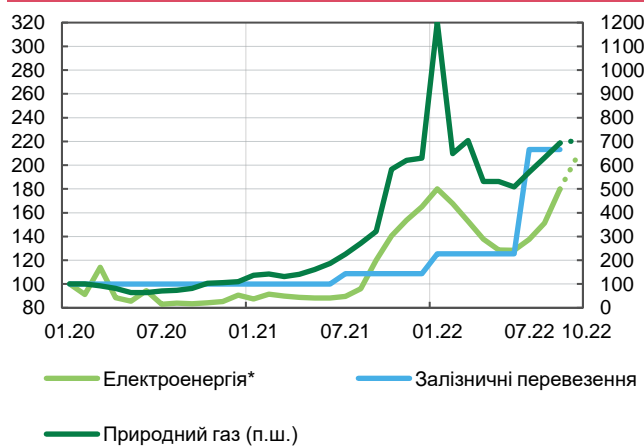
³ Завдяки дії "зернового коридору" та, відповідно, вищого експорту на внутрішньому ринку підвищилися закупівельні ціни на зерно. Останні, як правило, прив'язані до вартості в іноземній валюті. Липневе коригування офіційного курсу гривні зумовило стрімкіше підвищення цін, виражених у національній валюті.

Графік 2.1.9. Ціни попиту на основні с/г фуражні товари, EXW, експорт, тис. грн/т



Джерело: АПК-інформ.

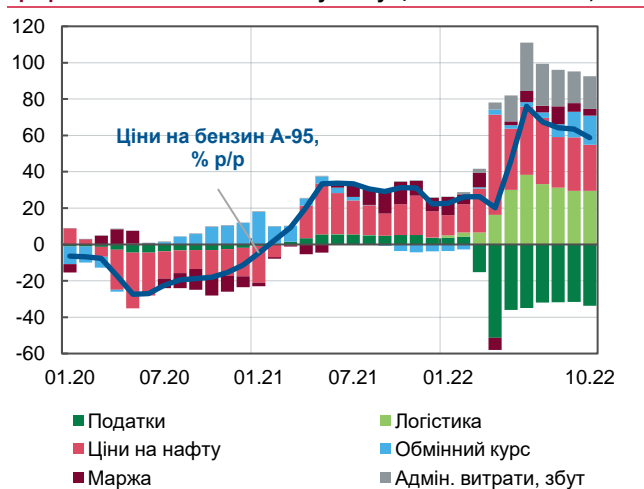
Графік 2.1.10. Тарифи на товари і послуги для небутових споживачів, 01.2020 = 100



* Базове навантаження ОЕС України.

Джерело: ДССУ, УЕБ.

Графік 2.1.11. Внески чинників у зміну ціни на бензин А-95, в.п.



Джерело: minfin.com.ua, розрахунки НБУ.

Відчутно дорожчали крупи через вичерпання запасів та скорочення можливостей імпорту. Натомість позитивні очікування щодо врожаю вітчизняних круп, зокрема гречки, сприяли зниженню темпів зростання цін на них наприкінці кварталу.

Подорожчання енергоносіїв залишається одним з ключових чинників зростання собівартості енергоємних товарів. Це підтверджується посиленням впливу чинника "ціни на енергоносії" на формування майбутніх цін підприємствами. Вищими темпами зростали ціни на хліб, оброблені молочні продукти та ковбасні вироби. Також, під впливом цього чинника та очікувань щодо скорочення виробництва швидше зростали ціни на цукор. Дорогі енергоносії впливали і на вартість виробництва непродовольчих товарів, зокрема будівельних матеріалів та скляних виробів, що в результаті прямо чи опосередковано впливало на загальну інфляцію.

Інфляція сирих продуктів надалі прискорюватиметься та перевищить 50% у наступні два квартали. Вагомими чинниками зростання цін залишаться високі ризики та витрати бізнесу, що посиляться в зимовий період через дорогі енергоносії. В наступному році продовольча інфляція стрімко знижуватиметься завдяки відновленню оптимальних технологічних і логістичних зв'язків, надходженню на ринок нових вищих врожаїв, у тому числі з південних областей країни. Крім того, дезінфляційним чинником стане очікуване зниження світових цін на продовольство та енергоресурси. Подальше насичення продовольчого ринку пропозицією як внутрішнього виробництва, так і за рахунок імпорту дасть змогу стабілізувати продовольчу інфляцію на низьких рівнях (близько 3%) за умови відсутності значних нових шоків пропозиції.

Зростання цін на пальне суттєво сповільнювалося (до 66.2% р/р у вересні), хоча їх рівень стабілізувався на високому рівні. Це пояснюється зменшенням цін на нафту у світі та насиченням ринку завдяки налагодженню логістики й відновленню конкуренції між АЗС.

Надалі пальне дорожчатиме повільніше (до 20% на рік). З одного боку, ціни стримуватиме поступове зниження світових цін на нафту. З іншого – очікуване повернення системи оподаткування пального на довоєнний рівень зберігатиме ціни високими. Проте ефекти перенесення високих цін на пальне триватимуть і надалі, зумовлюючи, зокрема, подорожчання транспортних послуг. Це підживлюватиме загальну інфляцію.

Після завершення дії мораторію на підвищення комунальних тарифів останні стануть потужним проінфляційним чинником

Темпи зростання адміністративно-регульованих цін залишилися на рівні 14.7% р/р упродовж III кварталу. Далі пришвидшувалося подорожчання алкогольних напоїв на тлі зростання витрат, зокрема на енергію, а також дефіциту тари. Попри поступове відновлення виробничих потужностей, вищими темпами дорожчали тютюнові

Графік 2.1.12. Внески у зміну адміністративно регульованих цін, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.13. Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

вироби, також відображаючи тиск виробничих витрат. Під впливом коригування обмінного курсу пришвидшилося зростання цін на фармацевтичні товари. Натомість знизилися темпи зростання вартості транспортних послуг на тлі стабілізації цін на пальне. Зростання тарифів на комунальні послуги також сповільнювалося, що пов'язано з вичерпанням ефектів бази порівняння завдяки фіксованим тарифам.

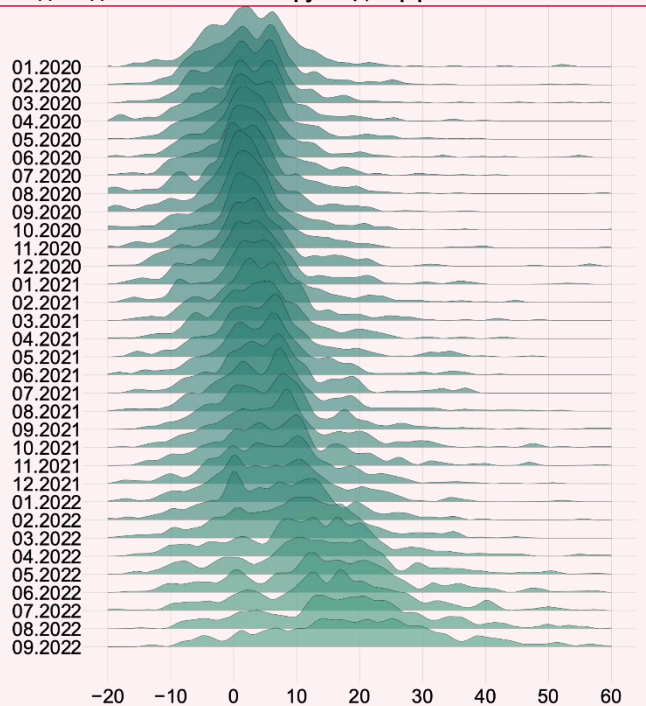
Проте на прогнозованому горизонті адміністративна інфляція пришвидшиться насамперед через припинення дії мораторію на підвищення комунальних тарифів в умовах накопичених фінансових дисбалансів через значний розрив між вартістю газу для населення та його ринковою ціною. Зважаючи на високу соціальну значущість цих тарифів, очікується, що їх підвищення буде поетапним і супроводжуватиметься розширенням соціальної підтримки. Крім того, високу адміністративну складову інфляції підтримуватиме подальше подорожчання тютюнової продукції насамперед через підвищення акцизів.

Вставка 2. Як враховується зміна споживання в ІСЦ?

Індекс споживчих цін (ІСЦ) є загальноприйнятим показником, який відображає зміни в часі загального рівня цін на товари та послуги, які споживає населення. Відомо також, що з часом під впливом багатьох чинників (економічних, демографічних, соціальних) структура споживання змінюється. Відповідно до міжнародних стандартів, яких дотримується і ДССУ, така зміна цін враховується у ваговій структурі для розрахунку ІСЦ шляхом актуалізації ваг (в Україні щорічно з початком нового року) та споживчого набору (кожні п'ять років). Проте й протягом року споживча поведінка змінюється залежно від поточних умов. Тож чи враховують розрахунки ІСЦ оперативні зміни в споживанні домогосподарств? Коротка відповідь – частково. Це досягається шляхом розрахунків на основі методу ланцюгових індексів або так званих динамічних ваг. Він полягає в тому, що протягом року ті товари та послуги, які дорожчали швидше порівняно з іншими, набувають в ІСЦ більшої динамічної ваги, і навпаки. Саме цим пояснюються значні відхилення від обчислення інфляції за компонентами на основі статичних ваг, особливо в періоди значної варіації змін цін на окремі товари та послуги. Проте метод динамічних ваг враховує лише зміни у відносних цінах. В умовах значних економічних та соціальних потрясінь, таких як війна чи пандемія, структура споживання змінюється дуже швидко передусім через поведінкові та структурні чинники – економію на товарах не першої необхідності, фізичну відсутність окремих товарів та послуг тощо. Однак розрахунки ІСЦ на актуалізованій структурі споживання під час пандемії свідчать про порівняно незначні відхилення. Таким чином, інфляційні процеси, виражені традиційним ІСЦ, залишаються актуальними й під час значних структурних змін.

Унаслідок воєнної агресії росії українська економіка зазнала численних шоків. Серед них зміна споживчої поведінки та посилення інфляційного тиску. Ще одним наслідком таких подій стала значна нерівномірність змін цін на компоненти ІСЦ – деякі товари та послуги дорожчають значно швидше, а вартість інших навіть знижується. Так, лідерами за річними темпами подорожчання у вересні 2022 року були овочі, фрукти, крупи, а також пальне. Натомість дешевшими, ніж торік, були яблука, практично не змінилася вартість одягу та взуття.

Графік 1. Розподіл річних змін цін на товари і послуги, що входять до споживчого набору ІСЦ*, % р/р



* Горизонтальна вісь обмежена значеннями від -20% до 60% для полегшення візуального сприйняття, проте незначна частина індексів виходить за межі цього діапазону.
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

В умовах стрімкого збільшення розкиду значень крайніх точок цінових змін (графік 1) структура грошових витрат населення, які є основою для розрахунку ІСЦ, може зазнати кардинальних зрушень – швидко змінюється відносна важливість окремих товарів та послуг. Проте згідно з усталеною світовою методологією, що найбільш повно викладена у "[Посібнику щодо індексів споживчих цін: теорія та практика](#)", збереження стабільності вагової структури є важливою умовою якісного розрахунку ІСЦ. Завдяки цьому забезпечуються точність, порівнюваність, репрезентативність, актуальність статистичних показників. Тому, як правило, період перегляду вагової структури становить один рік. Сам же споживчий набір переглядається один раз на п'ять років.

Розрахунок вагової структури – тривалий та трудомісткий процес, що включає збір та узагальнення даних щодо грошових витрат домогосподарств. У результаті для обчислення ІСЦ поточного року використовуються ваги, розраховані на основі витрат позаминулого року. Наприклад, вагова структура ІСЦ у 2022 році ґрунтується на грошових витратах 2020 року.

Усе це породжує спекуляції, нібито традиційний ІСЦ не відображає поточних інфляційних тенденцій, оскільки не враховує впливу зміни цін на вартість споживчого набору, а сама вагова структура вже застаріла на момент публікації. Насправді відповідно до міжнародних стандартів вагові коефіцієнти витрат динамічно оновлюються з урахуванням змін цін за період від розрахунку вагової структури до її запровадження в ІСЦ.

Попри поширене тлумачення, ІСЦ розраховується на основі не щомісячних змін цін, а довгих ланцюгових індексів. Оновлення ваг з урахуванням змін цін переважно здійснюється на найнижчому рівні агрегування, тобто на рівні компонент. Кожен ваговий коефіцієнт витрат множиться на його елементарний індекс цін за період, починаючи від базисного періоду вагових коефіцієнтів. Отримані в результаті динамічні вагові коефіцієнти, оновлені з урахуванням змін цін,

нормалізуються, щоб у сумі мати 100%. Завдяки цій процедурі вартість споживчого набору адаптується до цінових змін та фактично враховує зміну обсягу та структури грошових витрат унаслідок інфляційних процесів на поточний момент.

Для того, щоб краще зрозуміти, як ураховуються цінові зміни у структурі споживчого набору, розглянемо приклад того як змінюється вага пального в ІСЦ, залежно від зміни цін на нього. Для цього потрібно перемножити окремі ваги компонент на зміну цін, а потім нормалізувати отримані результати.

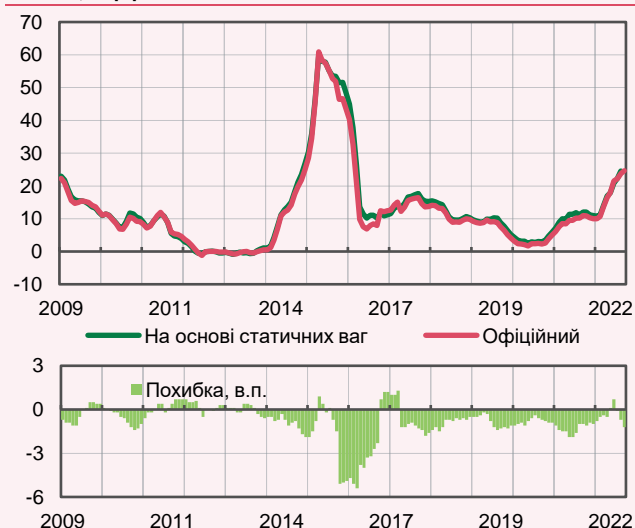
Таблиця 1. Приклад актуалізації ваги пального в ІСЦ, %

	Пальне	Інші компоненти ІСЦ	ІСЦ всього
Офіційна вага ДССУ	2.8	97.2	100.0
Зміна цін у грудні 2021 року відносно усього 2020 року	32.0	12.9	13.4
Вага, актуалізована на зміну цін	3.7	109.7	113.4
Нова нормалізована вага	3.2	96.8	100.0

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Як бачимо, фактична вага пального збільшилася, тому що ціни на нього за період від розрахунку ваг для базисного періоду до поточного моменту зростали набагато швидше порівняно з іншими компонентами ІСЦ. Це відповідає ситуації в реальному житті – коли ціни на якийсь товар зростають швидше за інші, збільшується їх вага у витратах.

Графік 2. ІСЦ, розрахований за статичними та динамічними вагами, % р/р



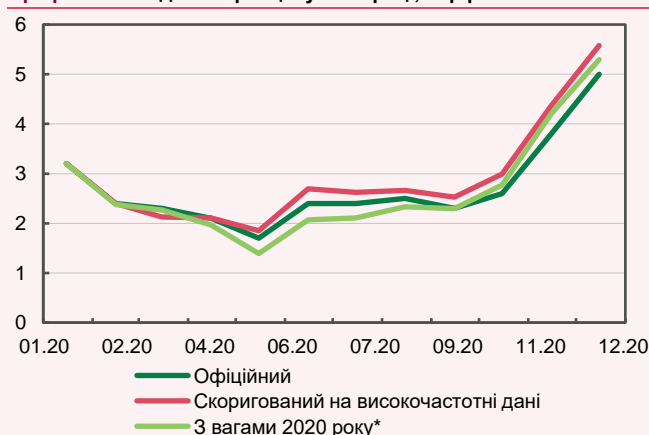
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Індексація ваг на зміну цін є обов'язковою умовою для підтримання актуальності та репрезентативності ІСЦ. Так, використання статичної вагової структури може давати похибку, що суттєво збільшується в часи

надмірних коливань окремих елементарних індексів. Зокрема, таке спостерігалось у 2015–2016 роках, що пов'язано передусім з приведенням комунальних тарифів до ринкового рівня. Наразі попри значні розбіжності у рівнях змін цін на товари та послуги, що включені до розрахунки ІСЦ, загальне відхилення ІСЦ за статичними та актуалізованими вагами є незначними та різноспрямованим у різні місяці.

В умовах значних економічних та соціальних потрясінь, таких як війна чи пандемія, структура споживання змінюється дуже швидко передусім через поведінкові та структурні чинники – економію на товарах не першої необхідності, фізичну відсутність окремих товарів та послуг тощо. І хоча це позначається на зміні відносних цін, метод ланцюгових індексів чи динамічних ваг не здатен повністю охопити наслідки структурних шоків. Водночас розрахунки ІСЦ на актуалізованій за допомогою високочастотних даних структурі споживання під час пандемії (див. вставку ["Ковідна" інфляція в Україні](#) в Інфляційному звіті за січень 2021 року на стор. 13–14) свідчать про порівняно незначні відхилення – розрахункова "ковідна" інфляція перевищила офіційну лише на 0.2–0.6 в.п. Ретроспективне використання структури ІСЦ за 2020 рік (використовується для розрахунку ІСЦ у 2022 році) з індексами цін цього самого року загалом підтверджують цю тезу. Інфляція на кінець 2020 року лише на 0.3 в.п. перевищувала офіційні показники та була близькою до аналітичних розрахунків НБУ.

Графік 3. "Ковідна" інфляція у 2020 році, % р/р



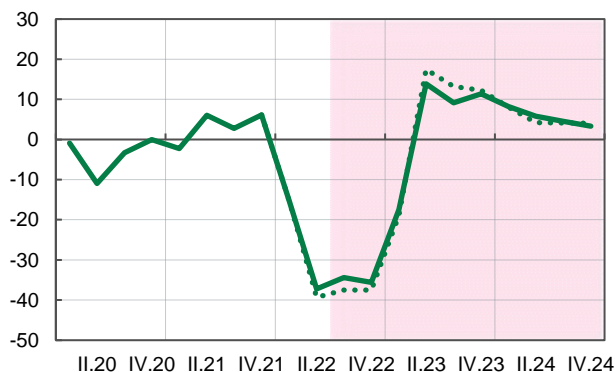
* Використовуються для розрахунку ІСЦ у 2022 році.
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Таким чином, використання структури грошових витрат попередніх періодів суттєво не викривлює показники ІСЦ у поточному періоді. До того ж чинна методика враховує і зміни у відносних цінах окремих компонент інфляції. Відповідно, інфляційні процеси, виражені традиційним ІСЦ, залишаються актуальними й під час значних структурних змін.

2.2. Попит і випуск

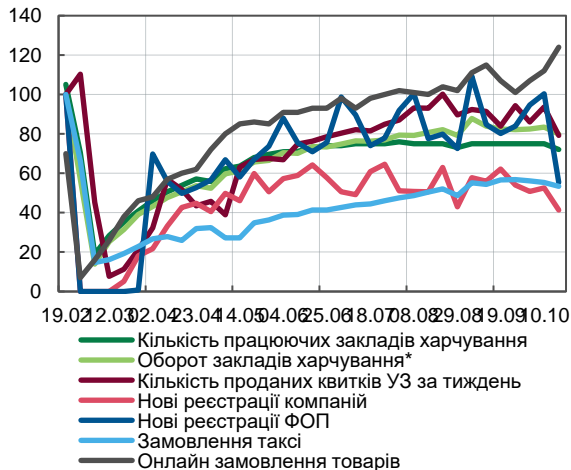
- Після найглибшого падіння на початку війни економіка України очікувано поступово відновлюється завдяки адаптації підприємств і домогосподарств до умов війни, розбудові логістичних зв'язків, поліпшенню ділових та споживчих настроїв. Проте падіння економіки у 2022 році буде суттєвим (майже на третину).
- Очікуване зниження безпекових ризиків із середини 2023 року стане ключовим чинником майбутнього відновлення економіки. Підтримуватиме зростання м'яка фіскальна політика та повноцінне відновлення роботи чорноморських портів. Але ВВП й надалі перебуватиме нижче свого потенційного рівня через наслідки війни. У свою чергу потенційний рівень ВВП залишатиметься суттєво нижче довоєнного рівня внаслідок скорочення робочої сили та руйнування фізичного капіталу.

Графік 2.2.1. Реальний ВВП, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.2. Високочастотні індикатори економічної активності у секторах послуг, % до довоєнного рівня



* Дефльовано на ІСЦ.

Джерело: Opendatabot, Poster, розрахунки НБУ.

Попри воєнні дії, економіка України поживлюється, хоча ризики для всіх секторів залишаються високими

У II кварталі 2022 року, за оперативною оцінкою ДССУ, реальний ВВП скоротився на 37.2% р/р, що виявилось дещо ліпше за очікування, оприлюднені в Інфляційному звіті за липень 2022 року. У III кварталі, за нашими оцінками, відновлення тривало і спад реального ВВП сповільнився до 34.4% р/р.

Звільнення окупованих територій та відкриття "зернового коридору" були найвагомими причинами поживлення економіки. Також, попри розрив багатьох зв'язків, втрату чи пошкодження потужностей і інфраструктури та скорочення робочої сили через масову міграцію, стійкість та адаптивність економічних агентів до шоків війни перевищили очікування.

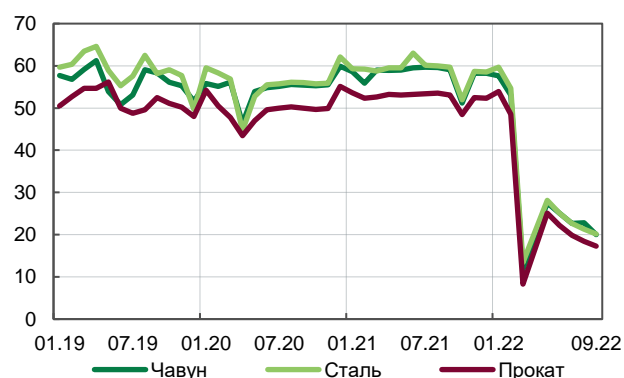
Упродовж III кварталу активно налагоджувалася логістика, зокрема із серпня запрацював "зерновий коридор". Це підтримало транспорт та оптову торгівлю. Водночас релоковані підприємства відновлювали виробництво, активізувалася с/г переробка та інші галузі переробної промисловості, у тому числі зорієнтовані на оборонні потреби. Поживлювався й фінансовий сектор. З'явилися ознаки посилення споживчого попиту, що підтримало роздрібну торгівлю, а також сектор послуг на тлі повернення частини мігрантів та ВПО до місць постійного проживання. Додатковий вплив мало сезонне поживлення економічної активності, у тому числі доволі успішні (з урахуванням воєнних обставин) жнива. У результаті зріс і рівень завантаженості потужностей⁴. Якщо масштаб руйнувань та безпекові ризики не посилюватимуться (у тому числі для енергетичної інфраструктури), відновлення економіки триватиме й наприкінці року. Це, зокрема, підтверджується поліпшенням ділових і споживчих настроїв.

Однак труднощі із логістикою, особливо з вивезенням продукції на експорт, залишаються вагомим стримуючим чинником, зокрема для металургії та добувної промисловості, які працюють значно нижче довоєнного рівня завантаженості потужностей⁵. Обмеженням

⁴ За результатами опитування НБУ, у III кварталі 2022 року частка тих, хто працює майже на повну потужність, зросла до 47.9% (з 46.5% у II кварталі). Схожі результати і в інших опитуваннях: дослідження МСБ, проведене Advanter у середині вересня, показало найнижчу з початку повномасштабної агресії кількість зупинених бізнесів – 11%. Водночас частка тих, хто наростив виробництво, становила 8% порівняно з 5% у липні. Дослідження ІЕД також показує зменшення тих підприємств що не працюють, чи працюють менше ніж на 50% потужності. Майже 70% бізнесів працюють на 50–99%.

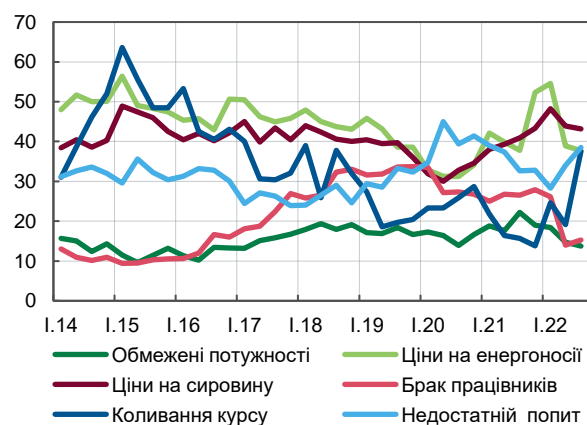
⁵ Після значного скорочення завантаженості потужностей у липні частина металургійних підприємств і досі працює на мінімальних потужностях (15% довоєнного рівня, гірничо-видобувні – 25%) в очікуванні поліпшення ситуації або перебувають на межі зупинки; інша частина – налагоджує нові логістичні шляхи та освоює нові види продукції (зокрема трубні підприємства, що працюють на зростаючий нафтогазовий

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



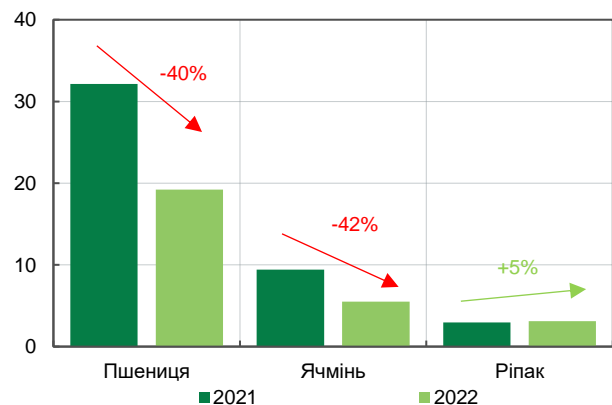
Джерело: Укрметалургпром.

Графік 2.2.4. Оцінка факторів, які стримуватимуть нарощення виробництва у наступні 12 місяців, % відповідей



Джерело: НБУ.

Графік 2.2.5. Обсяги врожаю окремих культур станом на 30.09.22, млн т



Джерело: ДССУ, МінаПК.

залишається і внутрішній попит через [зміну споживчої поведінки](#) та велику кількість мігрантів. Попит на житло залишається низьким ([10% від довоєнного рівня](#)), хоча відновлення інфраструктури за кошти бюджету, а також будівництво нових [зернових терміналів](#), насамперед у західних та центральних областях, підтримує будівництво.

У зимовий період додатково обмежуватимуть економічну активність пошкодження енергетичної інфраструктури та вимушене зменшення споживання е/е через ракетні обстріли росії та не підключену до української енергосистеми ЗАЕС. Обмеження стосується як ДГ, так і підприємств, зокрема енергоємних⁶. За оцінками НБУ, запаси газу та вугілля будуть на мінімально достатньому рівні на початок опалювального сезону (з урахуванням стрімкішого скорочення споживання, ніж видобутку, та очікуваного імпорту, зокрема зі США). Але в разі холоднішої за норму погоди (хоча [Укргідрометцентр наразі прогнозує помірно холодну зиму](#)) або додаткових руйнувань енергетичної інфраструктури у години максимального споживання для балансування системи доведеться вдаватися до примусових відключень по всій країні (як це було після ракетних атак), а дефіцит е/е може охопити понад 15% споживачів України. Відповідно складнощі в енергетиці зумовлять поглиблення спаду реального ВВП у IV кварталі.

Зберігається від'ємний внесок сільського господарства у зміну реального ВВП (становитиме близько 4–5 в. п у III та IV кварталах). Цьогорічні врожаї зернових очікувано виявилися значно нижчими, ніж рекордні показники минулого року. Це зумовлено передусім суттєво меншими площами збору через окупацію частини території, мінування, обстріли. Натомість врожайність ранніх культур, збирання яких вже закінчено (пшениця, ячмінь, ріпак), навіть дещо перевищила 5-річну середню (за 2016–2020 роки, без урахування минулорічного рекорду). Дещо вищим за минулорічний виявився врожай ріпаку, що підтверджує оцінки експертів про переорієнтацію виробників на культури з більшою рентабельністю і нижчими витратами на зберігання та перевезення. Втрата врожаю овочів з окупованих південних територій частково компенсувалася [нарощуванням їх виробництва в інших регіонах](#). З огляду на дощову погоду у вересні, збирання пізніх та технічних культур просувається повільніше, ніж минулого року, що позначиться на річних показниках с/г у III кварталі. Також це затримує посівну озимих та посилює ризики для врожаю наступного року.

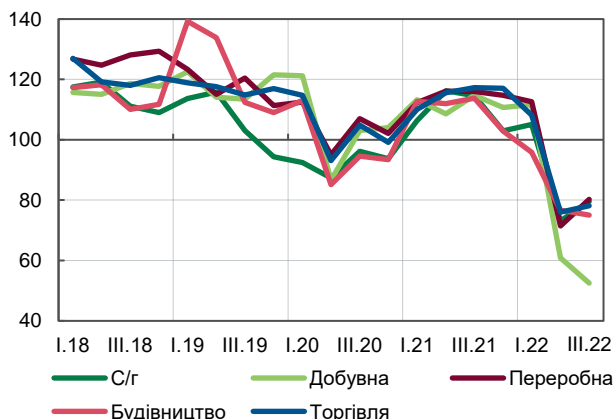
Зниження безпекових ризиків зумовить відновлення внутрішнього попиту та експортних поставок і стане основним чинником зростання економіки

За підсумками 2022 року економіка України скоротиться майже на третину. Основний внесок у зменшення

сектор та постачальники напівфабрикатів на європейські підприємства). Жовтневі руйнування енергетичної інфраструктури та дефіцит електроенергії також [змушують підприємства обмежувати виробництво](#).

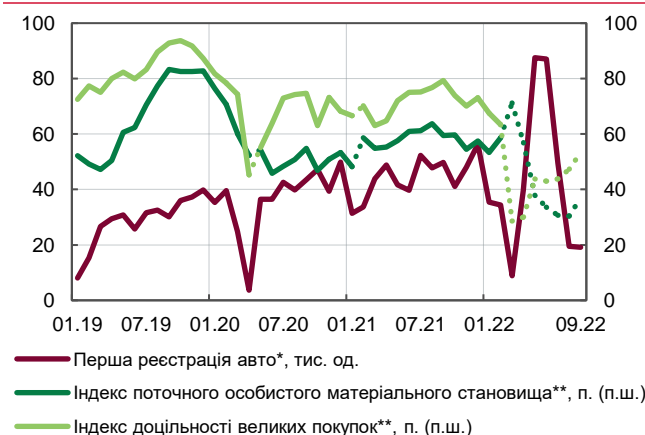
⁶ Так, ракетна атака росії на початку жовтня вразила [близько 30% енергетичних потужностей](#) і [низка металургійних підприємств](#), а також [інших споживачів](#), оголосили про тимчасове зупинення діяльності або інші заходи для зменшення споживання е/е.

Графік 2.2.6. ІДО за базовими видами діяльності, %



Джерело: НБУ.

Графік 2.2.7. Окремі індикатори споживчого попиту

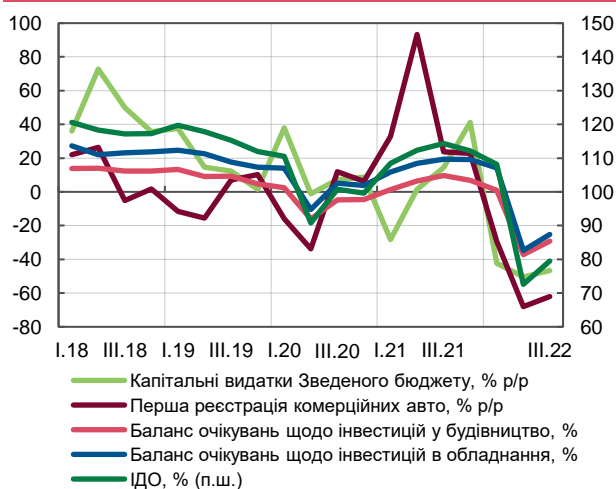


* Нові та вживані, без урахування розмитнення авто на іноземній реєстрації, ввезених із порушенням митного режиму.

** Пунктир – зміна методу опитування на телефонне.

Джерело: ДССУ, Info Sapiens, Укравтопром.

Графік 2.2.8. Окремі індикатори інвестиційного попиту



Джерело: ДССУ, ДКСУ, НБУ, Укравтопром.

реального ВВП за підсумками поточного року матиме внутрішній попит. Так, стрімке зменшення реальних доходів населення через війну, яке лише частково стримується розширенням соціальної допомоги та високими виплатами військовим (детальніше – у розділі "Ринок праці та доходи домогосподарств" на стор. 24), є основною причиною скорочення приватного споживання (за підсумками року очікується майже на 23% менше, ніж торік). Іншими чинниками були зміна споживчої поведінки, зокрема переорієнтація на задоволення лише найнагальніших потреб, а також обмежена пропозиція окремих товарів і послуг внаслідок руйнування складів, магазинів, виробництв, розриву логістичних зв'язків. Негативний вплив на споживання мало й стрімке зростання цін.

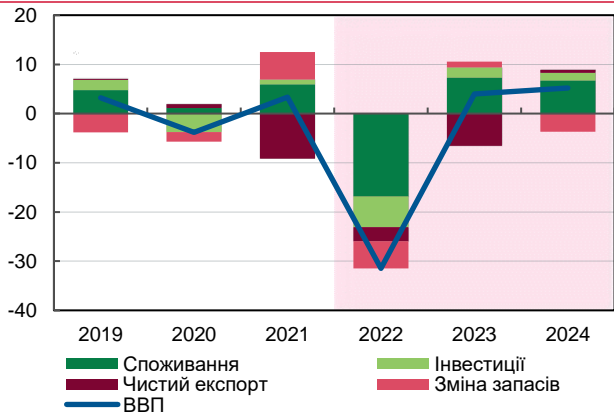
У результаті шоків війни інвестиції, передусім приватні, цього року скоротяться найбільше з усіх компонент ВВП – на 50%. Водночас витрати бюджету на безпеку та оборону, а також відбудову інфраструктури підтримують інвестиційний попит і споживання СЗДУ (детальніше – у розділі "Фіскальний сектор" на стор. 28).

Робота "зернового коридору" зумовила повільніше зменшення фізичних обсягів експорту в III кварталі порівняно з II кварталом. Водночас падіння фізичних обсягів імпорту пришвидшилося через низький імпорту газу та ускладнену логістику (детальніше – у розділі "Платіжний баланс" на стор. 31). Такі ж самі тенденції збережуться до кінця року. В умовах спаду як експорту, так і імпорту внесок чистого експорту в зміну реального ВВП за підсумками року хоч і залишиться від'ємним, проте суттєво скоротиться порівняно з минулим роком.

Незважаючи на часткову адаптацію бізнесу та населення до війни, значні втрати виробничого та людського потенціалу суттєво гальмуватимуть відновлення економіки України в середньостроковій перспективі. Очікується, що протягом першого півріччя наступного року сукупний попит все ще залишатиметься пригніченим. Але очікуване зниження безпекових ризиків із середини 2023 року стане ключовим чинником майбутнього поступового відновлення економіки України (4–5% на рік). Головним рушієм економічного зростання стане поживлення споживчого попиту та інвестиційної діяльності на тлі налагодження виробничих і логістичних процесів та збереження значних фіскальних стимулів.

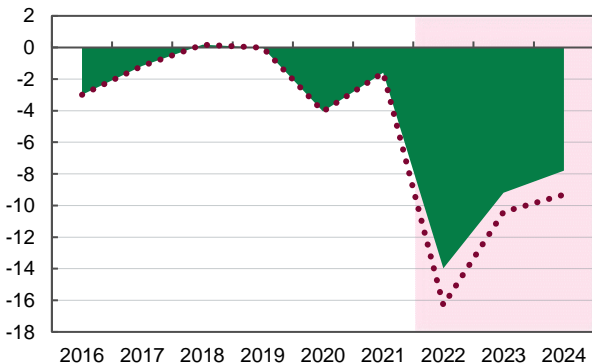
У 2023 році приватне споживання зросте на 8% завдяки поступовому відновленню попиту та значним обсягам міжнародної допомоги, що надходитиме в економіку та розподілятиметься через бюджет. Надалі очікується зменшення ефекту від міжнародної допомоги, проте зниження безпекових ризиків суттєво поліпшить споживчі та ділові настрої. Це разом з поверненням населення з-за кордону та реалізацією відкладеного попиту підтримає стабільні темпи приросту приватного споживання. Цьому сприятиме також і поступове покращення ситуації на ринку праці (детальніше – у розділі "Ринок праці та доходи домогосподарств" на стор. 24).

Графік 2.2.9. Внески категорій кінцевого використання в річну зміну реального ВВП, в. п.



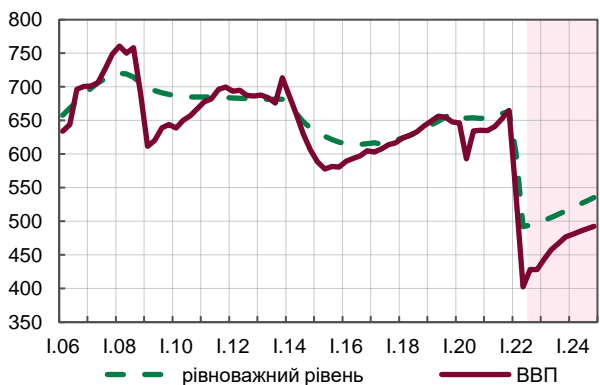
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.10. Розрив ВВП, % потенційного ВВП



Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ.

Графік 2.2.11. Реальний та потенційний ВВП, с/с, у постійних цінах 2016 року



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

У післявоєнний період найбільші темпи зростання матимуть інвестиції (16–25% на рік) у зв'язку з потребою відновлення значних втрат інфраструктури та потужностей підприємств. Важливу роль відіграватимуть державні інвестиції як у відбудову інфраструктури, так і на підтримку оборонного потенціалу країни. Інвестиційна активність приватного сектору буде стриманою через усе ще високі ризики. Однак ситуація з інвестиційною привабливістю країни поступово поліпшуватиметься за рахунок інтенсифікації реформ у межах євроінтеграції.

З наступного року очікується поновлення зростання як обсягів українського експорту, так й імпорту. Хоча ризик глобальної рецесії вже реалізувався, його вплив на реальний сектор економіки України буде обмеженим, поки тривають воєнні дії та немає повноцінного доступу до портів. Пожвавлення інвестиційного та споживчого попиту значною мірою спиратиметься на імпортні поставки (зокрема транспорту та обладнання). Зростанню експорту сприятиме як збільшення обсягів виробництва в країні завдяки зниженню безпекових ризиків, так і безпосередньо налагодження логістичних процесів, у тому числі морськими шляхами. У результаті швидшого відновлення імпорту в наступному році від'ємний внесок чистого експорту розшириться. Але завдяки відновленню повноцінної роботи чорноморських портів він стане додатним вже у 2024 році.

Війна призвела до значної втрати потенційного ВВП та рекордного від'ємного розриву випуску, який не закритиметься у 2023–2024 роках через масштабність втрат

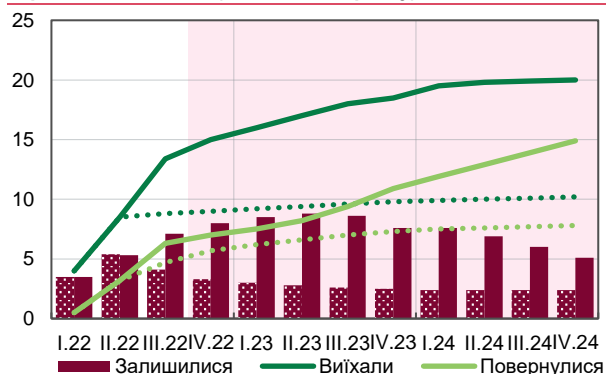
Структура економіки за час повномасштабної війни з росією зазнала значних змін. Руйнування та пошкодження виробничих потужностей, розрив логістичних та технологічних ланцюгів, окупація територій та високі темпи міграції робочої сили за кордон суттєво знизили потенційний ВВП й продуктивні можливості економіки. Як і в минулі кризи, економіка пристосовується до нових реалій. Потенційний ВВП відновить зростання разом із налагодженням ефективніших ланцюгів постачання, поверненням мігрантів, пришвидшенням проникнення нових цифрових технологій в усі сфери діяльності, а також інтенсифікації євроінтеграції. Однак він не відновиться до довоєнного рівня на прогнозованому горизонті через масштабність втрат і недостатньо високі темпи відновлення інвестицій.

Значні втрати внутрішнього попиту, слабкий ринок праці, тимчасові труднощі з логістикою та втрати експортних можливостей зумовили суттєвіше падіння реального ВВП порівняно з потенційним. Сформувався великий від'ємний розрив ВВП. Низька інвестиційна привабливість в умовах високих безпекових ризиків сповільнюватиме економічне зростання й підтримуватиме значний від'ємний розрив. Цей самий фактор знижуватиме привабливість вітчизняних активів і тиснутиме в бік послаблення обмінного курсу, що обмежуватиме дезінфляційний тиск з боку від'ємного розриву ВВП.

2.3. Ринок праці та доходи домогосподарств

- Через війну кількість переселенців за кордон і всередині країни дедалі збільшується. Зі зменшенням безпекових ризиків з другої половини наступного року очікується активізація повернень громадян, хоча наприкінці 2024 року за кордоном, за припущеннями НБУ, усе ще залишатиметься близько 5 млн осіб, що зумовить відповідне зменшення робочої сили та закладає ризики для післявоєнного відновлення.
- Попри поступове поживлення економічної діяльності та попиту на робочу силу безробіття залишатиметься високим через руйнування виробничих потужностей та структурні диспропорції на ринку праці.
- У поточному році зарплати стрімко знижуються, однак доходи населення підтримуються соціальними виплатами та виплатами військовим. Надалі зростання зарплат у реальному вимірі відновиться, щоправда буде обмежуватися через високу інфляцію та нижчу за довоєнну продуктивність.

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



* Заштриховані стовпчики та пунктирні лінії – попередній прогноз, опублікований в Інфляційному звіті за липень 2022 року.

Джерело: UNHCR, оцінки НБУ.

Графік 2.3.2. Плани щодо повернення в Україну, % відповідей



Джерело: Опитування Центру Разумкова (липень-серпень 2022 року).

⁷ За опитуванням Центру Разумкова, переважна більшість тих, хто виїхав, жінки (93%), мають дітей (74%), у найпродуктивнішому віці 30-50 років (71%), виїхали в березні (65%), отримали тимчасовий захист (82%). За опитуванням ООН, 87% біженців є жінками та дітьми. За оцінками МОП, з тих, хто залишається закордоном, близько 3 млн осіб працездатного віку.

⁸ За опитуванням Центру Разумкова, найближчим часом планують повернутися лише 11%, 35% – тільки після закінчення війни та ще 36% – коли стане безпечно в місці проживання. За опитуванням НБУ, 59% повернуться впродовж найближчого року, ще 20% через рік і більше, 16% залишаться у Польщі назавжди, 6% переїдуть далі на захід упродовж року. За опитуванням EWL group, лише 54–58% планують повернутися з Польщі, Чехії, Румунії, а за опитуванням Gradus, планують повернутися 62%.

⁹ За повідомленнями, ЄК планує продовжити дію правил прийому і надання захисту українським біженцям ще на рік, щонайменше до березня 2024 року.

¹⁰ За опитуванням ООН, 73% мігрантів з дітьми (від 5 до 17 років) зазначають, що їхні діти навчаються в місцевих школах, лише 18% дітей навчаються за українською програмою.

¹¹ За опитуванням ООН, 28% з біженців є зайнятими (до повномасштабної агресії ця частка становила 63%), 35% респондентів назвали зарплати чи інші доходи від праці як одне з основних джерел доходів – дещо менше, ніж частка тих, для кого основне джерело коштів – соціальна допомога (47%). Для країн ЄС, що межують з Україною, розрив ще менший – 44% та 52% відповідно. Українці стали найчисельнішою групою працюючих іноземців у Словаччині. Водночас значна частина знайшла роботу нижче свого освітнього та кваліфікаційного рівня, за дослідженням EWL group.

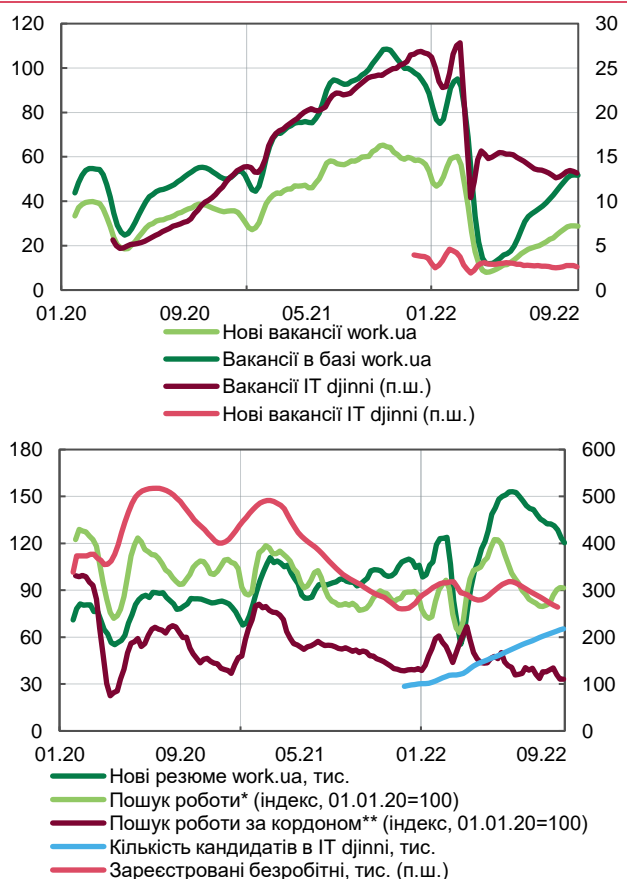
Збереження високих безпекових ризиків зумовлює подальше збільшення кількості переселенців: за кордоном залишатиметься значно більше українців, ніж очікувалося раніше

За даними ООН, з 24 лютого до 30 вересня з України виїхало 13.4 млн осіб, а повернулося – 6.3 млн осіб. Значною залишається і кількість внутрішньо переміщених осіб – за даними МОМ, майже 7 млн осіб наприкінці серпня, з них зареєстровано як ВПО 3.2 млн осіб.

Кількість повернень з-за кордону практично відповідала оцінкам, оприлюдненим в Інфляційному звіті за липень 2022 року, водночас кількість тих, хто виїхав – значно їх перевищила. Портрет мігранта практично не змінився порівняно з початком війни⁷. Хоча мігранти відчувають значні матеріальні проблеми та мовний бар'єр, збереження високих безпекових ризиків є основною причиною значної кількості виїздів та відкладання повернення⁸. Іншою важливою причиною є брак роботи в Україні з огляду на глибокий спад економіки. Частина мігрантів перебуває в росії. Вони могли бути вивезені туди примусово та мають складнощі з поверненням.

З плином часу все більше мігрантів адаптуються в країнах, які їх прийняли: наразі 4.2 млн осіб отримали статус тимчасового захисту (Temporary Protection) або аналогічний у країнах ЄС⁹, що полегшує доступ до систем соціального захисту та працевлаштування; значна частина дітей-мігрантів відвідує місцеві навчальні заклади¹⁰, частина дорослих знайшла роботу тощо¹¹. Частка тих, хто планував чи планує повернутися в

Графік 2.3.3. Попит та пропозиція робочої сили, чотиририжнева плинна, тис.

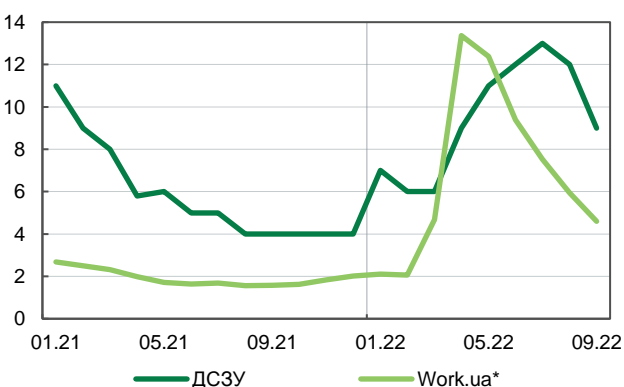


* Уключає запити про пошук роботи українською і російською мовами.

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

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

Графік 2.3.4. Кількість претендентів на одну вакансію, осіб



* В середньому за місяць.

Джерело: ДСЗУ, work.ua, розрахунки НБУ.

найближчому майбутньому, залишається низькою, хоча загалом налаштованість на повернення зростає¹².

З урахуванням поточної ситуації та високих безпекових ризиків, що зберуться щонайменше до середини наступного року, а також зростання ризиків для опалювального сезону 2022/2023 років, оцінку кількості мігрантів, які залишаться за кордоном, суттєво збільшено.

Після зменшення безпекових ризиків кількість мігрантів, що повертатимуться в Україну, збільшиться. Водночас може активізуватися і зворотний рух, зокрема з метою об'єднання родин. Триватимуть також виїзди на сезонні роботи. Пожвавити повернення може і поступове зменшення соціальної допомоги у країнах-реципієнтах, що подекуди вже анонсується. Водночас суттєвий спад економічної активності, слабкий стан ринку праці, скорочення доходів цього року та помірне відновлення в наступні роки можуть стимулювати додаткові виїзди в пошуках заробітку. Отже, ризики подальших непоправних демографічних втрат залишаються суттєвими, що може ускладнити повоєнну відбудову України.

Ринок праці наразі стабілізувався на низькому рівні. Безробіття ще довго залишатиметься високим через ефекти війни та значні структурні диспропорції

Попри певне пожвавлення економічної активності, більшість підприємств усе ще працює значно нижче довоєнного рівня завантаженості. Зменшення випуску та доходів підприємств, а також очікування триваліших воєнних дій стримують підприємства у своїх планах нарощування штату працівників, про що свідчать дані сайтів пошуку роботи. Водночас підприємства не відчують браку кваліфікованих працівників¹³.

У результаті в Україні досі домінує ринок працедавця – кількість вакансій хоч і зроста порівняно з березнем-квітнем¹⁴, все ще залишається удвічі-втричі (залежно від сфери діяльності) меншою за ту, що була до повномасштабної агресії. Зберігаються регіональні та секторальні диспропорції. Так, у вересні, за даними сайтів пошуку роботи, на Київ припадало близько 30% усіх актуальних вакансій в Україні. Наразі переважають вакансії у сфері обслуговування, робітничих спеціальностей та торгівлі.

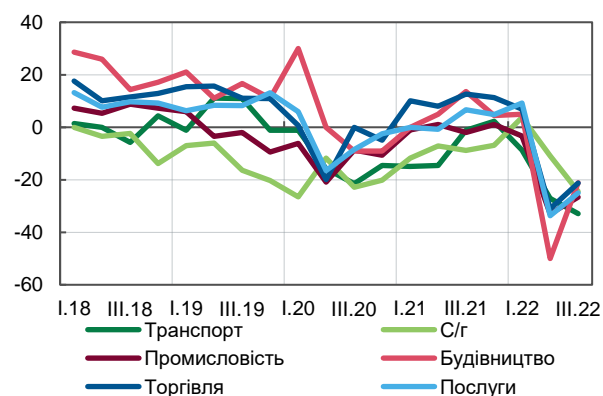
Зростання кількості резюме дещо сповільнилося через пожвавлення попиту на робочу силу, мобілізацію і міграцію за кордон. Однак кількість резюме все ще значно перевищує минулорічні показники (у 1.5 раза, за даними сайтів пошуку роботи). У результаті навантаження на

¹² За березневим опитуванням Центру Разумкова, не планували повертатися майже 10%, а в серпні – лише близько 7%. За опитуванням ООН, у липні планували негайно повернутися 16%, у вересні – 13%. За опитуванням Gradus, частка тих, хто бажав повернутися за першої можливості, дуже волатильна та, ймовірно, залежить від безпекової ситуації: у травні сягала 73%, на початку вересня скоротилася до 62%, а наприкінці вересня зроста до 78%. За опитуванням Рейтинг, у жовтні 85% біженців повідомили, що хочуть повернутися, водночас частка тих, хто планує повернутися найближчим часом зроста до 21% (порівняно із 16% у липні), а частка тих, хто не планує повертатися, скоротилася до 6% (10% у липні).

¹³ За опитуванням НБУ, у III кварталі 2022 року на брак кваліфікованих працівників скаржилися лише 15% респондентів порівняно із 28% наприкінці 2021 року. За даними опитування ІЕД, брак робочої сили як вагома проблема для підприємств стає все менш значущим чинником – у травні його зазначило 39% опитаного бізнесу, а у серпні – лише 13%.

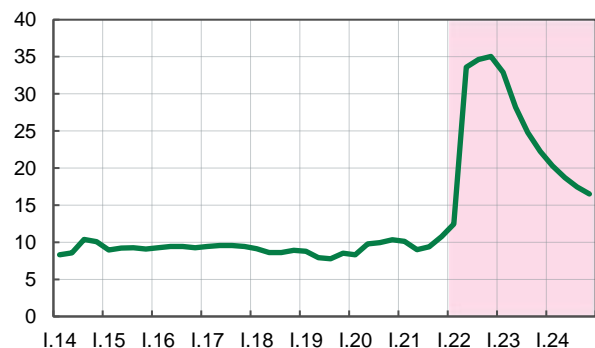
¹⁴ На QLX Робота у вересні кількість вакансій сягнула 54% порівняно з довоєнним рівнем лютого 2022 року.

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



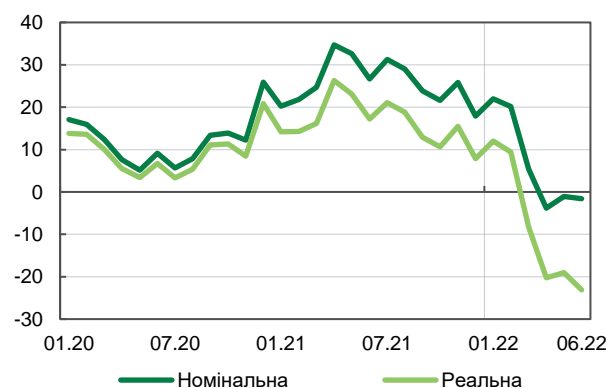
Джерело: НБУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.7. Середня зарплата в Україні, з якої сплачено страхові внески, % р/р



Джерело: ПФУ, розрахунки НБУ.

одну вакансію (співвідношення між кількістю резюме та вакансій) хоча і скорочується, але все ще значно перевищує довоєнний рівень. Це свідчить про активний пошук роботи українцями та підтверджує оцінки НБУ щодо високого рівня безробіття.

Сезонне пожвавлення економіки та пристосування ринку праці до нових умов не призвело до суттєвого зростання зайнятості в III кварталі 2022 року. За опитуваннями підприємств, кількість працівників стабілізувалася та переважно не зміниться у короткостроковій перспективі¹⁵. За опитуваннями домогосподарств, рівень непрацевлаштованості також практично незмінний з травня, як і частка тих, хто повідомляє про втрату роботи, а кількість тих, хто працює, зростає дуже повільно¹⁶. Це свідчить про досягнення рівноваги на ринку праці на значно нижчому за довоєнний рівні – із високим безробіттям, низькою зайнятістю та низькими зарплатами. Навіть у IT-сфері навантаження на одну вакансію зростає (кількість вакансій знижується, тоді як кількість резюме стабільно зростає), що може бути пов'язано з релокацією роботодавців за кордон ([за опитуванням](#), 42% IT-фірм провели її повністю або частково).

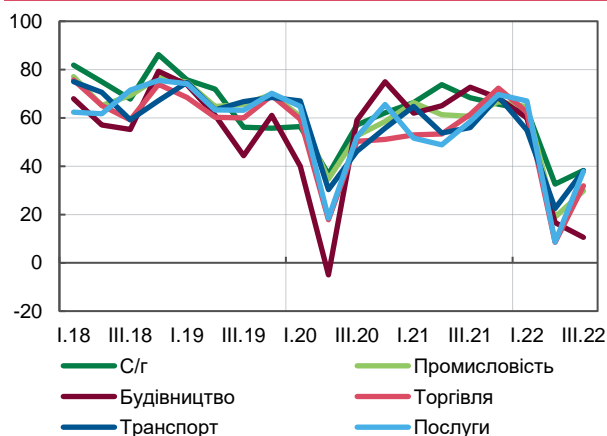
Надалі рівень безробіття поступово знижуватиметься, проте залишатиметься вищим за свій природний рівень через довгострокові ефекти війни. Відновлення економічної активності стимулюватиме зростання попиту на робочу силу, однак тривалий час зберігатимуться структурні диспропорції на ринку праці. Через виїзд частини кваліфікованої робочої сили за кордон може виникнути помітний дефіцит працівників в окремих видах економічної діяльності, наприклад, будівництві, що водночас визначатиме зростання зарплат у відповідних галузях. Проте з боку окремих видів діяльності, виробничі потужності яких найбільше постраждали від воєнних дій, попит на працівників залишатиметься порівняно слабким, що відповідно гальмуватиме процес скорочення рівня безробіття. Зберігатимуться і диспропорції на ринку праці, які спостерігалися ще до війни¹⁷. Також обмежувальним чинником у короткостроковій перспективі буде слабкий фінансовий стан бізнесу та повільне відновлення приватних інвестицій.

¹⁵ За опитуваннями [ІЕД](#), як скорочення так і найми зменшуються. За опитуванням НБУ, переважна більшість (60%) не планує змінювати кількість працівників у наступні 12 місяців, зменшуватимуть – 33%, а збільшуватимуть лише 7%. Схожі результати і в [опитуванні ЄБА](#) – більшість підприємств (53%) планують залишити кількість працівників без змін у 2023 році. Планів на скорочення персоналу (28%) більше, ніж на збільшення (19%). За [опитуванням Рауонер](#) серед МСБ, 62% не планують наймати нових працівників у поточному році.

¹⁶ Частка непрацевлаштованих, за [опитуваннями Gradus](#), залишається практично без змін з травня – трохи більше 30% опитаних, відбувається помірне зростання кількості працюючих за рахунок тих, хто мав роботу, але не працював. Також немає поліпшення серед тих, хто втратив роботу з моменту повномасштабного вторгнення – цей показник на рівні біля 30% незайнятих з травня до вересня. За [опитуванням Рейтинг](#), у жовтні не працювали 34%, а за [опитуванням КМІС](#) – близько 33% втратили роботу. Також, за [опитуванням Рейтинг](#), закрилося 28% приватних бізнесів.

¹⁷ Про це, зокрема, свідчить і дуже низький рівень працевлаштування українських випускників ЗВО до війни – [близько 60%](#), тоді як для країн Європи цей показник наближається [до 85%](#).

Графік 2.3.8. Очікування щодо зміни витрат на оплату праці одного найманого працівника у наступні 12 міс. за видами діяльності (баланс відповідей), %



Джерело: НБУ.

Графік 2.3.9. Реальна зарплата, рівень (логарифми)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Війна зумовлює зменшення доходів населення. Надалі реальні зарплати зростатимуть з огляду на підвищення попиту на робочу силу в окремих галузях, але досить повільно через галузеві диспропорції

Кількість шукачів роботи значно перевищує наявні робочі місця, а впевненість зайнятих у стабільному отриманні доходів і наявності роботи низька¹⁸. Це змушує шукачів роботи погоджуватися на роботу не за спеціальністю та зменшувати зарплатні очікування¹⁹. В умовах зниження фінансової стійкості підприємств працедавці [відкривають вакансії з меншим рівнем зарплати](#) або не підвищують зарплати наявним працівникам. У результаті триває скорочення номінальних зарплат у приватному секторі, що за поточної високої інфляції означає суттєве скорочення зарплат і в реальному вимірі. Хоча втрата трудових доходів частково компенсується соціальними допомогами Уряду України та міжнародних організацій, а також виплатами військовим, добробут домогосподарств суттєво погіршився²⁰, що обмежує споживчий попит.

Як і раніше, ми оцінюємо, що номінальні зарплати цього року знизяться на 12–13% насамперед за рахунок приватного сектору. У реальному вимірі вони знизяться на чверть. Надалі відновлення економіки супроводжуватиметься похваленням попиту на робочу силу та відбуватиметься на тлі значних диспропорцій і дефіциту кваліфікованої робочої сили в окремих секторах. Повернуться високі темпи щорічного росту номінальних зарплат. У наступному році вони перевищать свій довоєнний рівень, однак в реальному вимірі зростатимуть досить повільно через високу інфляцію. Водночас у наступному році, відповідно до проекту Державного бюджету на 2023 рік, зростання соціальних виплат буде стриманим та відповідатиме зростанню прожиткового мінімуму. Надалі їх збільшення пришвидшиться завдяки нарощенню ресурсів бюджету.

¹⁸ За [опитуванням Gradus](#), майже половина (49%) отримують доходи, але не мають певності, що отримуватимуть у майбутньому. Навіть серед ІТ-спеціалістів [40% побоюються звільнення](#).

¹⁹ 80% респондентів, що шукають роботу, [опитаних Gradus](#), готові працювати не за спеціальністю. Ті ж результати у [grc.ua](#) (71%). Дві третини українців готові знизити бажану зарплату в разі складнощів з працевлаштуванням, за даними [grc.ua](#).

²⁰ Станом на серпень 2022 року, за [опитуванням Rating](#), майже 70% українців заявили, що зазнали матеріальних втрат через війну, ще у 10% зруйноване або пошкоджене житло. Потреба у грошах залишається найбільшою ([опитування Gradus](#)). Інші потреби – електроенергія, водопостачання – також частково у дефіциті ([КМІС](#)). При цьому зростає кількість тих, кому наявних заощаджень вистачить менше, ніж на місяць (51% у вересні порівняно з 40% у березні, за [опитуванням Rating](#)). За оцінками [Світового банку](#), рівень бідності в Україні зріс у 10 разів через війну – до 25% порівняно із довоєнними 2% та може сягнути 50% до кінця 2024 року.

2.4. Фіскальний сектор

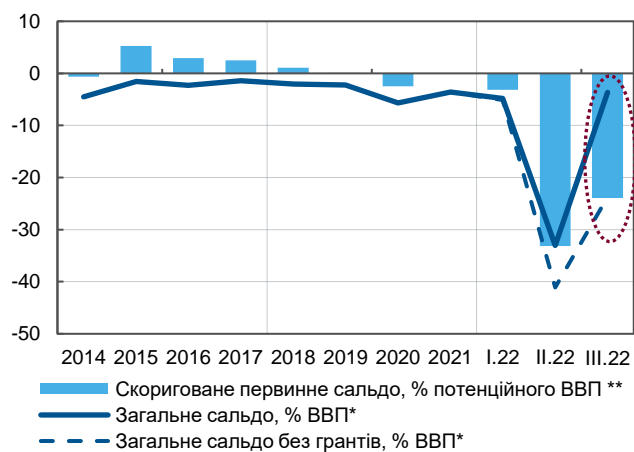
- Фіскальна політика є безпрецедентно м'якою та залишатиметься стимулюючою до кінця прогнозного періоду. Це підтримує економіку під час війни та сприятиме відновленню зі зменшенням безпекових ризиків. Дефіцит бюджету скорочуватиметься поступово (із 25% ВВП у 2022 році без урахування грантів до 12% ВВП у 2024 році).
- Ключовим джерелом фінансування бюджетних потреб залишатиметься міжнародна підтримка. Разом зі збільшенням ринкових залучень це дасть змогу повністю припинити монетизацію бюджетного дефіциту з 2023 року.
- Падіння економіки, значні бюджетні потреби та коригування курсу гривні зумовили стрімке зростання рівня державного боргу відносно ВВП. Проте це співвідношення і на прогнозованому горизонті залишатиметься меншим за 90% завдяки значним обсягам грантів.

За підтримки міжнародних партнерів фіскальна політика України залишатиметься стимулюючою як у воєнний час, так і після війни

Фіскальна політика цього року є ультрам'якою. Про це свідчить значне від'ємне первинне сальдо, скориговане на циклічну позицію економіки. Певне звуження дефіциту в III кварталі відображає дещо кращі доходи, а також нарощування грантової міжнародної підтримки. Міжнародна фінансова допомога стала основним джерелом покриття значних бюджетних потреб²¹ під час війни. У III кварталі грантові кошти (7.8 млрд дол. США) набули особливого значення як джерело доходів і перевищили 40% доходів державного бюджету (склали більше чверті з початку року). Інша причина звуження дефіциту – часткове скасування податкових пільг і преференцій. Утім, низка податкових стимулів збереглася²² для підтримки бізнесу. Водночас значні бюджетні витрати забезпечували обороноздатність та підтримували населення.

Дефіцит зведеного бюджету за січень – вересень сягнув історичного рекорду (понад 407 млрд грн, а за вирахуванням грантів – майже 750 млрд грн). За підсумками 2022 року, з огляду на стиснення податкової бази та значні бюджетні потреби, дефіцит становитиме близько 16% ВВП (понад 25% ВВП без урахування грантів). Значний дефіцит бюджету створює фіскальний імпульс, який пом'якшує наслідки агресії РФ для економіки у 2022 році та закладає умови майбутнього відновлення. Через низькі доходи та високі витрати дефіцит буде значним і в 2023 році (19% ВВП). Починаючи з 2024 року очікується його помітне звуження (до 12% ВВП) для стабілізації державного боргу. Проте консолідація буде помірною, а фіскальна політика й у наступні роки залишиться стимулюючою, ураховуючи необхідність повоєнного відновлення економіки та підтримки населення. Міжнародне фінансування від країн-партнерів залишиться вагомим джерелом покриття урядових потреб та утримання макрофінансової стабільності й надалі. Цей прогноз враховує нову програму співпраці з МВФ.

Графік 2.4.1. Сальдо СЗДУ за різними вимірами, % ВВП

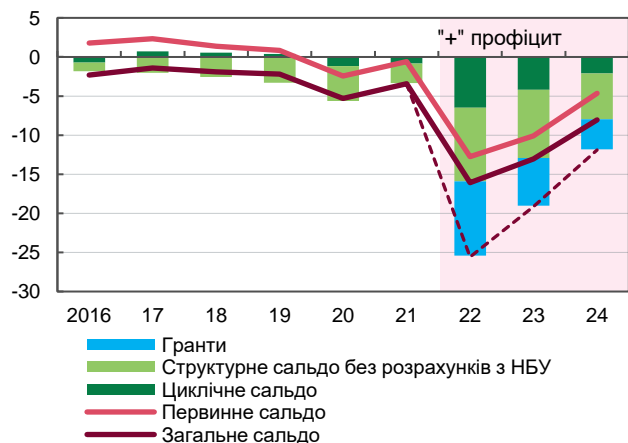


* Загальне сальдо – сальдо зведеного бюджету з урахуванням позичок з ЄКР, наданих Пенсійному фонду. Пунктиром позначено сальдо без урахування грантів.

** 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.

Графік 2.4.2. Сальдо зведеного бюджету, % ВВП

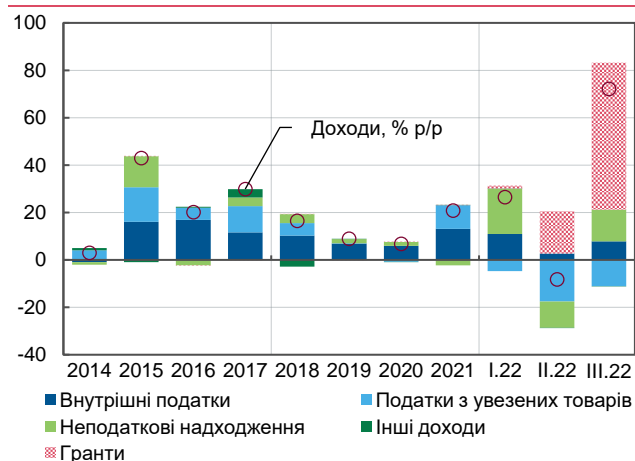


Джерело: МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

²¹ Без урахування грантів.

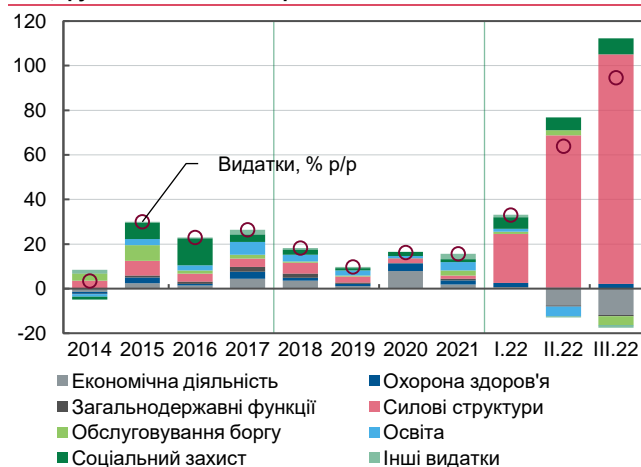
²² Можливість перейти на спрощену систему оподаткування, скасування акцизів та знижена ставка ПДВ на паливо тощо.

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



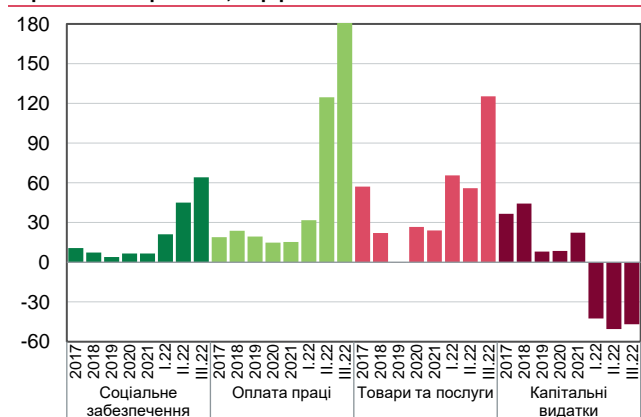
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

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.

Адаптація економічних агентів до нових умов разом зі скасуванням частини податкових пільг сприяли кращим податковим надходженням. Надалі їх підтримуватиме відновлення економіки

За дев'ять місяців податкові надходження очікувано нижчі порівняно з минулорічними обсягами (на 5.5% р/р), однак у III кварталі ситуація дещо поліпшилася – їх скорочення сповільнилося (до 3.5% р/р). Цьому сприяли як економічні чинники, зокрема поступове поживлення економічної активності, так і адміністративні рішення. Серед останніх – значні виплати військовослужбовцям, настання строку сплати податків, який був відтермінований на початку повномасштабної війни, та помірне відшкодування ПДВ. Мали вплив й інфляційно-курсіві ефекти. Іншим вагомим чинником стало скасування частини податкових пільг і послаблень, передусім щодо імпорту. Так, скорочення надходжень від податків з увезених товарів у III кварталі сповільнилося – до 34% р/р із 65% р/р у II кварталі, а їх відношення до обсягів імпорту в III кварталі зросло до майже 18% (з 12% у II кварталі).

У 2022 році очікується скорочення податкових надходжень насамперед як результат звуження бази оподаткування та дії окремих податкових преференцій. Надалі очікується повернення високих темпів зростання податкових надходжень завдяки відновленню економіки, зокрема поживленню приватного споживання, у тому числі й унаслідок повернення населення з-за кордону після зниження безпекових ризиків. Високоінфляційне середовище також зумовлюватиме збільшення доходів бюджету.

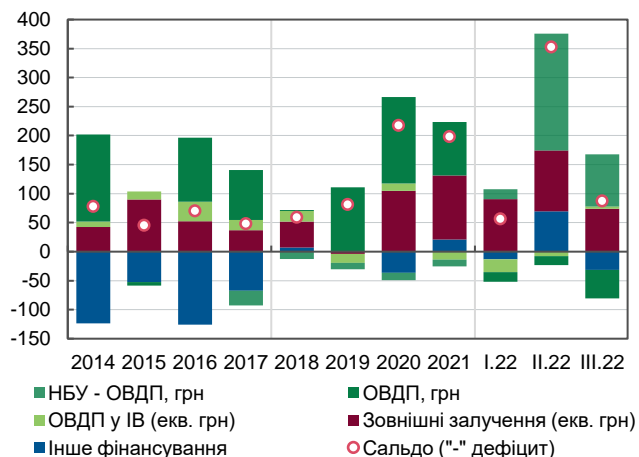
Видатки зростатимуть, забезпечуючи обороноздатність та підтримку споживання

Пріоритетним напрямом залишається сфера оборони та безпеки. Частка оборони в загальних видатках зведеного бюджету зросла до 36% у січні – вересні з близько 7% у 2021 році. Також були високими соціальні видатки, зокрема, за низкою програм (виплати внутрішньо переміщеним особам, деякі види соціальної допомоги та підтримка Пенсійного фонду). Стрімко збільшувалися витрати на оплату праці передусім за рахунок грошового забезпечення військових. Збільшено й витрати на освіту та охорону здоров'я.

Водночас інші напрями, зокрема екологія, культура, держуправління, в умовах обмежених ресурсів під час війни фінансувалися стримано. Також зменшилися витрати на обслуговування боргу завдяки узгодженому з інвесторами відтермінуванню виплат за державним зовнішнім боргом. Вивільнені ресурси дали змогу дещо наростити обсяги капітальних видатків, зокрема на відновлення пошкодженої інфраструктури, хоча в річному вимірі вони залишаються відчутно меншими, ніж торік. Відбудова інфраструктури за державні кошти підтримувала інвестиції, а істотні виплати військовим разом із соціальними програмами – споживчий попит.

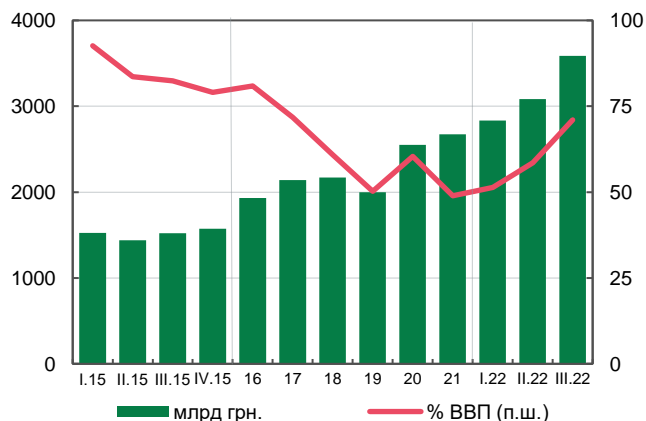
Видатки на оборону та безпеку перевищуватимуть усі інші статті витрат до зменшення безпекових ризиків. Це буде основним чинником зростання загальних видатків

Графік 2.4.6. Фінансування державного бюджету*, млрд грн



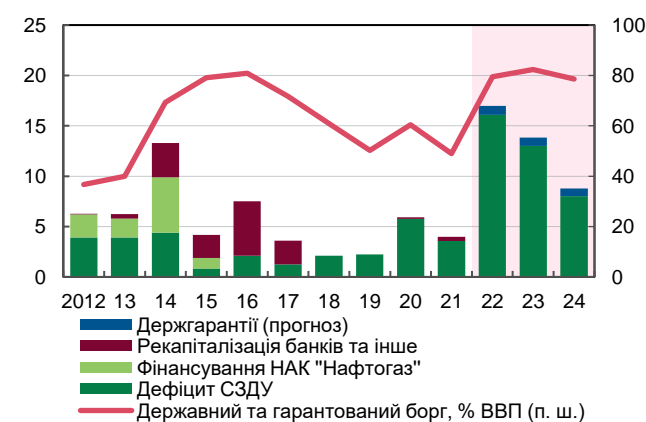
* Запозичення в грн включають випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу банків, ФГВФО та інших державних підприємств. Джерело: ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.7. Державний та гарантований державою борг (станом на кінець періоду)*



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

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



Джерело: МВФ, ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

зведеного бюджету майже на 50% у поточному році та на 13% – у наступному. Фіскальна консолідація на тлі зниження безпекових ризиків сповільнить темпи зростання видатків. Водночас поступово зростатиме частка капітальних видатків через потребу у повоєнному відновленні, а подорожчання енергоносіїв позначиться на збільшенні субсидій та соціальних виплат.

З 2023 року очікується відмова від монетизації бюджету на користь ринкових залучень

Ринковий попит на державні цінні папери залишався слабким – чисті внутрішні залучення були від’ємними. Тому, попри нарощування міжнародної допомоги, монетизація дефіциту державного бюджету тривала, проте у значно менших обсягах, ніж у II кварталі. З липня обсяги викупу ОВДП НБУ утримуються в анонсованих 30 млрд грн на місяць. Заздалегідь оголошені та стримані обсяги монетарного фінансування сприяли зменшенню тиску на валютний ринок та стримували погіршення інфляційних очікувань.

Очікується, що емісійне фінансування залишиться стриманим до кінця поточного року, а з 2023 року буде припинене та заміщене збільшенням міжнародної підтримки та активізацією внутрішніх ринкових залучень. Додатково поступове зниження премії за ризик на тлі відносно високої ставки сприятиме відновленню інтересу іноземних інвесторів до внутрішніх боргових інструментів.

Стрімке зростання державного та гарантованого державою боргу стримувалося надходженням грантових коштів. Борг до ВВП зростатиме і 2023 року, але надалі поступово скорочуватиметься

Обсяг державного та гарантованого державою боргу збільшився як в абсолютному вимірі, так і у відношенні до ВВП (до понад 70% за оцінкою НБУ станом на кінець вересня). Погіршення боргових метрик спричинене, з одного боку, курсовим коригуванням, значними бюджетними потребами та наданням державних гарантій для підтримки підприємств, а з іншого, – суттєвим падінням ВВП. Проте значні погашення ОВДП у національній валюті та переважання грантових коштів над кредитними в міжнародній допомозі стримували зростання боргу. Крім того, кредитні кошти в межах міжнародної допомоги отримані на пільгових умовах. Тому витрати на обслуговування боргу зростатимуть повільно, а виплати будуть розтягнуті в часі. З урахуванням відтермінування на два роки обслуговування та виплати за євробондами боргове навантаження в наступні роки буде відносно помірним.

З огляду на значний дефіцит у наступному році та його переважно боргове фінансування відношення боргу до ВВП зростатиме. Однак поступова фіскальна консолідація та скорочення квазіфіскальних дисбалансів сприятимуть утриманню боргу на рівні близько 80% ВВП.

2.5. Платіжний баланс

- Нарощування експорту продукції АПК завдяки запуску "зернового коридору" та збільшення обсягів офіційного фінансування сприяли зростанню валютних надходжень у III кварталі 2022 року. Ці статті разом із переказами і надалі залишатимуться основними джерелами припливу валюти. Відновлення експорту обмежуватиметься зруйнованими та пошкодженими виробничими потужностями та логістикою, нижчими врожайми та зниженням цін на основні експортні товари.
- Відплив валюти з країни дещо пригальмував переважно завдяки скасуванню пільгового оподаткування імпорту та корекції офіційного курсу гривні. Проте він і надалі перевищуватиме валютні надходження до приватного сектору на тлі значної кількості українських мігрантів за кордоном, високого попиту на готівкову валюту та зростання попиту на імпорт через похвалення ділової активності.
- Обсяги міжнародної фінансової підтримки в III кварталі перевищили чисті інтервенції НБУ з продажу валюти, у результаті резерви збільшилися до 23.9 млрд дол. станом на кінець вересня. Очікувані значні обсяги офіційного фінансування забезпечуватимуть достатній рівень резервів і надалі.

Графік 2.5.1. Торговля товарами



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.2. Експорт основних продовольчих товарів за видами транспорту, млн т



Джерело: Мінагрополітики, Black Sea Grain Initiative JCC.

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



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Завдяки роботі "зернового коридору" та подальшому повному розблокуванню морських портів експорт зростатиме, однак доволі повільно

Відкриття "зернового коридору" наприкінці липня дало змогу з серпня розблокувати частину чорноморських портів для вивезення продовольства²³. Його поставки іншими видами транспорту також зростали завдяки поступовому підвищенню пропускної спроможності на західному кордоні. Поставки окремих видів продовольства в річному вимірі навіть збільшилися (кукурудза, соя, соняшникова олія, м'ясо-молочна продукція). У результаті падіння загального експорту товарів у III кварталі сповільнилося.

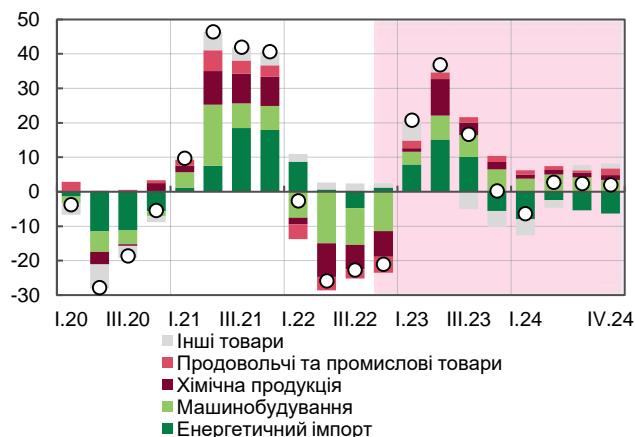
Додатковим чинником відновлення експорту товарів стала активізація поставок електроенергії до ЄС у межах ENTSO-E, яка забезпечила рекордні вартісні обсяги її експорту (260 млн дол. у III кварталі за середньоквартального значення в 78 млн дол. протягом 2018–2021 років). Проте цей чинник був тимчасовим, і вже в жовтні Україна припинила експорт електроенергії внаслідок високих енергетичних ризиків.

Водночас динаміка експорту інших товарів не зазнала значних змін через невирішені логістичні проблеми. Зруйновані та пошкоджені потужності, а також слабкий зовнішній попит і надалі визначали значне падіння експорту деревини та виробів з неї, продукції хімічної промисловості та машинобудування. Крім того, суттєве підвищення тарифів на залізничні перевезення та зниження експортних цін призвело до поглиблення падіння експорту продукції ГМК у III кварталі, що триватиме декілька кварталів. Зі зниженням безпекових ризиків та повним розблокуванням морських портів експорт продукції ГМК поступово відновлюватиметься. Проте на прогнозованому горизонті він не повернеться до довоєнних обсягів через значні втрати виробничих потужностей та великі внутрішні потреби під час повоєнного відновлення.

Високі ціни на зернові та нарощування поставок продовольства "зерновим коридором" підтримуватимуть відновлення експорту. Робота коридору частково допоможе розвантажити залізничний та автомобільний

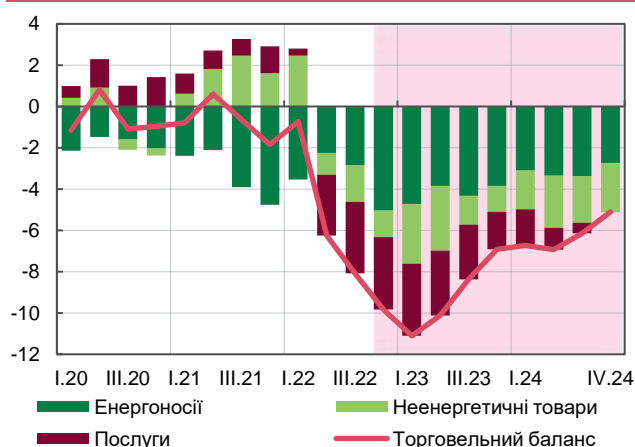
²³ Попри назву "зерновий коридор" даним шляхом експортується ціла низка продовольчих товарів: соняшникова олія, насіння олійних, олійні шроти, цукровий буряк тощо. Водночас угодою не передбачається вивезення непродовольчої продукції, зокрема ГМК, та імпорт будь-яких товарів.

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



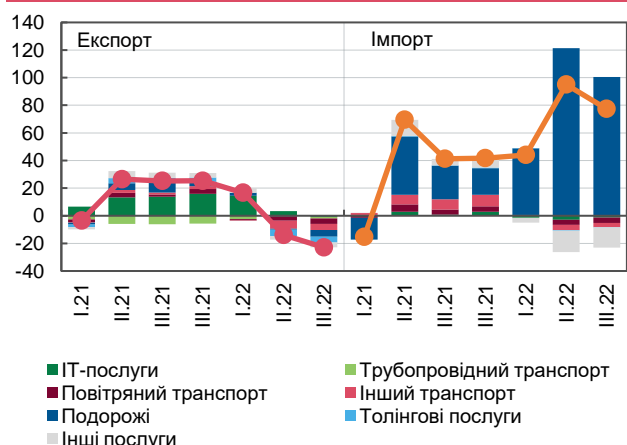
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.5. Торговельний баланс, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

транспорт для експорту інших товарів. Проте врожаї та відповідно експорт зернових та олійних залишатимуться нижчими за довоєнні обсяги на всьому прогнозованому горизонті. У 2023–2024 роках зростання експорту також обмежуватиметься низхідним трендом світових цін на сировинні товари та слабким внутрішнім виробництвом.

Порівняно з попереднім прогнозом експорт у 2022 році підвищено завдяки запуску "зернового коридору". Однак збільшення обсягів експорту в поточному році зумовить зменшення перехідних запасів, що разом із погіршенням прогнозу врожаю зернових вплинуло на перегляд прогнозу експорту продовольчих товарів у 2023 році в бік зниження. Крім того, підвищення безпекових ризиків і пізніше розблокування портів у 2023 році призвело до зниження експорту металургійної продукції.

Імпорт товарів зростатиме швидше порівняно з експортом через активізацію внутрішнього попиту, у результаті дефіцит торгівлі товарами розшириться

Відміна пільгового оподаткування імпорту та корекція офіційного обмінного курсу гривні пригальмували швидке відновлення імпорту в III кварталі. Ці зміни передусім позначилися на закупівлях легкових автомобілів, обсяги яких суттєво зменшилися порівняно з рекордним показником попереднього кварталу (53 тис. шт. порівняно з 231 тис. шт. у II кварталі). Крім того, в умовах надвисоких цін на європейському ринку та браку коштів імпорт газу здійснювався в мінімальних обсягах.

Водночас через значне нарощування поставок нафтопродуктів та окремої продукції машинобудування імпорт відновлювався швидше, ніж експорт. У результаті дефіцит торгівлі товарами в III кварталі розширився до 4.6 млрд дол.

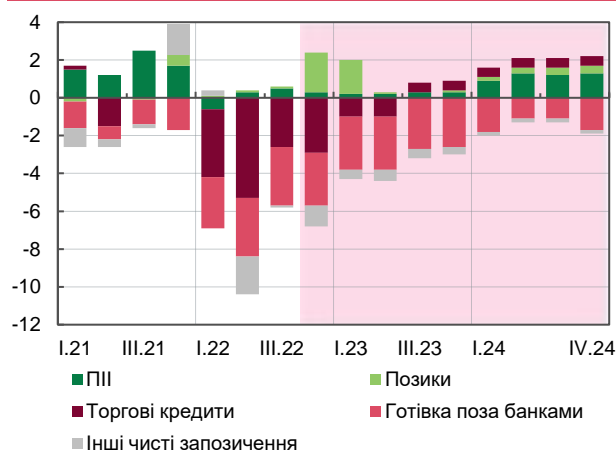
До кінця цього року відновлення імпорту триватиме, зокрема за рахунок нарощування закупівель енергоносіїв, потрібних для проходження опалювального сезону. Енергетична складова відіграватиме вагомий роль і у 2023 році, урахувавши гостру потребу в поповненні запасів і високі ціни на газ та нафтопродукти. Однак у 2024 році імпорт енергоресурсів зменшиться (на 20.6%) через прогнозоване зниження світових цін.

Порівняно з попереднім прогнозом імпорт неенергетичних товарів зростатиме швидше, ніж очікувалося. Основні причини цього: стрімкіше відновлення внутрішнього попиту, а також більші потреби для відбудови економіки через масштабні руйнування. Нарощування імпорту зумовлюватиме, зокрема, й потреба в заміщенні вітчизняних товарів, виробництво яких обмежене або неможливе внаслідок руйнувань, насамперед продукції металургії. У результаті дефіцит торгівлі на прогнозованому горизонті значно розшириться.

Суттєвий вплив іноземної валюти визначатиметься також значною кількістю мігрантів за кордоном та збереженням високого попиту на готівкову валюту

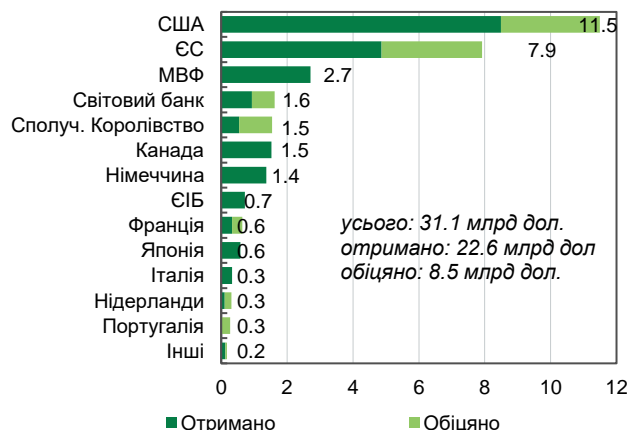
Масштабна міграція за кордон зумовила розширення нетипового для України дефіциту торгівлі послугами в III кварталі, зокрема внаслідок значних темпів зростання імпорту послуг за статтею "Подорожі". Відновлення ж експорту послуг стримувалося [релокацією частини IT-](#)

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



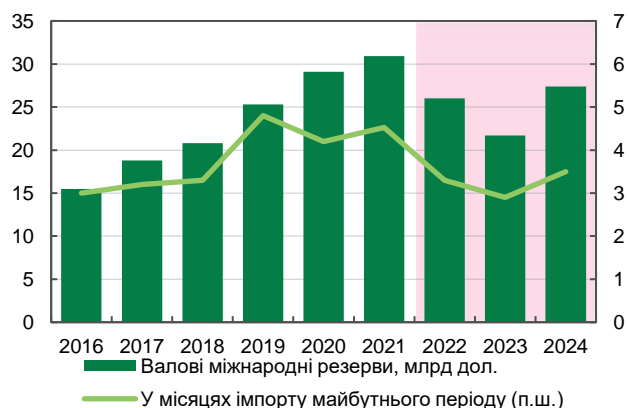
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.8. Обсяги міжнародної фінансової допомоги у 2022 році з початку повномасштабної війни*, млрд дол.



* Станом на 20 жовтня 2022 року.
Джерело: НБУ, МФУ, дані з відкритих джерел.

Графік 2.5.9. Валові міжнародні резерви



Джерело: розрахунки НБУ.

компаній за межі України, скороченням платежів за транзит газу з боку рф і слабким попитом на комплектуючі з боку європейського машинобудування.

Високим залишався попит на готівкову валюту. Водночас він дещо зменшився порівняно з попереднім кварталом завдяки корекції офіційного обмінного курсу гривні, обмеженням на зняття готівки за кордоном і наданню дозволу на придбання безготівкової валюти з метою відкриття депозиту. Крім того, певне поліпшення транспортної логістики, у тому числі завдяки запуску "зернового коридору", сприяло зменшенню нарощування зобов'язань нерезидентів за торговими кредитами.

Водночас значна кількість українців за кордоном активно працевлаштовувалася, що сприяло збереженню високого рівня грошових переказів. За результатами III кварталу їх обсяги залишилися майже на рівні минулого року.

Активна міграція за кордон зберігатиметься й у 2023 році через високі безпекові ризики. Лише у 2024 році кількість мігрантів, які повернулися, перевищить кількість тих, які виїхали за кордон. Це зумовить подальше зростання відпливу валюти за статтею "Подорожі" у 2023 році. Водночас значна кількість мігрантів за кордоном буде поступово працевлаштовуватися, що сприятиме зростанню надходжень грошових переказів.

Офіційне фінансування залишатиметься вагомою підтримкою валових міжнародних резервів

Міжнародні партнери продовжують підтримувати економіку України. З початку повномасштабного вторгнення обсяги офіційного фінансування перевищили 22 млрд дол.²⁴, основна частина якого надійшла протягом III кварталу (9.4 млрд дол.). Левова частка міжнародної допомоги (7.8 млрд дол.) надійшла у вигляді грантів, що відображається в поточному рахунку та сприяло розширенню профіциту до 5.2 млрд дол. у III кварталі.

Крім того, завдяки корекції офіційного обмінного курсу гривні, відміні пільгового оподаткування імпорту та поступовому налагодженню логістики інтервенції НБУ з продажу валюти суттєво зменшилися в III кварталі. У результаті резерви збільшилися до 23.9 млрд дол. станом на кінець вересня.

Фінансова підтримка від міжнародних партнерів і надалі залишиться суттєвою та покриватиме значні дефіцити поточного рахунку. Це дасть змогу підтримувати міжнародні резерви на достатньому рівні.

Порівняно з попереднім прогнозом обсяги міжнародної фінансової підтримки від міжнародних партнерів суттєво підвищилися на всьому прогнозному горизонті. Натомість прогноз відпливу капіталу з приватного сектору збільшився внаслідок збереження високих безпекових ризиків до середини 2023 року та погіршення припущень щодо міграції за кордон.

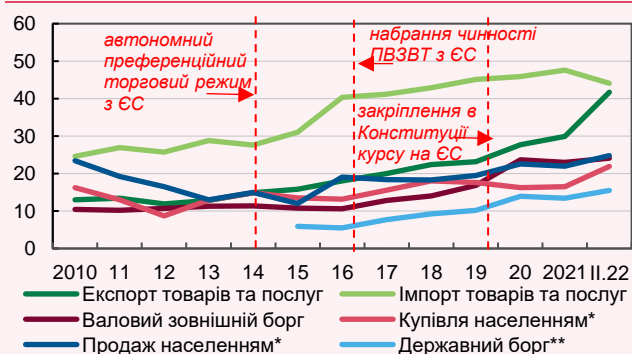
²⁴ Станом на 20 жовтня 2022 року.

Вставка 3. Роль євро у валютній структурі розрахунків України

Інтеграція України до європейської спільноти супроводжується зростанням ролі євро у валютних розрахунках. Одним з найпотужніших стимулів такої динаміки стала Угода про Асоціацію з ЄС. З початком повномасштабної війни роль євро ще більше посилилася: переорієнтація транспортних шляхів в умовах морської блокади була можлива лише на кордон з Європою, а значна частина безпрецедентної міжнародної допомоги надходить від європейських партнерів. За оцінками НБУ, після відновлення традиційних торгових шляхів, насамперед морських, частка євро в міжнародних розрахунках дещо знизиться порівняно з цьогорічним рівнем. Проте надалі вона знову зростатиме через активізацію євроінтеграційних процесів, про що свідчить досвід країн, які пройшли повний шлях євроінтеграції. Утім, на відміну від цих країн, долар США продовжить відігравати важливу роль у валютних розрахунках України насамперед через сировинну природу її експорту.

Роль євро набуває все більшого значення в структурі валютних розрахунків України. Зовнішня торгівля та економічні зв'язки України географічно є доволі диверсифікованими: перелік торговельних партнерів протягом 2021–2022 років налічує 190 незалежних держав. Попри значну частку країн Європи в зовнішньоторговельних операціях панівну роль до 2016 року відігравав долар США, проте із активізацією євроінтеграції України структура розрахунків очікувано зазнала певних змін.

Графік 1. Частка євро в структурі розрахунків за окремими показниками України, %



* У 2022 році дані в середньому за березень-серпень.
 ** У 2022 році дані станом на кінець липня.
 Джерело: НБУ, МФУ.

Зовнішня торгівля. Набрання чинності Угоди про ПЗЗВТ між Україною та ЄС дало потужний імпульс до стійкого зростання ролі євро в зовнішньоторговельних операціях. Серед основних чинників, що вплинули на валютну структуру розрахунків за експорт, були лібералізація митних тарифів, надання безмитних квот українським експортерам з боку ЄС, підвищення продуктивності сільськогосподарського сектору та переорієнтація експортних поставок з ринку країн СНД. Протягом 2015–2021 років частка євро в розрахунках за експорт зросла з 13% до більше ніж 26%. Більше зростання цієї частки стримувалося домінуванням сировинних товарів в українському експорті, розрахунки за які традиційно здійснюються в доларах США. Натомість через вищий технологічний рівень імпорту товарів з ЄС частка євро в розрахунках за нього є вагомішою та зростала вона набагато швидше (з 31% до 49.5%), а за результатами 2021 року вперше перевищила частку долара США. Таку динаміку забезпечили переорієнтація закупівель природного газу та окремої хімічної продукції з російського на європейський ринок, а також нарощування імпорту широкої номенклатури споживчих та

інвестиційних товарів на тлі значної потреби в оновленні основних фондів і поступового скасування Україною ввізних мит для товарів з ЄС.

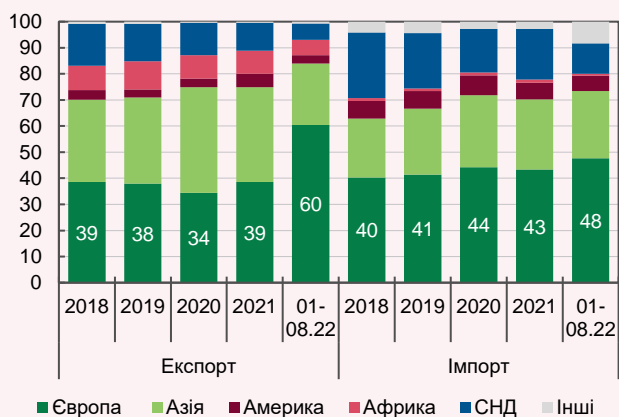
Фінансові потоки. Поглиблення співпраці з ЄС вплинуло й на валютну структуру валового зовнішнього боргу. Якщо протягом 2010–2016 років частка євро коливалася близько 11%, то з початку 2017 року вона почала зростати і станом на кінець 2021 року сягнула 23%. Найбільше роль євро зросла в боргових операціях приватного сектору (з 14.7% до 24% відповідно), оскільки проведення структурних реформ та збільшення прозорості інвестиційних проектів сприяли нарощуванню технічної допомоги з боку ЄС, зокрема в межах співпраці з ЄБРР. У структурі державного та гарантованого державою боргу частка євро є нижчою та зростала меншими темпами (з 5.9% до 15.5%) через збереження активної співпраці з міжнародними фінансовими організаціями. Серед основних чинників нарощування частки євро в державному борзі був початок випуску ОВДП у цій валюті з 2012 року. Проте вони характеризувалися нижчою дохідністю та відповідно користувалися меншим попитом порівняно з доларовими ОВДП. Попри поступове зростання ролі інших валют, долар США залишається найвикористовуванішою валютою світу. Він користується значною довірою та виконує роль безризикового активу, водночас його висока частка залишається гарантією її ж збереження з метою уникнення фінансових потрясінь для найбільших економік світу.

Частка євро зростала й у інших статтях поточного рахунку. Зокрема збройна агресія РФ проти України з 2014 року призвела до переорієнтації трудової міграції на ринок Європи. Отже, у надходженнях за рахунком як первинних, так і вторинних доходів протягом 2015–2021 років частка євро збільшилася на 14 та 20 в. п. до 27% та 49% відповідно.

Блокада транспортних шляхів через повномасштабну війну спричинила значний сплеск частки євро у валютних розрахунках України у 2022 році. Блокада українських морських портів призвела до значного скорочення експорту товарів та часткової втрати традиційних ринків Азії та Африки. Україна була вимушена налагоджувати транспортні шляхи через єдиний доступний кордон – Європу. Крім того, завдяки приєднанню до ENTSO-E Україна тимчасово активувала поставки електроенергії на європейський ринок. У результаті частка євро в розрахунках за експорт товарів у першому півріччі 2022 року стрімко зросла (на

17.5 в. п. – до 44%). Поглиблення співпраці з країнами Європи призвело до збільшення частки євро і в операціях з продажу безготівкової валюти, а з огляду на значну кількість українських мігрантів у країнах Європи у 2022 році відчутно збільшився попит на готівкове євро з боку населення.

Графік 2. Географічна структура торгівлі товарами України, %



Джерело: НБУ.

Водночас структура розрахунків за імпорт товарів не зазнала суттєвих змін через трансформацію як товарної, так і географічної його структури. Руйнування потужностей з виробництва та зберігання нафтопродуктів призвело до нарощування їх закупівель насамперед з країн Азії, контракти з якими укладаються здебільшого в доларах США. Крім того, через високі світові ціни на газ та брак коштів його імпорт, який здійснювався виключно з Європи, майже припинився. У результаті роль долара США в імпорті товарів дещо збільшилася, а частка євро залишилася на рівні попереднього року. З огляду на таку динаміку імпорту подібних змін зазнала і структура купівлі безготівкової валюти.

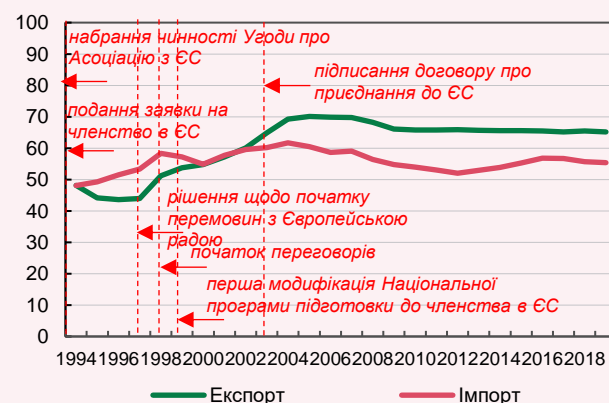
За оцінками НБУ, з відновленням повноцінної роботи морських портів та поверненням на традиційні ринки країн Азії та Африки частка євро в зовнішньоторговельних розрахунках дещо знизиться порівняно з 2022 роком. Відкриття морських портів дасть змогу відновити прямі контейнерні поставки товарів з країн Азії та Америки, а також сприятиме нарощуванню поставок енергоносіїв з цих регіонів. Повернення українців з-за кордону сприятиме зниженню попиту на готівковий євро.

Водночас частка євро залишатиметься на рівні вищому, ніж довоєнний, через збереження розвинутої логістики з Європою. Більш того, вона надалі зростатиме завдяки євроінтеграційним процесам. Так, Україна вже приєдналася до Конвенції про спрощення формальностей у торгівлі товарами та Конвенції про процедуру спільного транзиту. Крім того, у найближчій перспективі заплановано підписання Угоди про оцінку відповідності та прийнятності промислової продукції (АСАА), що спростить доступ до ринку ЄС для українських виробників товарів із вищим рівнем доданої вартості, сприятиме поліпшенню якості структури

експорту до Європи та відповідно підвищенню частки євро в зовнішньоторговельних розрахунках.

Активізація євроінтеграції традиційно призводить до зміни структури валютних розрахунків, проте на відміну від інших країн, в Україні долар США продовжить відігравати визначальну роль. Як свідчить досвід країн, що пройшли повний шлях євроінтеграції, такі процеси змінюють структуру валютних розрахунків країн – з часом євро посідає головне місце. Так, політичні зміни в Польщі 1989 року дали початок євроінтеграційному шляху країни. У 1994 році країна підписала Угоду про Асоціацію з ЄС, а у 2004 році стала повноправним членом ЄС. Протягом євроінтеграційного періоду в економіці Польщі відбулися структурні зрушення, а товарооборот з ЄС суттєво зріс. Після набрання чинності Угоди про Асоціацію з ЄС імпорт товарів звідти динамічно зростав (27.5% у середньому в 1995–1998 роках), зростання експорту було меншим, проте суттєвим (17.5%). Обсяги торгівлі з ЄС значно випереджали нарощування торгівлі з іншими регіонами, відповідно частка ЄС протягом 1994–2003 років в експорті товарів зросла з 62% до 70%, в імпорті – з 56% до 61%. Подібну динаміку продемонструвала і валютна структура розрахунків. Після приєднання Польщі до ЄС частка євро в зовнішньоторговельних розрахунках стабілізувалася на високому рівні (близько 60%), де і перебуває і сьогодні. Частка євро в експорті Словенії станом на кінець 2019 року сягнула 91%, Словаччини – 93.5%, Естонії – 65%, Литви – 73%.

Графік 3. Частка євро в розрахунках за торгові потоки Польщі, %



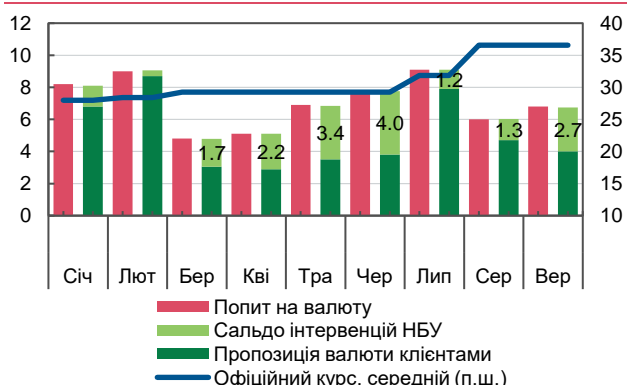
Джерело: Boz et al. (2020), "Patterns in Invoicing Currency in Global Trade." IMF Working Paper 20/126.

Водночас, за оцінками НБУ, долар США продовжить відігравати значну роль у валютних розрахунках України, зокрема за умови збереження сировинної природи експорту товарів. Розрахунки за такі товари традиційно здійснюються в доларах США, а за прогнозами частка зернових культур та олії в експорті товарів у найближчі два роки перевищуватиме 30%, а продукції ГМК – 20%. Активна євроінтеграція та перехід до промислових стандартів ЄС дадуть змогу нарощувати обсяги виробництва та експорту продукції з вищою доданою вартістю. Це сприятиме поступовому зниженню ролі долара США у валютних розрахунках України.

2.6. Монетарні умови та фінансові ринки

- Коригування офіційного курсу гривні разом з іншими заходами щодо збалансування попиту та пропозиції сприяли послабленню дисбалансів на валютному ринку. Проте його здатність до самостійного врівноваження все ще обмежена, тому підтримка обмінного курсу гривні залишатиметься основним засобом НБУ із забезпечення макрофінансової стабільності.
- У реальному вимірі курс гривні послабився до валют країн ОТП, однак залишається міцнішим за свій рівноважний рівень та утримуватиметься таким на прогнозованому горизонті. Це вповільнюватиме зростання цін на внутрішньому ринку.
- Вартість гривневих ресурсів поступово реагує на червнєве підвищення ключової ставки та її очікуване утримання на поточному рівні щонайменше до II кварталу 2024 року. Прогнозоване продовження монетарної трансмісії сприятиме підвищенню дохідності гривневих фінансових інструментів та підтриманню курсової стабільності.

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



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

Графік 2.6.2. Курси гривні до долара*



* Останні дані – за 24.10.2022.
Джерело: НБУ, відкриті джерела.

Графік 2.6.3. Індекси РЕОК і НЕОК, 06.2015 = 1



Джерело: IFS, розрахунки НБУ.

Підтримання фіксованого офіційного курсу гривні сприяє стабілізації очікувань та стримує інфляційний тиск

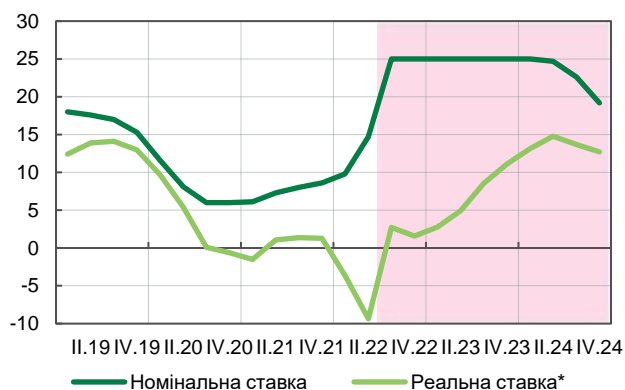
У III кварталі НБУ продовжував здійснювати валютні інтервенції для підтримки курсової стабільності та забезпечення стійкості економіки. Проте чистий продаж іноземної валюти скоротився порівняно з II кварталом до 5.3 млрд дол. (з 9.5 млрд дол.). Крім коригування офіційного курсу гривні цьому сприяли збільшення пропозиції з боку аграрного сектору завдяки роботі "зернового коридору", нижчі обсяги купівлі валюти імпортерами енергоресурсів, а також значні обсяги продажу іноземної валюти урядом на міжбанківському валютному ринку. Додатковий стабілізуючий вплив для міжбанківського валютного ринку мало зменшення обсягів монетизації бюджету до 30 млрд грн на місяць у липні-вересні (із, 105 млрд грн у червні).

Нагнітання негативного інформаційного середовища через агресивні заяви та терористичні дії РФ на тлі збереження дефіциту готівкової іноземної валюти призвело до ситуативного зростання попиту та формування девальваційного тиску на готівковому валютному ринку у вересні. Проте надалі ситуація поліпшувалася. Зокрема операції з підкріплення банків готівковим долларом та євро, збільшення можливості громадянам купувати валюту з подальшим вкладенням її на депозит та [збільшення обсягу готівкової валюти, який банк може запропонувати населенню](#), послабили тиск на готівковому ринку.

Також НБУ продовжував калібрувати валютні обмеження. З одного боку, вживалися заходи для протидії непродуктивному відпливу капіталу та зменшенню тиску на міжнародні резерви, з іншого, – спрощувалися умови ведення бізнесу в період воєнного стану (див. таблицю 2. "Валютні обмеження"). Зокрема, підприємствам було дозволено погашати відсотки за зовнішнім боргом, розширено можливості імпорту товарів та збільшено термін повернення валютної виручки.

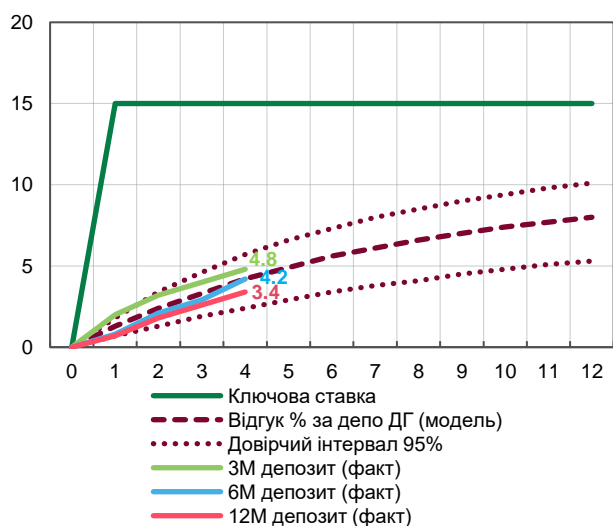
Попри фіксований номінальний обмінний курс гривні до долара з початку воєнних дій, НЕОК та РЕОК гривні зміцнювалися, що зумовлено як посиленням долара до провідних валют, так і високою інфляцією в Україні. Проте через липнєве корегування офіційного курсу гривні до

Графік 2.6.4. Облікова ставка, у середньому за період, %



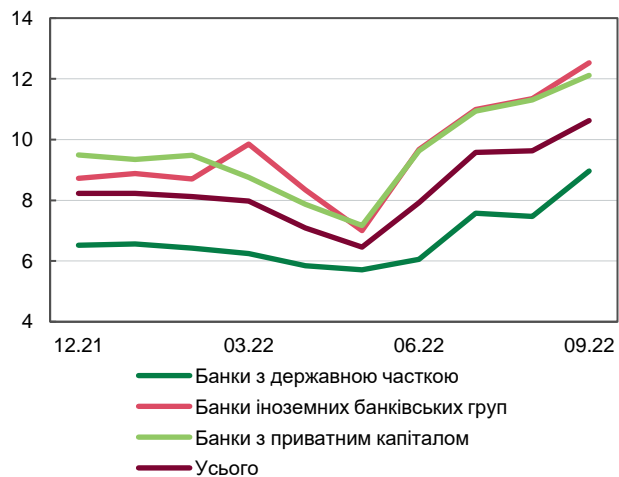
* Дефльована на модельні очікування (КПМ).
Джерело: НБУ.

Графік 2.6.5. Модельний* та фактичний відгук за депозитами домогосподарств на шок монетарної політики, в.п.**



* Оцінки НБУ протягом 2015–2021 років на основі ARDL моделі Pesaran and Shin (1995).
** П'ятиденна (робочі дні) ковзна середня UIRD.
Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

долара НЕОК та РЕОК гривні також послабилися. Попри це, РЕОК був міцнішим за свій рівноважний рівень, насамперед внаслідок масштабних валютних інтервенцій, та залишатиметься таким на прогнозованому горизонті, що зумовлюватиме жорсткіші монетарні умови.

Жорсткі монетарні умови сповільнюватимуть базову інфляцію за рахунок зростання відносно дешевого імпорту, що посилюватиме конкуренцію та зменшення відносної вартості імпортованої складової у виробництві вітчизняних товарів.

Облікова ставка залишатиметься високою тривалий час для протидії тиску на обмінний курс, що стримуватиме інфляцію

НБУ в жовтні залишив [облікову ставку](#) без змін. Очікується, що вона зберігатиметься на поточному рівні щонайменше до II кварталу 2024 року.

Незважаючи на високу номінальну облікову ставку у 2022 році в реальному вимірі вона лишатиметься незначно позитивною. Утім, за умов діючих валютних обмежень такий рівень сприяє підтримці курсової стабільності. У 2023–2024 роках у міру зниження безпекових ризиків облікова ставка поступово відновлюватиме свою роль в якості основного інструменту монетарної політики. З огляду на зниження інфляційних очікувань її реальний вимір набуватиме вищих позитивних значень, що сприятиме подальшій дезінфляції.

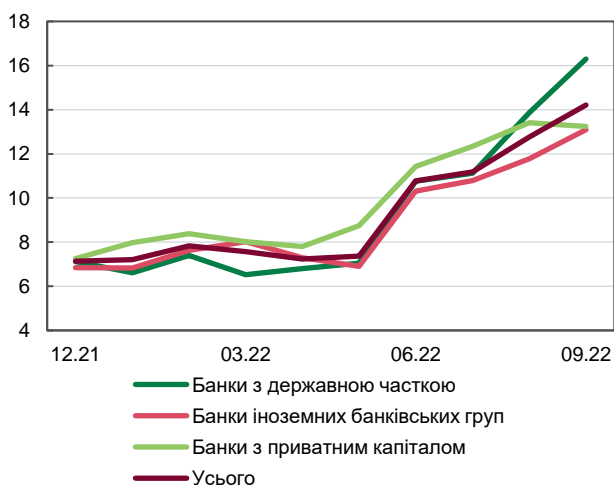
Висока невизначеність зумовлює переважно зміщені вгору ризики для траєкторії ключової ставки. НБУ готовий за потреби підвищити ключову ставку понад поточний рівень і застосовувати додаткові заходи для захисту міжнародних резервів та збереження керованості інфляційних процесів.

Вартість гривневих ресурсів й надалі зростатиме на тлі очікувань щодо збереження НБУ поточного рівня ключової ставки впродовж тривалого часу

Червнєве рішення НБУ щодо підвищення облікової ставки до 25% та наміри утримувати її на такому рівні впродовж тривалого часу і надалі позначатимуться на зростанні ринкових ставок. Так, збільшення ставок за тримісячними депозитами фізичних осіб (+4.8 п.п. до 11% з червня 2022 року) наразі є вищим типового (модельного) відгуку. З вересня відчутно пришвидшилося і зростання ставок за піврічними вкладками. Загалом у деяких банків ставки за депозитами на 3–6 місяців зросли до 15–20%. Трансмісія в ставки за вкладками з більшими термінами є повільнішою. Однак вона залишається в межах 95% довірчого інтервалу типового відгуку.

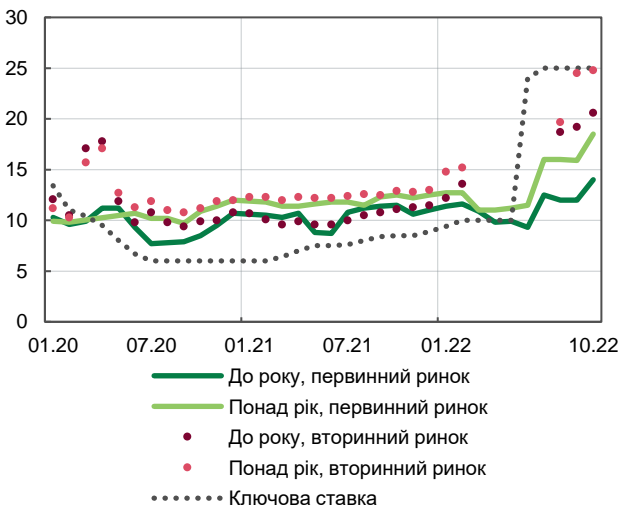
Середньозважені ставки за депозитами НФК демонструють тісніший зв'язок з обліковою ставкою. Банки наразі схильні конкурувати за кошти юридичних осіб, оскільки залучити корпоративні депозити у великих обсягах операційно простіше та швидше, ніж кошти населення.

Графік 2.6.7. Середньозважені гривневі процентні ставки за депозитами суб'єктів господарювання строком більше одного місяця, %



Джерело: НБУ.

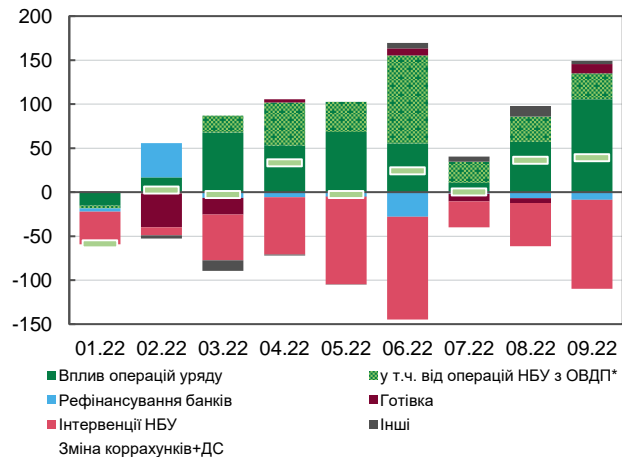
Графік 2.6.8. Дохідність гривневих ОВДП*, %



* Останні дані – за 25.10.2022.

Джерело: розрахунки НБУ.

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



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

Джерело: НБУ.

Проте рівень депозитних ставок залишається значно нижчим за очікувану інфляцію та наразі не створює достатніх стимулів для надання переваги гривневим інструментам перед іноземною валютою. Одна з причин повільної реакції банків на підвищення облікової ставки – подальше зростання ліквідності банківської системи. Додатковою перепорою для трансмісії є нерівномірний розподіл ліквідності між банками – її лівова частка припадає на фінансові установи з найбільшими обсягами вкладів населення. Такі банки не зацікавлені в залученні нових коштів, а тому не поспішають долучатися до конкурентної боротьби за вкладників шляхом підвищення процентних ставок за роздрібними депозитами.

У жовтні відбулося певне підвищення дохідності на первинному ринку ОВДП, що дало можливість збільшити обсяги залучень. Реальна дохідність за гривневими ОВДП на первинному ринку втім залишається від'ємною. Проте після відновлення функціонування вторинного ринку державних цінних паперів у серпні відгук дохідності гривневих ОВДП дещо посилюється.

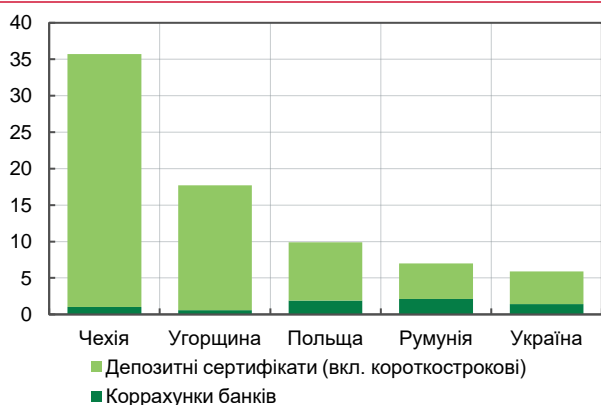
Попри певні позитивні зрушення, потрібні подальші заходи для збільшення привабливості гривневих інструментів. Дохідність гривневих активів має враховувати погіршення інфляційних очікувань, посилення курсового та цінового тиску та зміщений вгору баланс інфляційних ризиків на горизонті політики. З цією метою НБУ в жовтні запровадив додатковий інструмент, який дасть змогу захистити гривневі вклади громадян від ризику курсових коливань, а міжнародні резерви від виснаження. Також очікується, що він дасть змогу зв'язати частину структурного профіциту ліквідності банківської системи. Підтримка курсової стабільності та захисту міжнародних резервів вимагає забезпечення привабливої дохідності гривневих активів упродовж тривалого часу.

Видатки уряду залишатимуться основним джерелом постачання ліквідності

Ліквідність банківської системи надалі зростає – у III кварталі 2022 року вона сягнула чергового рекорду (середньоденні залишки коштів на коррахунках і ДС перевищили 267 млрд грн порівняно з 228 млрд грн у II кварталі 2022 року). Головним чинником зростання ліквідності було суттєве нарощування урядом видатків (особливо у вересні) переважно за рахунок продажу валютних коштів. Така ситуація зберігатиметься і надалі, оскільки фіскальні потреби уряду наразі покриваються переважно завдяки міжнародній допомозі.

Зростання обсягу готівки поза банками в липні-серпні 2022 року припало на період активного збирання урожаю. Це разом зі збільшенням в обігу питомої ваги банкнот найбільших номіналів (500 та 1000 гривень) може свідчити про посилення попиту на готівку для здійснення розрахунків із дрібними аграрними виробниками. У вересні обсяг готівки суттєво знизився ймовірно через конвертацію останніми отриманих прибутків від продажу врожаю в іноземну валюту, а також ажіотажний попит на іноземну валюту з боку населення через агресивні заяви та терористичні дії РФ.

Графік 2.6.10. Ліквідність банківської системи*, % до ВВП



* Станом на кінець серпня 2022 року.
Джерело: національні банки, МВФ, розрахунки НБУ.

Попри рекордний профіцит ліквідності, він є помірним порівняно з іншими країнами. Утім, якщо гривнева ліквідність буде і надалі зростати високими темпами, то НБУ може застосовувати додаткові інструменти для абсорбування її надлишку та підсилення монетарної трансмісії. Зниження структурного профіциту ліквідності в банківській системі позитивно позначиться на погашенні операцій на міжбанківському кредитному ринку і підтримає його відновлення.

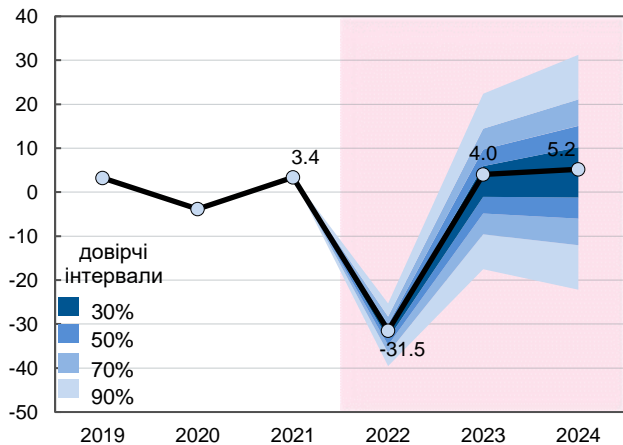
Таблиця 2. Валютні обмеження

	24-Лют	Берез	Квіт	Трав	Черв	Лип	Серп	Вер	Жов
Фізичні особи	Зняття валюти з валютних рахунків	✗ Повна заборона	UAH 30K / день → UAH 100K / день						
	Зняття з гривневих карток за кордоном	✓ Без обмежень	стеля → UAH 100K / місяць		→ UAH 50K / місяць		→ UAH 12.5K / тиждень		
	Розрахунки за кордоном гривневими картками	✓ Без обмежень					стеля → UAH 100K / місяць		
	P2P перекази за кордон	✓ Без обмежень	стеля → UAH 100K / місяць				→ UAH 30K / місяць		✗ Повна заборона
	Продаж готівкової валюти банками	✗ Повна заборона		стеля → готівк. валюта придбана банками			+ 50% безготівк. валюти придбані у фіз. осіб		+ 100% безготівк. валюти придбані у фіз. осіб
	Online купівля валюти	✗ Повна заборона					стеля → UAH 50K / місяць + депозит на 3 місяці		UAH 100K / місяць + депозит на 3 місяці
	Курс валют за картковими рахунками	стеля → офіційний +1%		→ офіційний +10%		→ без обмежень			
SWIFT платежі за кордон	✗ Повна заборона								
Компанії	Платежі за імпортом	Критичний імпортом:	товари ~65% послуги 0%	← Дозволено →	~90% ~30%		→ 100% (без обмежень) → ~50%		
	Термін розрахунків за експ.-імп. операціями	365 днів		→ 90 днів		→ 120 днів	→ 180 днів		
	Погашення боргів за кордоном	✗ Повна заборона							дозволено сплату процентних платежів
Банки	Відкрита валютна позиція			15% → 5%					
	Погашення кредитів нерезидентам			дострокове погашення					заборонено

Частина 3. Ризики прогнозу

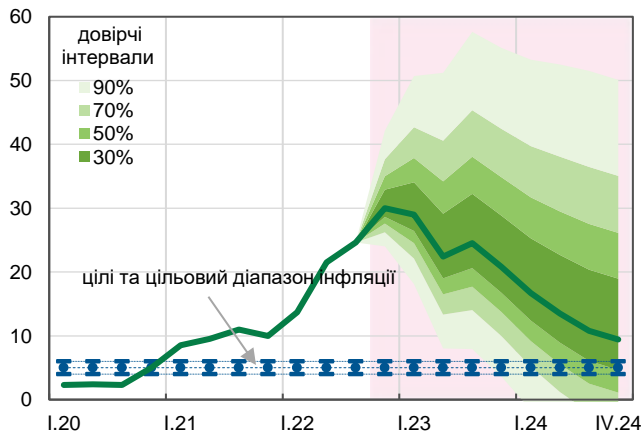
- Ключовим припущенням цього макропрогнозу є суттєве зниження безпекових ризиків з середини 2023 року завдяки успішним діям української армії. Отже, основним ризиком є триваліший термін активної стадії війни
- Через значну кількість та потенційний масштаб проінфляційних факторів баланс ризиків у прогнозі інфляції та процентної ставки 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, ймовірність того, що інфляція перебуватиме в межах найтемнішої ділянки на графіку (навколо центральної лінії), становить 30%. Відповідна властивість зберігається й для інших зон графіка. Отже, ймовірність того, що інфляція не вийде за межі найсвітлішої зони, становить 90%.

Безпекова ситуація є визначальним фактором для економічної ситуації в Україні. За базовим сценарієм макропрогнозу очікується значне зниження безпекових ризиків із середини наступного року. Відповідно, ключовими ризиками прогнозу є триваліший термін високих безпекових ризиків та їх можлива ескалація. З огляду на важливість цього ризику та значну ймовірність реалізації, розроблено відповідний сценарій макроекономічного прогнозу, що наведено в розділі “Альтернативний сценарій: тривалий термін війни” на стор. 45.

Зберігається, попри певне послаблення, ризик розбалансування державних фінансів. З одного боку, НБУ дотримується анонсованих лімітів щомісячної монетизації бюджету в 30 млрд грн, а бюджет на 2023 рік наразі передбачає виключно беземісійне фінансування дефіциту. Українська влада продовжує роботу над залученням міжнародної допомоги для закриття всіх першочергових потреб бюджету. З огляду на непередбачуваний характер війни можливі проблеми з ритмічністю надходження міжнародної допомоги та появу додаткових бюджетних потреб зберігається ризик повторного виникнення потреби в емісійному фінансуванні бюджету з боку НБУ. Це додатково погіршуватиме інфляційні та девальваційні очікування. НБУ в такому разі буде змушений проводити жорсткішу монетарну політику, ніж передбачено в базовому сценарії макропрогнозу. Такий ризик проте послабився порівняно з попереднім прогнозом завдяки посиленню міжнародної підтримки та розробленню беземісійного проекту бюджету на наступний рік.

Окремим ризиком для прогнозу інфляції є терміни та величина майбутнього коригування енергетичних тарифів у сфері ЖКП. Висока соціальна значущість цього питання безперечно впливатиме на майбутні рішення щодо приведення тарифів до економічно обґрунтованих рівнів у повоєнний період. Усунення дисбалансів в енергетичному секторі, що вже сильно постраждав під час війни, та відповідно зменшення квазіфіскальних дефіцитів через кращий фінансовий стан державних енергокомпаній, очевидно поліпшить перспективи співпраці в межах нових програм із МФО. З одного боку, такі рішення значно посилюватимуть ціновий тиск та відповідно соціальну напруженість, що обумовить потребу в значному збільшенні субсидій для населення. З іншого – тривале відтермінування цих заходів лише множитиме інфляційні ризики на майбутнє.

Здійснення рф терористичних актів на об'єктах української енергетичної інфраструктури посилює ризики

		Ймовірність настання ризику		
		Низька <15%	Середня 15–25%	Висока 25–50%
Ступінь впливу на базовий сценарій	Слабкий			Припинення транзиту газу
	Помірний	Непідписання програми з МВФ	Припинення роботи зернового коридору	Посилена еміграція Енергетичні ризики проходження поточної зими
	Сильний	Швидка реалізація масштабного плану відбудови України "план Маршала"	Розбалансування державних фінансів (низькі ставки за ОВДП, замороження тарифів на ЖКП, скорочення міжнародної допомоги, триваліша емісія)	Триваліший термін війни, ескалація

проходження поточної зими. Насамперед вони пов'язані з можливістю оперативного відновлення об'єктів електро- та тепlopостачання для побутових споживачів та об'єктів критичної інфраструктури. Тимчасова нестача потужностей призведе до потреби економії енергії чи відключення споживачів, насамперед промислових. Це призведе до скорочення обсягів промислового виробництва в основних енергоємних галузях, а також безпосередньо в енергетиці. Енергетичний шок може посилитися внаслідок припинення транзиту газу через Україну. Це буде викликом для української енергетики, оскільки трубопровідна система використовується і для транспортування газу всередині України. Також можливий виїзд населення з країни в разі тривалих проблем з опаленням взимку. Це суттєво погіршить прогноз економічної активності.

Тривалість та інтенсивність воєнних дій разом із енергетичним терором посилює ризики неповернення значної частини громадян, які виїхали за кордон, а також подальшого пришвидшення виїзду населення з країни. Ризики майбутньої демографічної кризи очевидні вже в короткостроковій перспективі з огляду на кількість молодого покоління, яке виїхало з України. У повоєнний період еміграційні потоки можуть посилитися після зняття обмежень на виїзд чоловіків віком 18–60 років. Зменшення споживчого попиту лише частково послаблюватиме інфляційний тиск. Нестача робочої сили та посилення диспропорцій на ринку праці визначатиме зростання затрат бізнесу на оплату праці з відповідним тиском на ціни. Крім того, це погіршить перспективи швидкого повоєнного відновлення. НБУ зважатиме на сумарний вплив ефектів міграції під час реалізації монетарної політики.

Упровадження "зернового коридору" пом'якшило негативні ефекти від руйнування логістики. Однак зберігається суттєвий ризик припинення його роботи та подальшого блокування українських чорноморських портів. Це значно ускладнить експорт сільськогосподарської продукції (насамперед зернових та олійних) та зменшить валютні надходження в країну. Крім того, погіршаться очікування сільгоспвиробників щодо перспектив реалізації майбутніх врожаїв, що може призвести до зменшення посівів. Крім негативного впливу на ВВП України, це суттєво погіршить продовольчу безпеку у світі. На противагу, такі вимушені обмеження експорту частково гальмуватимуть продовольчу інфляцію в Україні за рахунок збільшення пропозиції на внутрішньому ринку. Однак загалом такий сценарій може потребувати жорсткішої монетарної політики або ж суттєвого збільшення надходжень міжнародної допомоги.

Україна потребуватиме активної співпраці з міжнародними кредиторами та донорами не лише в період воєнного часу, а і в період повоєнного відновлення. Збитки економіці України, що нанесла РФ, вимірюються сотнями мільярдів доларів США. Інвестиції в таких обсягах для швидкого відновлення можуть бути залучені лише в разі старту відповідної програми чи

проєкту, що буде ухвалений на високому міжнародному рівні. Акумуляція таких ресурсів та деталізація відповідної програми потребуватимуть тривалого часу, тому її не закладено до припущень базового сценарію макропрогнозу. Запуск такої програми разом з євроінтеграційними реформами може пришвидшити економічне зростання до двознакового рівня. Водночас інфляційний тиск від пришвидшеного зростання доходів населення компенсуватиметься значним ревальваційним тиском на обмінний курс від припливу валюти в країну. У таких умовах НБУ може раніше почати цикл пом'якшення монетарної політики.

Макроекономічний прогноз (Жовтень 2022)

Показники	2022								2023				2024								
	2019	2020	2021	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 7.2022	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 7.2022	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 7.2022
РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше																					
Номінальний ВВП, млрд грн	3977	4222	5460	1075	940	1305	1430	4750	4540	1126	1369	1752	1928	6175	5990	1437	1658	2055	2199	7350	7100
Реальний ВВП	3.2	-3.8	3.4	-15.1	-37.2	-34.4	-35.6	-31.5	-33.4	-17.5	13.9	9.2	11.3	4.0	5.5	8.2	5.8	4.6	3.3	5.2	4.9
Дефлятор ВВП	8.2	10.3	25.1	24.0	26.0	28.0	28.4	26.9	24.8	27.0	28.0	25.5	21.1	25.0	25.0	18.0	14.5	12.0	10.4	13.1	13.0
ІСЦ (середнє за період)	7.9	2.7	9.4	-	-	-	-	20.5	21.1	-	-	-	-	25.8	26.5	-	-	-	-	13.2	12.9
ІСЦ (на кінець періоду)	4.1	5.0	10.0	13.7	21.5	24.6	30.0	30.0	31.0	29.0	22.4	24.5	20.8	20.8	20.7	16.7	13.5	10.8	9.4	9.4	9.4
Базова інфляція	3.9	4.5	7.9	10.5	15.2	20.4	24.5	24.5	24.5	23.0	20.7	17.2	13.3	13.3	12.4	10.7	6.4	4.1	3.0	3.0	2.6
Небазова інфляція	4.8	5.9	13.5	17.6	29.2	29.6	36.6	36.6	38.7	35.8	23.9	32.2	28.2	28.2	28.7	22.2	20.0	16.4	14.5	14.5	14.3
Сирі продтовари	3.9	4.1	11.8	20.7	36.1	40.9	51.6	51.6	49.0	49.5	35.2	24.8	15.6	15.6	12.0	7.8	5.0	4.0	3.1	3.1	2.7
Адміністративно регульовані ціни	8.6	9.9	13.6	12.4	14.8	14.7	17.0	17.0	16.4	16.1	11.8	41.9	46.7	46.7	55.0	45.7	44.6	33.6	29.7	29.7	31.0
ІЦВ (на кінець періоду)	-7.4	14.5	62.2	57.8	64.2	67.4	49.0	49.0	38.0	36.4	24.9	15.9	12.0	12.0	14.0	10.6	6.5	4.9	5.0	5.0	3.0
Номінальна заробітна плата (у середньому за період)	18.4	10.4	20.9	0.2	-18.3	-16.0	-13.9	-12.3	-12.3	8.7	42.4	42.7	39.2	32.8	36.3	34.1	29.0	26.3	25.1	28.3	31.3
Реальна заробітна плата (у середньому за період)	9.8	7.4	10.5	-9.7	-31.0	-31.9	-32.7	-26.6	-26.9	-17.4	13.9	13.3	13.7	4.6	6.7	13.5	12.5	13.5	14.1	13.4	16.6
Безробіття, % (МОП, у середньому за період)	8.2	9.5	9.8	-	-	-	-	28.3	28.9	-	-	-	-	26.9	27.0	-	-	-	-	18.2	18.2
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР																					
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	-87.3	-224	-187	-	-	-	-	-764	-811	-	-	-	-	-804	-632	-	-	-	-	-591	-499
% від ВВП	-2.2	-5.3	-3.4	-	-	-	-	-16.1	-17.9	-	-	-	-	-13.0	-10.5	-	-	-	-	-8.0	-7.0
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд грн	-89.2	-243	-195	-	-	-	-	-764	-812	-	-	-	-	-803	-632	-	-	-	-	-590	-499
% від ВВП	-2.2	-5.8	-3.6	-	-	-	-	-16.1	-17.9	-	-	-	-	-13.0	-10.5	-	-	-	-	-8.0	-7.0
ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)																					
Поточний рахунок, млрд дол.	-4.1	5.3	-3.2	2.4	1.0	5.2	-1.7	6.8	6.4	-1.9	-1.8	-1.1	-3.1	-8.0	-3.9	-1.2	-2.0	-1.5	-0.4	-5.1	-8.8
Експорт товарів та послуг, млрд дол.	63.6	60.7	81.5	17.3	11.7	13.5	14.8	57.3	53.0	13.3	12.7	15.6	16.9	58.5	64.0	15.2	14.7	16.7	17.7	64.3	63.5
Імпорт товарів та послуг, млрд дол.	76.1	63.1	84.2	18.0	17.9	21.6	24.6	82.1	73.9	24.4	22.8	24.0	23.8	95.1	80.9	21.9	21.7	22.8	22.8	89.2	83.1
Приватні грошові перекази в Україну, млрд дол.	11.9	12.0	14.0	3.2	3.3	3.4	4.0	13.9	12.6	4.4	4.3	4.1	3.6	16.4	13.1	3.6	3.4	3.3	3.5	13.8	13.6
Фінансовий рахунок, млрд дол.	-10.1	3.3	-3.7	5.8	5.7	3.0	-2.8	11.7	15.3	0.2	2.2	2.0	-2.5	1.9	1.3	-0.2	-1.8	-1.6	-1.4	-5.1	-10.6
Зведений баланс, млрд дол.	6.0	2.0	0.5	-3.3	-4.8	2.2	1.1	-4.9	-9.0	-2.1	-4.0	-3.1	-0.6	-9.9	-5.3	-0.9	-0.1	0.1	1.1	0.0	1.8
Валові резерви, млрд дол.	25.3	29.1	30.9	28.1	22.8	23.9	26.0	26.0	20.8	25.2	22.9	20.8	21.7	21.7	21.2	21.9	23.4	24.6	27.4	27.4	28.7
Місяців імпорту майбутнього періоду	4.8	4.2	4.5	3.8	2.9	3.0	3.3	3.3	3.1	3.3	3.0	2.8	2.9	2.9	3.1	2.9	3.1	3.2	3.5	3.5	4.0
МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)																					
Грошова база, %	9.6	24.8	11.2	10.6	10.1	11.8	15.0	15.0	14.1	-0.8	0.8	5.9	9.3	9.3	8.1	-1.9	-0.2	2.0	6.2	6.2	5.6
Грошова маса, %	12.6	28.6	12.0	0.4	3.7	10.1	13.0	13.0	18.8	0.2	3.1	12.6	15.0	15.0	11.1	-0.7	2.0	4.4	9.5	9.5	8.6
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	2.8	2.3	2.6	-	-	-	-	2.0	1.8	-	-	-	-	2.3	2.2	-	-	-	-	2.5	2.4

Припущення прогнозу

Показники		2019*	2020*	2021*	2022	2023	2024
Повна доступність портів Чорного моря					-	з II півріччя	+
Офіційне фінансування	млрд дол.				31.1	28.0	20.0
Тарифи на газ та опалення					незмінні	1/2 паритету	на паритеті
Міграція (чиста)	млн осіб				-8.0	0.4	2.5
Реальний ВВП країн - ОТП України (UAwGDP)	% р/р	2.7	-3.4	6.2	3.4	2.2	3.0
ІСЦ торговельних партнерів (UAwCPI)	% р/р	2.9	2.1	6.4	12.5	5.0	3.2
Світові ціни:**							
Сталь, Steel Billet Exp FOB Ukraine	дол./т	410.9	389.4	615.0	623.0	597.8	549.3
	% р/р	-17.2	-5.2	57.9	1.3	-4.0	-8.1
Залізна руда, China import Iron Ore Fines 62% FE	дол./т	93.8	108.9	161.7	123.0	106.3	82.8
	% р/р	34.6	16.1	48.5	-23.9	-13.6	-22.1
Пшениця, No.1 Hard Red Winter, ordinary protein, Kansas City	дол./т	164.7	185.5	263.5	365.8	310.3	272.6
	% р/р	-11.5	12.6	42.0	38.8	-15.2	-12.1
Кукурудза, Yellow #2 Delivery USA Gulf	дол./т	170.1	165.5	259.4	314.5	259.9	229.2
	% р/р	3.5	-2.7	56.7	21.2	-17.4	-11.8
Нафта, Brent	дол./бар.	64	42.3	70.4	102.0	94.3	81.4
	% р/р	-9.9	-33.9	66.4	44.9	-7.5	-13.7
Газ, Netherlands TTF	дол./тис м3	161.4	115.0	575.5	1644.9	1371.0	932.3
	% р/р	-43.5	-28.7	400.4	185.8	-16.7	-32.0
Транзит газу	млрд м3	90.4	55.8	41.6	21.2	20.0	20.0
Урожай зернових та зернобобових	млн т	75.1	64.9	85.7	52.5	57.0	62.0
Мінімальна зарплата**	грн	4173	4815	6042	6550	7176	7665

* Фактичні дані.

** У середньому за рік.

Частина 4. Альтернативний сценарій: триваліший термін війни

- У разі реалізації сценарію з тривалим збереженням високих безпекових ризиків перспективи відновлення економіки України в наступному році суттєво погіршаться. Триваліший період пригніченого попиту, низької інвестиційної активності та логістичні обмеження будуть основними стримуючими чинниками для зростання ВВП. За таких умов повноцінне відновлення розпочнеться не раніше 2024 року.
- Слабкий споживчий попит стримуватиме інфляцію, проте вона залишатиметься високою через несприятливий вплив втрати експортного потенціалу на обмінний курс та високі інфляційні очікування. Зміна профілю ІСЦ порівняно з базовим сценарієм здебільшого пов'язана з коригуванням строків доведення енергетичних тарифів до рівня собівартості

Припущення альтернативного сценарію

НБУ не прогнозує перебіг воєнних подій, проте мусить робити різні припущення щодо них як визначального чинника впливу на економіку. Тому для підвищення прозорості щодо варіантів розвитку економіки та реакції монетарної політики НБУ наводить альтернативний сценарій макроекономічного прогнозу.

Строки перемоги в розв'язаній рф повномасштабній війні стали основним чинником, що визначає стан та перспективи розвитку української економіки. Тому найбільшою невизначеністю і, відповідно, найвагомим ризиком для цього макропрогнозу є довший термін збереження високих безпекових ризиків. Альтернативний сценарій макропрогнозу ґрунтується на припущенні щодо їх збереження до середини 2024 року.

Більшість інших припущень, зокрема активна міжнародна фінансова допомога, наявність програми з МВФ, зберігаються і для зазначеного сценарію.

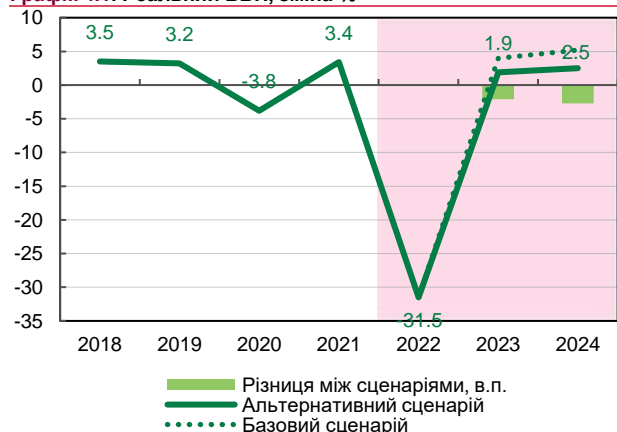
Економічна діяльність залишатиметься пригніченою і почне відновлюватися лише у 2024 році

В умовах збереження високих безпекових ризиків економіка України у 2023 році відновлюватиметься вкрай слабо. Зростання реального ВВП очікується близько 2% лише завдяки частковій адаптації бізнесу до війни та активній міжнародній фінансовій допомозі.

Споживча активність стримуватиметься продовженням бойових дій. Міграція населення за кордон, на відміну від базового сценарію, продовжуватиметься. Це обмежуватиме внутрішній попит. Значно пригніченою залишатиметься інвестиційна діяльність приватного сектору, а державні інвестиції спрямовуватимуться на відновлення пошкодженої критичної інфраструктури та підтримку обороноздатності країни.

Логістичні обмеження, насамперед обмежене функціонування чорноморських портів, призведуть до погіршення показників експортоорієнтованих видів економічної діяльності (передбачається робота лише "зернового коридору"). Відповідно в наступному році експорт суттєво скоротиться, що посилить фінансові труднощі бізнесу. У аграріїв знизиться мотивація до розширення діяльності, скоротяться ресурси для проведення посівних кампаній. Це призведе до зменшення врожаїв у 2023 та 2024 роках.

Графік 4.1. Реальний ВВП, зміна %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Відновлення економіки пришвидшиться з другого півріччя 2024 року насамперед через очікуване послаблення безпекових ризиків. Це сприятливо позначиться на споживчих настроях, відповідно активізується споживчий попит. Повоєнна відбудова зруйнованої інфраструктури потребуватиме значних інвестицій як з боку приватних компаній, так і держави, відповідно інвестиційна діяльність поживавлюватиметься на тлі зменшення ризиків. Ці процеси посилять попит на робочу силу. З 2024 року ситуація на ринку праці поліпшуватиметься як у частині зменшення безробіття, так і зростання реальних зарплат. Водночас зростання ВВП у 2024 році буде невисоким (2.5%) через негативні ефекти тривалішого періоду руйнувань (підприємств, інфраструктури, житла) та виснаження економіки.

Потенційний ВВП знизиться суттєвіше, ніж у базовому прогнозі, через більші руйнування інфраструктури та міграцію. Розрив ВВП залишатиметься від’ємним до кінця прогнозного періоду. Це стримуватиме фундаментальний інфляційний тиск.

Фіскальна політика залишиться м’якою через потребу забезпечувати видатки на потреби оборони та підтримку населення. Відповідно зросте потреба в нарощуванні дефіциту бюджету, що відтермінує строки фіскальної консолідації та обумовить вищий рівень державного боргу. Роль міжнародної підтримки у фінансуванні дефіциту буде визначальною. Це дасть змогу уникнути подальшої монетизації держборгу НБУ. Через значне нарощування боргового навантаження зросте потреба в поступовому переході до жорсткішої фіскальної політики в повоєнний період.

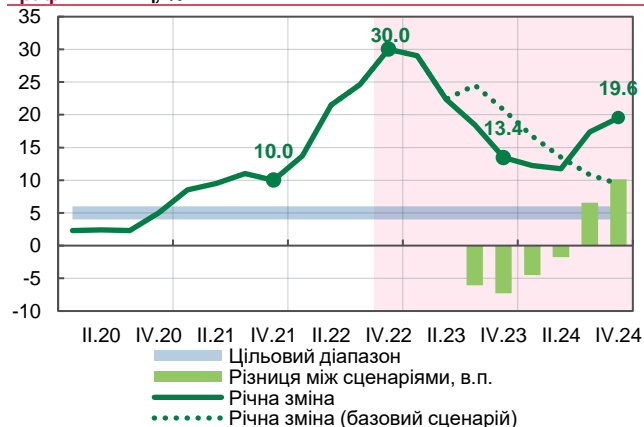
Інфляція знизиться через пригнічений споживчий попит, проте залишатиметься високою внаслідок слабшого обмінного курсу та високих інфляційних очікувань

Послаблення дії більшості з основних шоків пропозиції відбудеться пізніше, ніж у базовому сценарії. Інфляція знизуватиметься під впливом пригніченого попиту, що пов’язаний зі значним падінням реальних доходів населення та високим рівнем безробіття. Крім того, продовження мораторію щодо підвищення тарифів на ЖКП до кінця воєнних дій змістить профіль ІСЦ (обумовить нижчий ІСЦ у 2023 році та його зростання у 2024 році).

Фундаментальний інфляційний тиск підтримуватимуть насамперед триваліші шоки пропозиції, високі інфляційні очікування, та девальваційний тиск через зменшення валютних надходжень у країну від експорту. НБУ зберігатиме жорсткі монетарні умови довше для компенсації цих інфляційних чинників. Зменшення безпекових ризиків та нормалізація логістики в кінці прогнозного періоду послабить тиск на базову інфляцію через канали пропозиції. Водночас усе ще високі інфляційні очікування зберігатимуть її високою до кінця прогнозного горизонту.

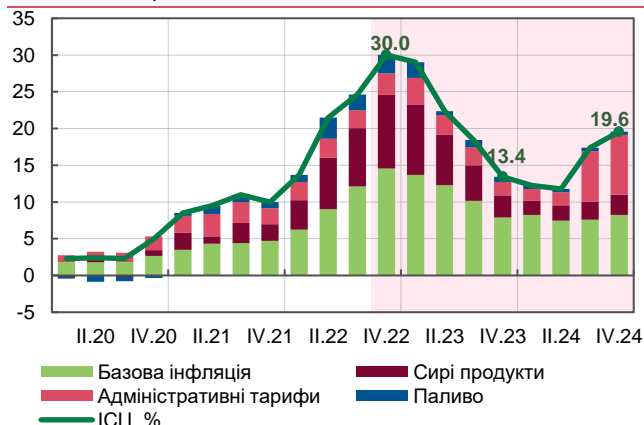
Продовольча інфляція в наступному році знизиться,

Графік 4.2. ІСЦ, %



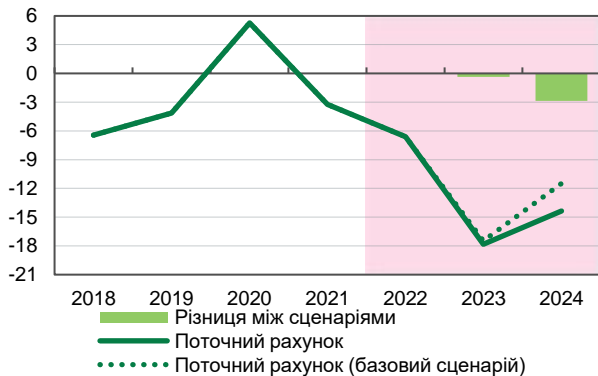
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 4.4. Поточний рахунок (без урахування грантів), млрд дол США



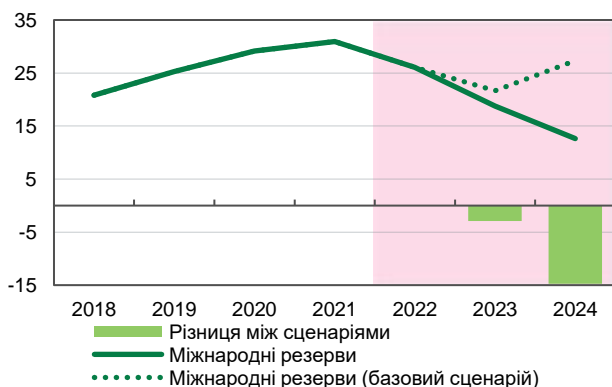
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 4.5. Фінансовий рахунок: чистий приплив, млрд дол США



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 4.6. Валові міжнародні резерви, млрд дол США



Джерело: розрахунки НБУ.

проте до кінця прогнозного періоду залишиться високою (близько 15%). Бізнес частково адаптується під нові умови логістики, проте нижчі врожаї та дорожча імпортована продовольча продукція тиснутимуть на ціни в бік зростання.

Адміністративна складова інфляції у 2023 році стримуватиметься дією мораторію на підвищення тарифів на ЖКП та визначатиметься насамперед подорожчанням тютюнової та алкогольної продукції через підвищення акцизів. Проте через накопичені за кілька років дисбаланси в енергетичному секторі виникне потреба в поступовому приведенні енергетичних тарифів для населення до ринкових рівнів, починаючи з другого півріччя 2024 року. Це суттєво збільшить адміністративну складову інфляції та зумовить різке пришвидшення споживчої інфляції наприкінці 2024 року.

Вартість палива продовжуватиме зростати через збереження високих світових цін на нафту та девальваційні ефекти. За рахунок вторинних ефектів це визначатиме зростання собівартості інших компонент ІЦ.

У 2023–2024 роках платіжний баланс буде гіршим, ніж у базовому прогнозі, через обмежені можливості експорту та продовження відпливу капіталу. У результаті міжнародні резерви знижуватимуться на всьому прогнозованому горизонті

У 2023 році очікуваний чистий відплив валюти з країни збігається з базовим сценарієм. Обмежені можливості експорту компенсуватимуться меншим імпортом через повільніше відновлення та слабшу гривню. А рівень підтримки міжнародних партнерів залишатиметься незмінним. Проте вже у 2024 році чистий відплив перевищуватиме показник базового сценарію. Більші втрати у виробничому та аграрному секторах стримуватимуть нарощування експорту, а довший період високих безпекових ризиків зумовить більшу потребу в імпорті для післявоєнної відбудови. Відплив капіталу з приватного сектору продовжиться в значних обсягах, насамперед через збільшення готівкової валюти поза банками.

У результаті міжнародні резерви скорочуватимуться на всьому прогнозованому горизонті, а в 2024 році їх рівень впаде нижче критичного значення трьох місяців майбутнього імпорту.

Ризики макрофінансової дестабілізації для зазначеного сценарію значно вищі, ніж для базового, тому проведення виваженої макроекономічної політики та підтримка від міжнародних партнерів будуть критично важливими.

Альтернативний прогноз (Жовтень 2022)

Показники	2022		2023		2024	
	базовий	альтернативний	базовий	альтернативний	базовий	альтернативний
РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше						
Номинальний ВВП, млрд грн	4750	4750	6175	5978	7350	7025
Реальний ВВП	-31.5	-31.5	4.0	1.9	5.2	2.5
Дефлятор ВВП	26.9	26.9	25.0	23.5	13.1	14.6
ІСЦ (середнє за період)	20.5	20.5	25.8	22.2	13.2	15.4
ІСЦ (на кінець періоду)	30.0	30.0	20.8	13.4	9.4	19.6
Базова інфляція	24.5	24.5	13.3	13.3	3.0	13.9
Небазова інфляція	36.6	36.6	28.2	13.6	14.5	24.5
Сирі продтовари	51.6	51.6	15.6	15.5	3.1	14.3
Адміністративно регульовані ціни	17.0	17.0	46.7	9.5	29.7	44.0
ІЦВ (на кінець періоду)	49.0	49.0	12.0	15.5	5.0	7.0
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР						
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	-764	-764	-804	-821	-591	-607
% від ВВП	-16.1	-16.1	-13.0	-13.7	-8.0	-8.6
ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)						
Поточний рахунок, млрд дол.	6.8	6.8	-8.0	-8.3	-5.1	-7.9
Експорт товарів та послуг, млрд дол.	57.3	57.3	58.5	53.2	64.3	56.1
Імпорт товарів та послуг, млрд дол.	82.1	82.1	95.1	92.8	89.2	88.9
Приватні грошові перекази в Україну, млрд дол.	13.9	13.9	16.4	16.9	13.8	15.5
Фінансовий рахунок, млрд дол.	11.7	11.7	1.9	4.5	-5.1	3.8
Зведений баланс, млрд дол.	-4.9	-4.9	-9.9	-12.8	0.0	-11.8
Валові резерви, млрд дол.	26.0	26.0	21.7	18.7	27.4	12.6
Місяців імпорту майбутнього періоду	3.3	3.4	2.9	2.5	3.5	1.6
МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)						
Грошова база, %	15.0	15.0	9.3	10.5	6.2	7.5
Грошова маса, %	13.0	13.0	15.0	19.5	9.5	11.7
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	2.0	2.0	2.3	2.1	2.5	2.2

Припущення альтернативного прогнозу

Показники	2022		2023		2024	
	базовий	альтернативний	базовий	альтернативний	базовий	альтернативний
Повна доступність портів Чорного моря	-	-	з II півріччя	-	+	з II півріччя
Офіційне фінансування млрд дол.	31.1	31.1	28.0	28.0	20.0	20.0
Тарифи на газ та опалення	незмінні	незмінні	1/2 паритету	незмінні	на паритеті	1/2 паритету
Міграція (чиста) млн осіб	-8.0	-8.0	0.4	-1.4	2.5	0.6
Світові ціни:*						
Сталь, Steel Billet Exp FOB Ukraine дол./т	623.0	623.0	597.8	597.8	549.3	549.3
% р/р	1.3	1.3	-4.0	-4.0	-8.1	-8.1
Залізна руда, China import Iron Ore Fines 62% FE дол./т	123.0	123.0	106.3	106.3	82.8	82.8
% р/р	-23.9	-23.9	-13.6	-13.6	-22.1	-22.1
Пшениця, No.1 Hard Red Winter, ordinary protein, Kansas City дол./т	365.8	365.8	310.3	322.2	272.6	304.3
% р/р	38.8	38.8	-15.2	-11.9	-12.1	-5.5
Кукурудза, Yellow #2 Delivery USA Gulf дол./т	314.5	314.5	259.9	271.8	229.2	256.6
% р/р	21.2	21.2	-17.4	-13.6	-11.8	-5.6
Нафта, Brent дол./бар.	102.0	102.0	94.3	94.3	81.4	81.4
% р/р	44.9	44.9	-7.5	-7.5	-13.7	-13.7
Газ, Netherlands TTF дол./1000м3	1644.9	1644.9	1371.0	1371.0	932.3	932.3
% р/р	185.8	185.8	-16.7	-16.7	-32.0	-32.0
Транзит газу млрд м3	21.2	21.2	20.0	20.0	20.0	20.0
Урожай зернових та зернобобових млн т	52.5	52.5	57.0	51.5	62.0	52.5

* У середньому за рік.

Абревіатури та скорочення

АЗС	Автозаправна станція	ОЕС	Об'єднана енергетична система
АПК	Агропромисловий комплекс	ООН	Організація Об'єднаних Націй
ВВП	Валовий внутрішній продукт	ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти
ВПО	Внутрішньо переміщені особи	ОТП	Основні торговельні партнери
ГМК	Гірничо-металургійний комплекс	ПВЗВТ	Поглиблена і всеохопна зона вільної торгівлі
ДГ	Домогосподарства	ПДВ	Податок на додану вартість
ДКСУ	Державна казначейська служба України	РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ДМСУ	Державна митна служба України	рф	російська федерація
ДС	Депозитні сертифікати	с/г	Сільське господарство
ДСЗУ	Державна служба зайнятості України	СЗДУ	Сектор загального державного управління
ДССУ	Державна служба статистики України	СНД	Співдружність Незалежних Держав
ЄБРР	Європейський банк реконструкції та розвитку	США	Сполучені Штати Америки
e/e	Електроенергія	УЕБ	Українська енергетична біржа
ЄКР	Єдиний казначейський рахунок	ФРС	Федеральна резервна система США
ЄС	Європейський Союз	ЦБ	Центральний банк
ЄЦБ	Європейський центральний банк	ЦСЄ	Центральна та Східна Європа
ЖКП	Житлово-комунальні послуги	EM	Emerging Markets, країни, ринки яких розвиваються
ЗАЕС	Запорізька атомна електростанція	ENTSO-E	European association for the cooperation of transmission system operators for electricity, Європейська мережа операторів системи передачі електроенергії
ЗВО	Заклади вищої освіти	IIF	Institute of International Finance
ІЕД	Інститут економічних досліджень	PMI	Purchasing Managers' Index, індекс ділової активності
ІСЦ	Індекс споживчих цін	UAWCPI	Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України
КМП	Комітет з монетарної політики	UAWGDP	Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України
КМІС	Київський міжнародний інститут соціології	UIIR	Український індекс міжбанківських ставок
КПМ	Квартальна прогнозна модель		
МВФ	Міжнародний валютний фонд		
МОМ	Міжнародна організація міграції		
МОП	Міжнародна організація праці		
МСБ	Малий та середній бізнес		
МФО	Міжнародні фінансові організації		
Мфу	Міністерство фінансів України		
НБУ	Національний банк України		
НЕОК	Номінальний ефективний обмінний курс		
ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики		
тис.	тисяча	в. п.	відсотковий пункт
млн	мільйон	бар.	барель
млрд	мільярд	р/р	у річному вимірі, річна зміна, до відповідного періоду попереднього року
грн	гривня	кв/кв	до попереднього кварталу, у квартальному вимірі
долар, дол.	долар США	с/с	у сезонно скоригованому вимірі
п.	пункт	м/м	до попереднього місяця, у місячному вимірі
б. п.	базисний пункт	п. ш.	права шкала