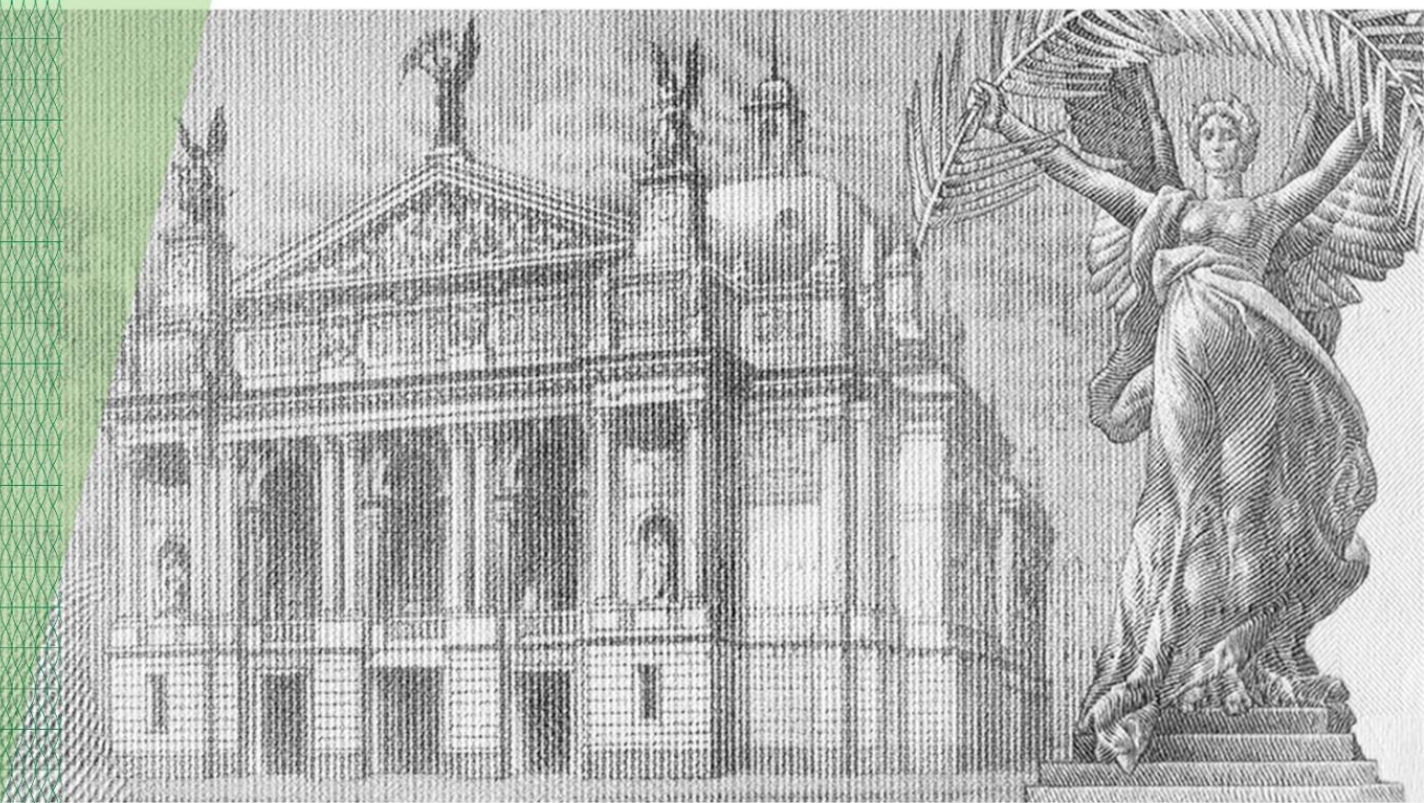




Національний  
банк України

# Інфляційний звіт

Жовтень 2023 року



Попри широкомасштабну війну НБУ залишається відданим своєму мандату із забезпечення цінової та фінансової стабільності як запоруки стійкого економічного зростання. Водночас зниження дієвості ринкових інструментів і висока невизначеність тимчасово унеможливили здійснення монетарної політики в традиційному форматі інфляційного таргетування. Підходи до виконання пріоритетних функцій НБУ, завдання та принципи реалізації монетарної політики зазнали вимушених змін, що було закріплено [Основними засадами грошово-кредитної політики на період воєнного стану](#), а деталізовано – у [Стратегії](#) пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування (далі – Стратегія)

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

Стійкий прогрес у зниженні інфляції, накопичення значного рівня міжнародних резервів, збільшення привабливості гривневих депозитів та ОВДП уможливили перехід до керованої гнучкості обмінного курсу. Новий режим покликаний посилити стійкість української економіки та валютного ринку, сприяти їх кращій адаптації до внутрішніх і зовнішніх шоків та зменшенню ризиків накопичення валютних дисбалансів. Водночас НБУ зберігає керовану ситуацію на валютному ринку, компенсуючи структурний дефіцит іноземної валюти для забезпечення помірних курсових коливань в обидва боки. Підтримці стійкої ситуації на валютному ринку також сприяють: збереження та калібрування низки адміністративних обмежень (зокрема на валютні операції та рух капіталу), припинення емісійного фінансування, забезпечення належних монетарних умов для підтримки привабливості гривневих інструментів. Так, НБУ спрямовує свою процентну політику, [модернізує операційний дизайн](#), а також застосовує інші інструменти монетарної політики (зокрема диференціацію та регулювання норм обов'язкових резервів) передусім для забезпечення належної привабливості строкових заощаджень у гривні. Це стримує попит на іноземну валюту, дає змогу захистити міжнародні резерви, зберегти курсову стійкість. Таким чином заходи НБУ підтримують подальше сповільнення інфляції в умовах все ще значних ризиків, високої невизначеності та значного дефіциту державного бюджету. Політика НБУ відповідає принципам Стратегії та сприяє формуванню належних передумов для її подальшої реалізації.

Аналіз у поточному Інфляційному звіті (жовтень 2023 року) ґрунтується на наявних даних на дату його підготовки, тому період аналізу для окремих індикаторів може бути різним. Остання дата оновлення даних за більшістю показників у цьому звіті – 25 жовтня 2023 року. Інфляційний звіт містить прогноз економічного розвитку країни у 2023–2025 роках, підготовлений Департаментом монетарної політики та економічного аналізу і 26 жовтня 2023 року схвалений на засіданні Правління НБУ з питань монетарної політики<sup>1</sup>.

Рішення щодо облікової ставки та застосування інших монетарних інструментів Правління НБУ і надалі прийматиме відповідно [до опублікованого заздалегідь графіка](#). На засіданнях у січні, квітні, липні та жовтні рішення приймаються на підставі нового макроекономічного прогнозу. На інших чотирьох засіданнях (у березні, червні, вересні та грудні) – за результатами оцінки ризиків та невизначеності з урахуванням нової інформації про внутрішні та зовнішньоекономічні події, яка з'явилася після останнього прогнозу.

Рішення щодо облікової ставки та застосування інших монетарних інструментів оголошуються на пресбрифінгу, який проводиться того самого дня о 14.00 після засідання Правління НБУ з питань монетарної політики. Одночасно публікується пресреліз, у якому відображається консенсусна позиція Правління НБУ щодо рішень із монетарної політики. Підсумки дискусії членів Комітету з монетарної політики щодо рівня облікової ставки публікуються на 11-й день після ухвалення рішення. На відміну від пресрелізів щодо рішень із монетарної політики, "Підсумки дискусії" містять знеособлені позиції всіх членів КМП щодо оптимальних монетарних рішень, у тому числі – альтернативні до прийнятого рішення думки та відповідну аргументацію.

Із попередніми випусками Інфляційного звіту, презентаціями до них, прогнозом основних макроекономічних показників, даними таблиць і графіків можна ознайомитися за [посиланням](#).

<sup>1</sup> Рішення Правління Національного банку України від 26 жовтня 2023 року №381-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

## Зміст

|                                                                                                                                     |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Головне                                                                                                                             | 4  |
| Частина 1. Зовнішнє середовище                                                                                                      | 7  |
| Вставка 1. Низькі довгострокові дохідності: sic transit gloria mundi                                                                | 11 |
| Частина 2. Економіка України                                                                                                        | 13 |
| 2.1. Інфляційний розвиток                                                                                                           | 13 |
| 2.2. Попит і випуск                                                                                                                 | 17 |
| 2.3. Ринок праці та доходи домогосподарств                                                                                          | 21 |
| 2.4. Фіскальний сектор                                                                                                              | 24 |
| 2.5. Платіжний баланс                                                                                                               | 26 |
| Вставка 2. Розширення товарного дефіциту унаслідок шоків війни: чи є простір для простих рішень?                                    | 30 |
| 2.6. Монетарні умови та фінансові ринки                                                                                             | 32 |
| Вставка 3. На шляху до плавання: світовий досвід застосування різних режимів обмінного курсу під час війни та в післявоєнний період | 35 |
| Частина 3. Ризики прогнозу                                                                                                          | 38 |
| Абревіатури та скорочення                                                                                                           | 43 |

## Головне

Базовий сценарій макроекономічного прогнозу НБУ ґрунтується на припущеннях про подальше проведення виважених монетарної та фінансової політик з фокусом на забезпечення макрофінансової стабільності, послідовне виконання Україною зобов'язань за програмами співпраці з міжнародними партнерами, які зі свого боку продовжать надавати фінансову підтримку в значних обсягах. Також базовий сценарій припускає відчутне зниження безпекових ризиків із 2025 року, що сприятиме повноцінному розблокуванню морських портів, розширенню можливостей для інвестиційної та господарської діяльності, активнішому поверненню в Україну вимушених мігрантів.

### Упродовж останніх місяців інфляція стрімко знижувалася, передусім за рахунок гарних врожаїв

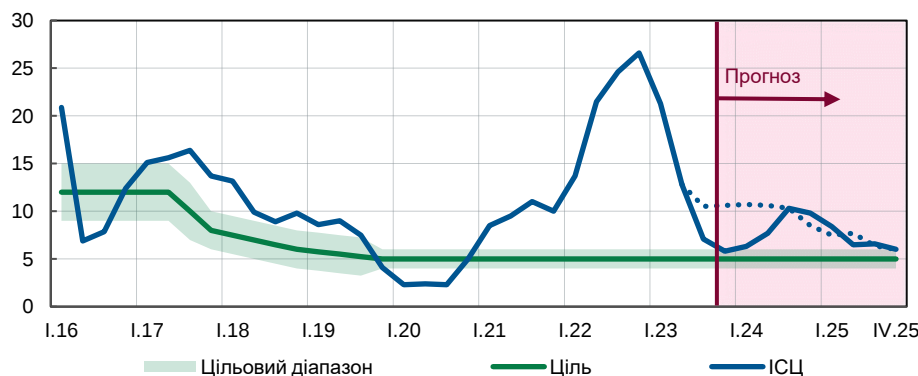
У вересні інфляція знизилася до 7.1% у річному вимірі. Таку цінову динаміку зумовлювала насамперед значна пропозиція сільськогосподарської продукції нового врожаю, зокрема овочів та фруктів, цукрових буряків, зернових та олійних культур. Мораторій на підвищення низки житлово-комунальних тарифів надалі обмежував зростання адміністративно-регульованих цін. Стійка ситуація на валютному ринку стримувала подорожчання товарів, що мають значну імпорتنу складову (побутова техніка, електроніка тощо). У результаті базова інфляція у вересні теж помітно сповільнилася – до 8.4% у річному вимірі.

За оцінками НБУ інфляція надалі сповільнювалася й у жовтні, чому, зокрема, посприяло збереження курсової стійкості на тлі успішного переходу до керованої гнучкості курсу. Водночас зберігався тиск на інфляцію з боку інших фундаментальних чинників. Поступове відновлення економіки супроводжується поживленням попиту на споживчі товари і послуги, а дефіцит кваліфікованих працівників, зокрема через міграцію, спонукає підприємства до підвищення зарплат відносно високими темпами. Крім того, тиск на витрати бізнесу залишається значним, що пов'язано з наслідками війни – руйнуваннями, ускладненою логістикою, подорожчанням електроенергії для не побутових споживачів тощо.

### Інфляція залишатиметься помірною, хоч і тимчасово прискориться наступного року

НБУ поліпшив прогноз інфляції на кінець 2023 року з 10.6% до 5.8%. Основний чинник цього перегляду – вплив високих врожаїв на динаміку продовольчих цін. Водночас НБУ підвищив прогноз інфляції на 2024 рік – з 8.5% до 9.8%. Пришвидшення зростання цін у наступному році зумовлюватиметься низькою цьогорічною базою порівняння для вартості продовольчих товарів, збереженням тиску на витрати бізнесу через перегляд припущення щодо безпекових ризиків, збільшенням зарплат та прискоренням зростання адміністративно-регульованих цін.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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

Надалі інфляція сповільниться до 6% у 2025 році. Цьому передусім сприятиме очікуване зниження безпекових ризиків. Відновлення оптимальної логістики та виробництва в післявоєнний період дасть змогу нарощувати пропозицію товарів та обмежуватиме ціновий тиск. Вагомий вплив на цінову динаміку матиме й очікуване зниження світових цін на енергоносії.

### **Економічне зростання відновиться за підсумками 2023 року і триватиме надалі**

НБУ поліпшив прогноз зростання реального ВВП із 2.9% до 4.9% у 2023 році. Стрімкіше економічне відновлення спричинене низкою чинників. Серед них – вища адаптивність бізнесу та населення до воєнних умов, ліпші, ніж припускалося, врожаї, розширення альтернативних шляхів експортних поставок, а також суттєвіші обсяги бюджетних видатків.

У 2024 році економіка зросте на 3.6%, попри збереження високих безпекових ризиків. Економічному зростанню сприятимуть подальша розбудова альтернативних шляхів поставок та збереження м'якої фіскальної політики, що підтримуватиме споживчий попит. Натомість усе ще ускладнена логістика та обмежені війною інвестиції гальмуватимуть економіку.

НБУ прогнозує пришвидшення зростання реального ВВП у 2025 році до 6%. Цьому сприятиме насамперед очікуване зниження безпекових ризиків. Воно супроводжуватиметься поступовим поверненням мігрантів із-за кордону, поліпшенням споживчих та інвестиційних настроїв, налагодженням логістики та виробництва, відбудовою пошкодженої інфраструктури.

### **Завдяки офіційному фінансуванню НБУ зможе підтримувати достатній рівень міжнародних резервів та, відповідно, стійкість валютного ринку**

Передбачається, що загальний обсяг фінансової підтримки у формі кредитів і грантів цього року сягне близько 45 млрд дол. США. Ці надходження залишаються основним джерелом покриття високого дефіциту державного бюджету, що цього року розшириться до майже 29% ВВП. Завдяки міжнародній допомозі Україна також має змогу фінансувати значний дефіцит поточного рахунку, а НБУ – підтримувати високий рівень міжнародних резервів та балансувати валютний ринок.

Потреби України в зовнішньому фінансуванні в наступні роки залишатимуться значними, попри поступову мобілізацію внутрішніх фінансових ресурсів та фіскальну консолідацію. Важливим припущенням прогнозу залишається достатність та ритмічність надходження такої допомоги. Необхідною умовою для цього є виконання Україною взятих на себе зобов'язань перед міжнародними партнерами. Це дасть змогу профінансувати критичні видатки бюджету та надалі уникати його емісійного фінансування. Зі свого боку НБУ зможе підтримувати резерви на рівні вище 40 млрд дол. США, незважаючи на значні інтервенції для збереження стійкості валютного ринку, у тому числі на тлі подальших заходів із валютної лібералізації.

### **Для підтримання високої привабливості гривневих активів, у тому числі на етапі адаптації учасників валютного ринку до керованої гнучкості курсу, НБУ залишив незмінними процентні ставки за операціями з банками**

Попередні кроки з пом'якшення процентної політики призвели до очікуваного зниження ставок за гривневими інструментами. Поточні ставки за ОВДП і депозитами в національній валюті забезпечують достатній захист від інфляційного знецінення. Однак потенціал пом'якшення процентної політики є наразі обмеженим, ураховуючи необхідність утримання реальних процентних ставок за гривневими інструментами в додатній площині для забезпечення курсової стійкості та створення передумов для подальшого пом'якшення валютних обмежень.

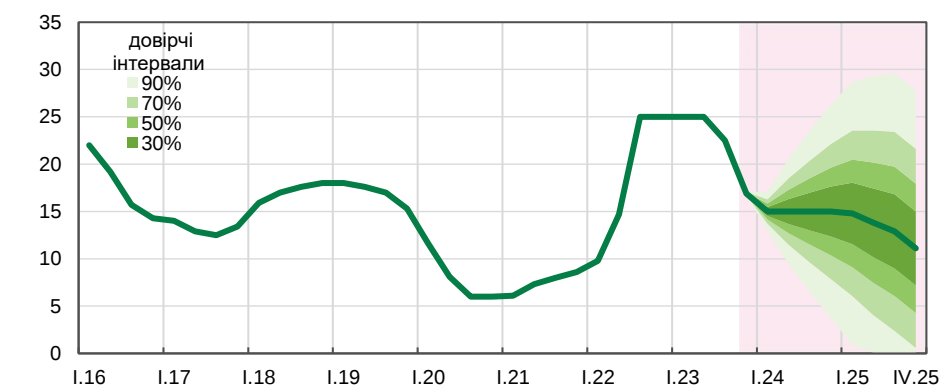
Ураховуючи це, у жовтні НБУ залишив незмінними ставки за своїми операціями з банками, зокрема за депозитними сертифікатами (ДС) овернайт – на рівні 16%, за тримісячними ДС – 20%, а за кредитами рефінансування – 22%. Водночас НБУ встановив облікову ставку на рівні 16%, зрівнявши її зі ставкою за ДС овернайт. У такий спосіб НБУ модернізував операційний дизайн монетарної політики за системою

“нижньої межі”. Ухвалені рішення, з одного боку, посилять сигнальну роль облікової ставки в умовах структурного профіциту ліквідності, а з іншого – сприятимуть підтриманню привабливості гривневих активів.

### **Прогноз НБУ передбачає обережне зниження облікової ставки в грудні, проте простір для подальшого пом'якшення процентної політики обмежений**

За відсутності ознак погіршення балансу ризиків, а також успішної адаптації учасників ринку до нового валютного режиму НБУ зможе знизити облікову ставку в грудні. Водночас очікувана траєкторія інфляції та плани щодо наступних кроків з валютної лібералізації обмежуватимуть простір для подальшого пом'якшення процентної політики. Зниження облікової ставки в 2024 році стане можливим лише в разі суттєвого зниження ризиків для курсової стійкості та інфляційної динаміки.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

### **Ключовим ризиком для інфляційної динаміки та економічного розвитку залишаються триваліший термін, непередбачувані характер та інтенсивність повномасштабної війни**

НБУ переглянув основне припущення щодо високих безпекових ризиків. Оновлений прогноз передбачає їх збереження щонайменше до кінця 2024 року. Це припущення узгоджується з переважною більшістю експертних прогнозів та результатами опитувань. Також воно відповідає припущенням, закладеним у проєкт бюджету на 2024 рік, що передбачає збереження значних видатків на підтримання обороноздатності впродовж року.

Високий рівень невизначеності щодо тривалості повномасштабної війни зберігається. Швидша перемога України посприє стрімкішому економічному зростанню та нівелює значну кількість інфляційних ризиків, пов'язаних із війною. Натомість триваліше, ніж очікується зараз, збереження безпекових ризиків може призвести до додаткових втрат потенціалу української економіки та сильнішого інфляційного тиску на прогнозованому горизонті.

Актуальними залишаються такі ризики:

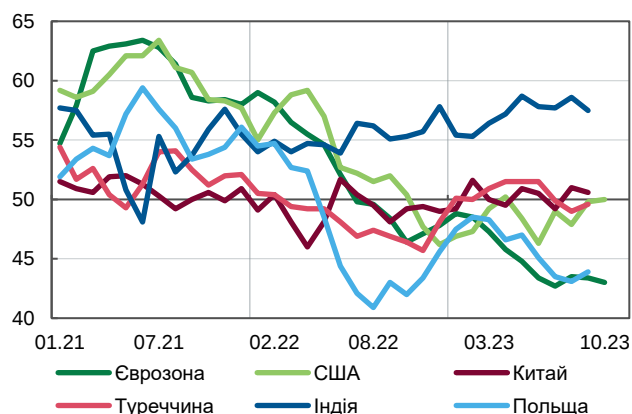
- зниження обсягів чи втрата ритмічності надходження міжнародної допомоги;
- виникнення додаткових бюджетних потреб (для підтримання обороноздатності, ліквідації наслідків терактів тощо) і значних квазіфіскальних дефіцитів, зокрема в енергетичній сфері;
- суттєві пошкодження портової та енергетичної інфраструктури, які обмежуватимуть експорт;
- негативні міграційні тенденції.

Натомість значному пришвидшенню економічного відновлення може посприяти реалізація масштабних проєктів відбудови України. Крім того, зростання економіки в найближчій перспективі може виявитися швидшим, ніж очікується, у разі суттєвішого нарощування потужності морських шляхів експорту.

## Частина 1. Зовнішнє середовище

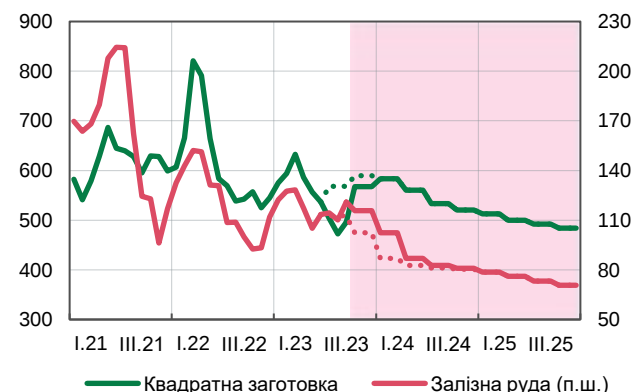
- Після періоду млявого зростання у 2023 році економічна активність країн–ОТП України пожвавиться, незважаючи на збереження жорстких фінансових умов. Цьому сприятимуть поступове зниження інфляції та стійкі ринки праці.
- Зовнішній інфляційний тиск поволі слабшатиме завдяки тенденції до зниження цін на енергоносії та продовольство в умовах стрімкішого нарощування пропозиції порівняно зі зростанням попиту.
- Світові фінансові умови ще довго залишатимуться жорсткими, а дохідності державних облігацій – високими через повільне приведення інфляції до цільових рівнів.

Графік 1.1. PMI обробної промисловості окремих країн



Джерело: S&P Global.

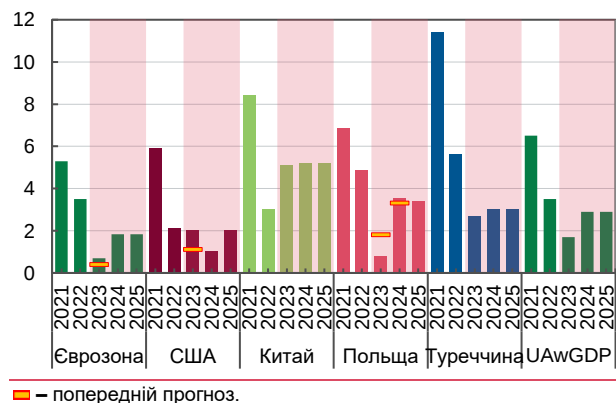
Графік 1.2. Світові ціни на сталь та залізну руду\*, дол./т



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

Джерело: Refinitiv, Delphica, прогноз НБУ.

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



— попередній прогноз.

Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

### Після суттєвого звуження у 2023 році економічна активність країн – ОТП надалі пожвавиться завдяки зниженню інфляції та стійким ринкам праці

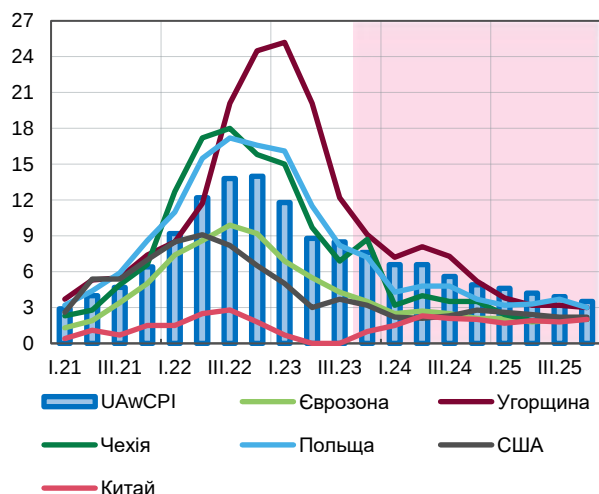
Зовнішній попит, виражений середньозваженим показником річних темпів економічного зростання країн–ОТП України (UAWGDP), залишався млявим. Зростання вартості запозичень, звуження глобальних [торговельних](#) потоків, вичерпання запасів та все ще висока інфляція стримували економічне зростання як розвинутих країн, так і країн ЕМ. І хоча виробництво споживчих товарів наприкінці III кварталу дещо пожвавилось, відповідно до випереджаючих індикаторів, промисловість дедалі знижувалася через скорочення виробництва інвестиційних товарів. Тривало сповільнення зростання й сектору послуг. [Нові експортні замовлення](#) знижувалися одними із найбільших темпів з часів світової фінансової кризи, а посилення геополітичної напруженості призвело до деглобалізації торговельних потоків унаслідок поглиблення фрагментації світу. Останнє може негативно позначитися на представленні українського експорту на традиційних ринках. За таких умов очікується, що світова [торгівля товарами](#) у 2023 році зросте лише на 0.8% р/р. У 2024 році завдяки підвищенню ділової впевненості, зменшенню логістичних проблем та поступовому відновленню споживчого попиту на товари довготривалого вжитку зростання світової торгівлі товарами становитиме 3.3% р/р.

Скорочення нових замовлень негативно позначалося на [випуску](#) в металургії та гірничодобувній промисловості у світі, що спричинило здешевлення сталі та залізної руди. Очікується, що пожвавлення окремих галузей Китаю в II півріччі 2023 року завдяки державній підтримці, а також сезонно слабша ділова активність країни на початку року підтримуватимуть вищі ціни на сталь та руду у короткостроковому періоді. Надалі сталь та руда поволі дешевшатимуть: пожвавлення економічної діяльності у всіх регіонах світу в умовах підвищеної конкуренції спонукатиме до прискореного нарощування пропозиції (насамперед, руди з країн Африки та Китаю), що з надлишком задовольнятиме попит ([темпи зростання](#) якого будуть близькими до рівня 2023 року).

Незважаючи на загальне послаблення економік країн–ОТП України, їхні ринки праці були сильними: рівні [безробіття](#) перебували на близьких до історично низьких показників, а заробітні плати зростали (хоча темпи сповільнювалися).

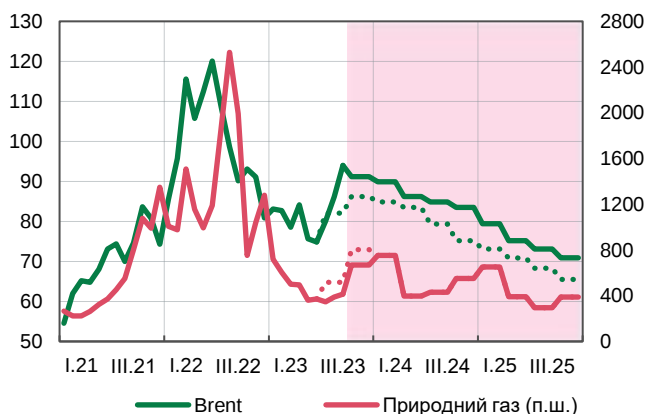
Очікується, що економіки країн Центральної Азії і Туреччини збережуть високі темпи зростання у 2023 році завдяки жвавій торгівлі та значним грошовим переказам

**Графік 1.4.** UAwCPI (середній за квартал) та споживча інфляція окремих країн – ОТП України на кінець періоду, %, р/р



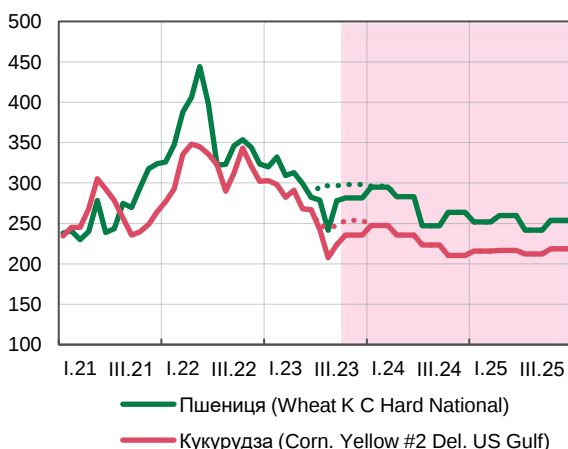
Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

**Графік 1.5.** Світові ціни на нафту марки Brent (дол./бар.) та ціни на природний газ на нідерландському ринку, TTF (дол./тис. м³)



Джерело: Світовий банк, Refinitiv, прогноз НБУ.

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



Джерело: Refinitiv, Світовий банк, прогноз НБУ.

із росії, компенсуючи слабші показники в країнах Європи. Водночас ефекти від високої інфляції, посилення фінансових умов та геополітичної напруженості стримуватимуть зростання економік країн–ОТП України щонайменше до середини 2024 року. Надалі їх зростання поживатиметься. Це зумовлюватиметься, передусім, зростанням споживчого попиту з огляду на стійкі ринки праці та послабленням інфляційного тиску. Додатковими чинниками стануть поживлення світової торгівлі та поступове пристосування до роботи в середовищі високих процентних ставок. В умовах очікуваного зниження безпекових ризиків в Україні, одночасне посилення зовнішнього попиту стане вагомим чинником прискорення економічного відновлення України.

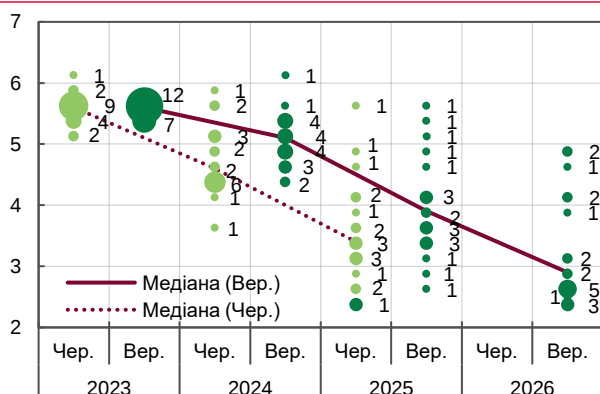
### Зовнішній інфляційний тиск поволі слабшатиме завдяки переважанню тенденції до зниження цін на енергоносії та продовольство

Інфляційний тиск з боку країн – ОТП України зменшувався за рахунок енергетичної та продовольчої складових. Однак базова інфляція залишалася високою через стійкий ринок праці, а поточні показники інфляції в багатьох країнах все ще перевищували цілі. Інфляція в країнах – партнерах знижуватиметься на прогнозованому горизонті завдяки загасанню наслідків минулих шоків цін на енергоносії та здешевленню продовольства завдяки високим урожаям. Утримання ставок провідними ЦБ довгий проміжок часу на високому рівні попри певне зниження їх окремими країнами ЄМ дедалі більше послаблюватиме базову інфляцію. Ціновий тиск визначатиметься передусім витратами на робочу силу. Проте середньострокові інфляційні очікування залишатимуться закореними.

Світові ціни на товари, насамперед енергоносії та зернові, надалі знижуватимуться під впливом випереджаючого нарощування пропозиції порівняно зі зростанням попиту. Так, за оцінками [Citigroup](#), через слабкість попиту надлишкова пропозиція нафти на кінець 2023 року становитиме близько 200 тис. бар./добу попри заходи зі скорочення пропозиції. У 2024 році пропозиція перевищить попит на 1.1 млн бар./добу завдяки збільшенню поставок нафти країнами поза межами ОПЕК+. Світові ціни на нафту переглянуті в бік підвищення через обмежувальну політику країн ОПЕК, що діятиме до кінця 2024 року (довше, ніж раніше очікувалося), жорсткіші заходи Саудівської Аравії щодо обсягів видобування, обмеження експорту росією та стійкіший попит США. Однак нарощування виробництва США, окремими країнами Латинської Америки та Африки сформує знижувальний тиск на ціни. Додатковим чинником буде продаж неконтрольованої нафти з п'яти країн: Ірану, Іраку, Лівії, Нігерії та Венесуели.

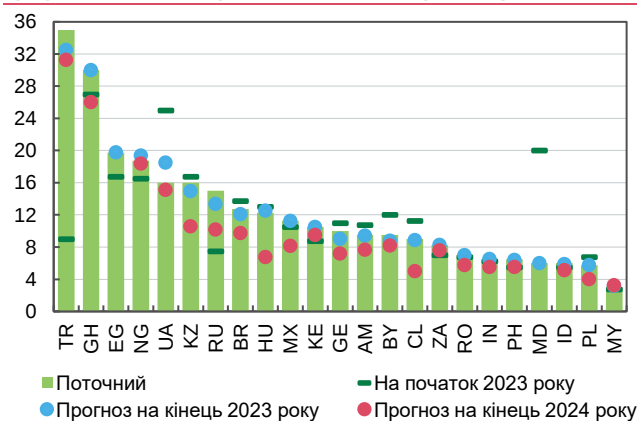
Ціни на природний газ на європейському ринку після сезонного зростання в опалювальний період поволі знижуватимуться. Цьому сприятимуть збільшення виробництва СПГ у США та [країнах Африки](#), подальша орієнтація постачань дешевшого російського газу до Китаю та Індії, що зменшуватиме попит на нього з боку цих країн на інших ринках, а також збалансованіше накопичення запасів у зв'язку з поставками СПГ.

**Графік 1.7.** Кількість учасників FOMC, що очікують відповідної ставки на кінець року за результатами засідань



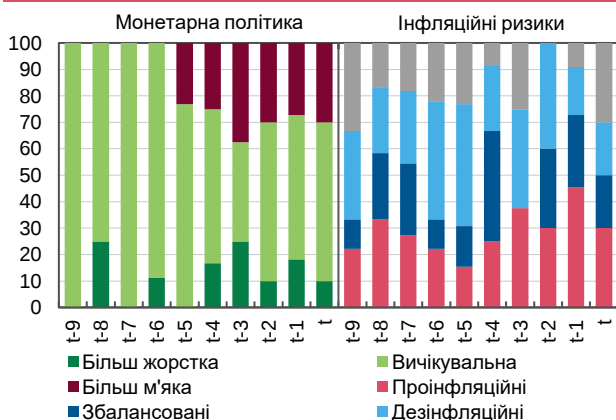
Джерело: ФРС.

**Графік 1.8.** Ключові процентні ставки в окремих країнах ЕМ, %



Джерело: офіційні сторінки центральних банків, Focus Economics, Oxford Economics, станом на 31.10.2023.

**Графік 1.9.** Баланс настроїв ЦБ країн ЕМ відповідно до прес-релізів щодо рішень з монетарної політики у 2023 році\*, % ЦБ



\* t – засідання Жовтень, t-1 – Вересень, t-2 – Серпень, t-3 – Липень, t-4 – Червень, t-5 – Травень, t-6 – Квітень, t-7 – Березень, t-8 – Лютий, t-9 – Січень.

Джерело: офіційні сторінки центральних банків.

Водночас через збільшення частки СПГ на європейському ринку, що посилить конкурентну боротьбу за нього з ринком Азії, волатильність цін на газ залишатиметься високою.

Світові ціни на пшеницю та кукурудзу після стрімкого падіння внаслідок перенасичення ринку дешевою російською пшеницею та рекордним врожаєм бразильської кукурудзи скоригуються вгору до кінця 2023 року. Так, пшениця дорожчатиме через зменшення світового виробництва, передусім за рахунок нижчих врожаїв у Австралії та Канаді, що переважить збільшення експорту росією. Додатково на тлі зростання споживання запаси скоротяться до найнижчого рівня з 2015/16 МР, за оцінкою [USDA](#). Кукурудза також тимчасово дорожчатиме попри зростання світового виробництва та нарощування запасів. Зростання цін зумовлюватиметься вичерпанням надлишкової пропозиції внаслідок значних розпродажів Бразилією свого поточного врожаю через відсутність достатніх можливостей для зберігання, а також погіршенням очікувань щодо врожаю в наступному МР (що позначиться на скороченні експорту вже на початку 2024 року). У наступні роки ціни на зернові знижуватимуться через стійке нарощування пропозиції та повільніше зростання попиту в умовах значних накопичених запасів.

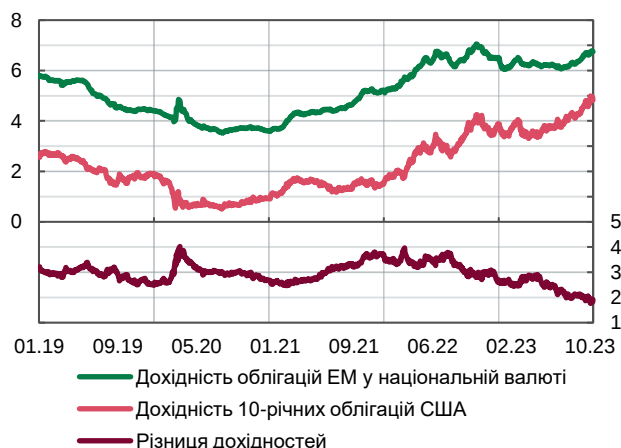
Завдяки світовій ціновій кон'юктурі та жорсткій монетарній політиці очікується наближення інфляції в більшості країн – ОТП України до цільових показників у 2025 році. Це призведе до зменшення зовнішнього інфляційного тиску з близько 10% на кінець 2023 року до 3.5% на кінець 2025 року (у доларовому вираженні).

**Світові фінансові умови залишатимуться жорсткими, а дохідність державних облігацій високою через повільне приведення інфляції до цільових рівнів**

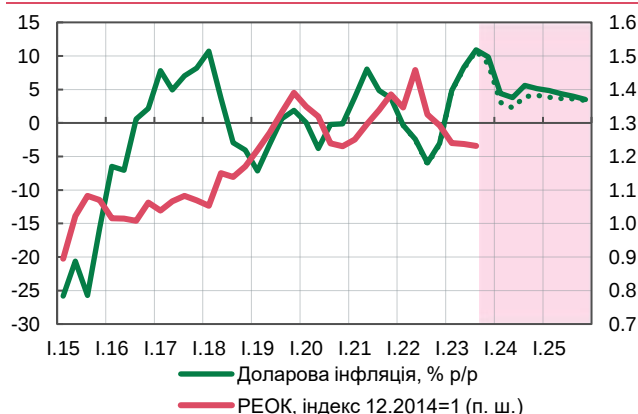
У світі тривала тенденція до пом'якшення монетарної політики, відповідно до [CFR's Global Monetary Policy Tracker](#). Однак це відбувалося доволі повільно та виключно завдяки країнам ЕМ, тоді як провідні ЦБ надалі підвищували ставки та утримуватимуть їх на високому рівні ще тривалий час. Потреба досягнення стійкого сповільнення базової інфляції, зниження короткострокових інфляційних очікувань та послаблення надлишкового ресурсного тиску на ринках праці та товарів обмежить можливості зниження ключових ставок ЦБ більшості країн із розвинутою економікою, передусім ЄС та США, щонайменше до середини 2024 року.

Так, медіана прогнозів ставок членів FOMC (відповідно до вересневого засідання) становили 5.6% на кінець 2023 року та 5.1% і 3.9% наприкінці 2024 і 2025 років відповідно. Медіанний прогноз ставок членів FOMC на наступні роки виявився вищим порівняно з попереднім, що відображає позицію тривалішого періоду утримання ставок на високих рівнях. Наслідком такої позиції ФРС на тлі краху за очікування макроекономічних даних стало стрімке зростання дохідностей казначейських облігацій та зміцнення долара США до кошика валют.

Зростання дохідностей у США відобразилося й на інших ринках, зокрема ризикових облігацій. У країнах ЕМ

**Графік 1.10.** Дохідність 10-річних державних облігацій США та країн ЕМ\* у національній валюті, %

\* ЕМ – 18 країн (включно з ЦСЄ).  
Джерело: Bloomberg.

**Графік 1.11.** Зовнішній інфляційний тиск (середньозважена інфляція в країнах – ОТП України в доларовому вираженні), % р/р, та РЕОК гривні, індекс, 12.2014 = 1

Джерело: МВФ, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

дохідність індексу суверенних облігацій перевищила дохідність акцій MSCI EM (зазвичай, навпаки, остання є вищою на 2-6 в.п.), що є ознакою стагнації. Раніше така динаміка спостерігалася в кризових 2008 і 2020 роках і до нормалізації ситуації призводило лише зниження дохідностей цінних паперів США. Наразі ж більшість чинників свідчить про потенційно вищий рівень довгострокових дохідностей у розвинених країнах. Це дедалі довше утримуватиме світові фінансові умови жорсткими (детальніше – у вставці "Низькі довгострокові дохідності: sic transit gloria mundi" на стор. 11).

Зміцнення долара США на світових ринках додатково тиснуло на облігації, деноміновані в національних валютах. За оцінками [Goldman Sachs](#), запас міцності, створений швидшим підвищенням ставок країнами ЕМ у попередні періоди, майже вичерпався. Інвестори втрачають інтерес до боргових зобов'язань країн ЕМ у національній валюті на тлі очікувань довшого збереження високих процентних ставок у США. Премія між внутрішніми облігаціями країн ЕМ та казначейськими облігаціями США з початку цього року звузилася майже в півтора раза – до менше 2 в.п. (найнижчого рівня з 2010 року). У результаті простір для подальшого зниження ставок у країнах ЕМ може виявитися вузьким, ніж очікувалося. Винятком залишається Туреччина, яка потребує додаткового посилення політики для боротьби з високою інфляцією.

Зростання дохідностей державних цінних паперів та зміцнення долара США спричинило вплив капіталу з активів із відносно вищим ступенем ризику та знецінення більшості валют країн – ОТП України. На тлі утримання фіксованого обмінного курсу гривні до долара США до початку жовтня цього року це призвело до зміцнення НЕОК гривні на кінець III кварталу, що майже повністю нівелювало його стрімке послаблення рік тому. Попри це, РЕОК гривні послабився унаслідок випереджаючого сповільнення зростання цін в Україні порівняно зі стійкішою інфляцією в торговельних партнерів. Очікується, що така динаміка спостерігатиметься до кінця 2023 року. У наступні роки стійкий дефіцит поточного рахунку платіжного балансу США та підвищення інтересу до ризикових активів завдяки поступовому розширенню спреду дохідностей тиснутиме в бік знецінення долара США та відповідно зміцнення більшості валют – країн ОТП України. На цьому тлі та з урахуванням усе ще високої премії за ризик РЕОК гривні послаблюватиметься. Це сприятиме поступовому поліпшенню зовнішньоторговельного балансу України. Однак, незважаючи на послаблення, РЕОК гривні все ще залишатиметься міцнішим за свій рівноважний рівень, що сприятиме дезінфляції.

## Вставка 1. Низькі довгострокові дохідності: sic transit gloria mundi<sup>3</sup>

Синхронне зростання довгострокових дохідностей суверенних облігацій у 2022 році після понад 30 років їх одночасного зниження як у розвинених країнах, так і в ЕМ, виявилось доволі стрімким і неочікуваним. Ще у 2019 році серед економістів переважав наратив, що дохідності ще довго залишатимуться низькими, а основні компоненти – очікувана реальна ставка, очікувана інфляція і премія за строковість – лише сприяли їх зниженню. Проте зараз усі чинники свідчать про висхідний тиск. У результаті фінансові умови для країн ЕМ дедалі жорсткішали та залишатимуться такими в середньостроковій перспективі. Для багатьох з них, передусім країн зі значним борговим навантаженням, посиляться ризики макрофінансової стабільності. Це потребуватиме обережних монетарної та фіскальної політик.

На тлі перспективи тривалого утримання провідними ЦБ ставок високими стрімке зростання довгострокових дохідностей пожвавило [дискусії](#) щодо їх подальшої динаміки. Протягом кількох попередніх десятиліть структурні (а у 2010-х роках і циклічні) чинники тиснули на компоненти дохідностей<sup>4</sup> переважно в бік зниження. Проте рекордна інфляція останнього року та згорання провідними ЦБ масштабних і тривалих монетарних стимулів на тлі геоекономічних змін зміщують точку тяжіння довгострокових дохідностей угору. Цьому є кілька причин.

**Графік 1. Дохідність 10-річних облігацій у національній валюті в окремих країнах – ОТП України, % на кінець періоду**



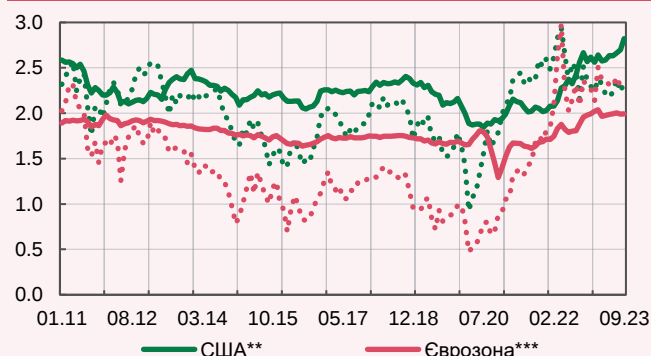
Джерело: Refinitiv.

**Вища очікувана інфляція.** За попередні 30-50 років більшість країн досягли значного прогресу в приборканні інфляції та стабілізації її на низьких рівнях. За оцінками [Світового банку](#), середня інфляція у світі уповільнилася з 16.6% у 1974 році до 2.6% у 2017 році, зокрема у ЕМ – з 17.3% до 3.5%. Цю тенденцію посилює здобуття багатьма ЦБ незалежності та запровадження ними з 1990-х років інфляційного таргетування, що також сприяло закоренню інфляційних очікувань ([Kose et al., 2019](#)). Тому, попри стрімке зростання цін у 2022 році, як ринкові індикатори, так і опитування свідчили про його [помірний вплив](#) на довгострокові очікування (детальніше – у вставці 1 в Інфляційному звіті за [липень 2022 року](#)). Однак поточний сплеск інфляції швидко нівелював у розвинених країнах попередній тренд на зниження очікуваних ринком темпів зростання цін. Тоді його зумовлювала нижча за ціль інфляція упродовж тривалого періоду після світової фінансової кризи.

Очікується, що після завершення періоду дезінфляції, ринкові інфляційні очікування і надалі перебуватимуть у

межах цілей ЦБ, але вище, ніж у 2017–2019 роках. Додатково в розвинених країнах на це впливатиме [перегляд стратегій](#) ЦБ, що покликаний зменшити схильність інфляції перебувати нижче цілі.

**Графік 2. 10-річні інфляційні очікування ринку\*, %**



\* Пунктиром позначено різницю дохідностей базових та індексованих на інфляцію облігацій (breakeven inflation), що включає премію за інфляційний ризик та меншу ліквідність.

\*\* Ціль ФРС – PCE (ціни на особисті споживчі витрати), а облігації індексовані на ІСЦ. Історично, останній [перевищує PCE](#) на 0.5 в.п.

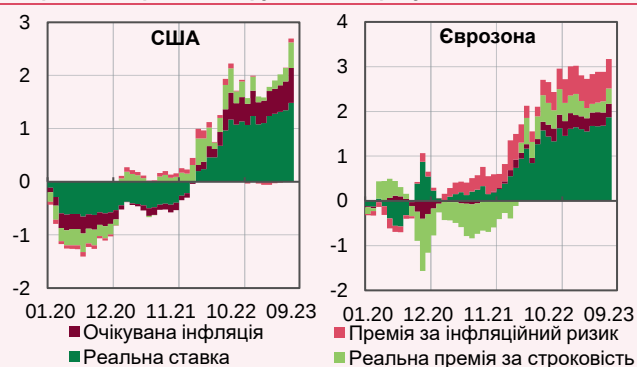
\*\*\* Пунктиром позначена різниця між облігаціями Німеччини.

Джерело: Bloomberg, [Kim et al. \(2019\)](#), [EUTERPE](#), розрахунки НБУ.

**Вірогідно вища реальна ставка.** Хоча [досвід випуску](#) облігацій з індексацією на інфляцію є коротшим відносно класичних облігацій у більшості країн, їх дохідності за період існування також поступово знижувалися. Основною причиною такої динаміки стало зменшення [нейтральної](#) ставки на тлі структурних змін у світовій економіці, насамперед старіння населення, інтеграції країн ЕМ, поглиблення нерівності та повільного зростання продуктивності. Проте, за оцінками експертів, саме очікувані протягом наступних 10 років реальні ставки (що збільшилися на 1–1.6 в.п. із середнього рівня 0–0.5% у 2010-х роках) мали найбільший внесок у підвищення номінальних дохідностей у 2022 році. За відсутності зламів структурних трендів поточне зростання реальних ставок може виявитися [тимчасовим](#) – зумовленим неочікуваною стійкістю економік до посилення монетарної політики. З іншого боку, приведення до цілі потенційно вищої і більш волатильної інфляції на тлі нових джерел невизначеності – [геоекономічної фрагментації](#) і [кліматичних змін](#) – може потребувати жорсткішої політики, а отже, і вищих реальних ставок. Додатковий тиск чинитиме фіскальний імпульс унаслідок фінансування [державних інвестицій](#).

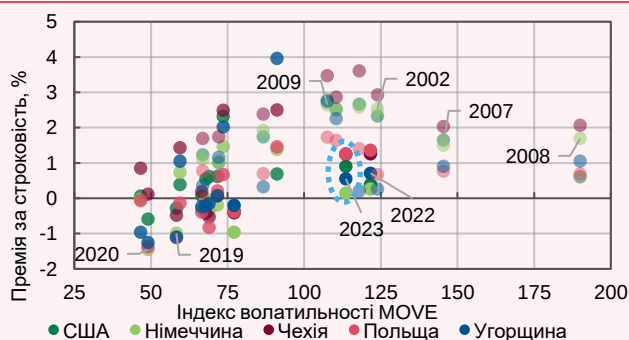
<sup>3</sup> Так минає мирська слава (лат.).

<sup>4</sup> У [літературі](#) дохідності прийнято розділяти на два основні неспостережувані компоненти. Ними є очікувана упродовж перебування облігації в обігу короткострокова ставка (номінальна і реальна) та премія за строковість (term premium). У разі наявності обох типів облігацій (звичайних та індексованих на інфляцію), очікувану інфляцію та інфляційний ризик можливо оцінити окремо як різницю ставок і премій, відповідно.

**Графік 3.** Внески компонентів у зміну 10-річних дохідностей США і Єврозони порівняно з груднем 2019 року, в.п.

Джерело: [Kim et al. \(2019\)](#), [EUTERPE](#), розрахунки НБУ.

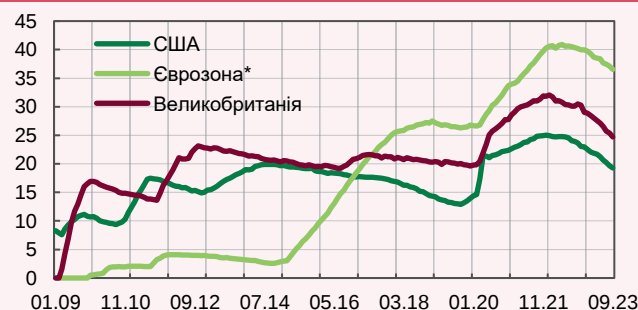
**Підвищення премії за строковість.** Важливим чинником зниження дохідностей у попередні періоди стало скорочення надбавки за придбання довгострокової облігації замість постійної пролонгації короткострокової. Цьому сприяли стабілізація глобального економічного середовища і поява нечутливих до цін облігацій покупців на ринку, зокрема ЦБ. Так, [Світовий банк](#) відзначав не лише зниження рівня інфляції, а й її волатильності, особливо у розвинених країнах, що зменшувало премію за строковість ([Wright, 2011](#)). Вагому роль відіграло впровадження прозорої монетарної політики, заснованої на чітких правилах. Завдяки цьому поліпшилася передбачуваність руху короткострокових ставок ([Blinder et al., 2008](#)), зокрема у 2010-х роках через поширення інструменту forward guidance ([Filardo and Hofmann, 2014](#)). Значення індексу волатильності MOVE у цей період були переважно меншими за історичне середнє. Натомість неочікувана стійкість інфляції у 2022 році та запізнена реакція на неї провідних ЦБ суттєво посилили невизначеність, що відобразилося на зростанні премії за строковість. Попри очікуване подальше вдосконалення підходів ЦБ до монетарної політики та комунікацій, збільшення частоти шоків пропозиції може утримувати підвищеною волатильність інфляції та ставок і надалі.

**Графік 4.** Індекс волатильності MOVE і премії за строковість<sup>5</sup> у окремих країнах – ОТП України за 2002 – 2023, на кінець року

Найпрозорішим відтинком позначено 2000-ні роки, менш прозорим – 2010-ті роки, непрозорим – з 2021 року  
Джерело: Bloomberg, розрахунки НБУ (для 2023 року – вересень).

Помітно вплинуло на премію за строковість у 2010-х роках панування ЦБ на ринку державних цінних паперів. До середини 2017 року програми QE поглинули майже 20%

пропозиції довгострокових державних цінних паперів. Це зумовило зниження премії за строковість у США та Єврозоні кумулятивно на близько 100 б.п. ([Bonis et al., 2017](#); [Eser et al., 2019](#)). Причому викуп активів у розвинених країнах мав вторинний ефект на малі відкриті економіки, зокрема ЕМ ([Kolasa and Wesolowski, 2018](#)). Нарощування викупу у 2020 році також могло утримувати премії за строковість на низькому рівні, попри стрімке зростання волатильності на фінансових ринках. Тому скорочення обсягів облігацій у власності ЦБ може мати зворотній ефект – підвищити премію за строковість. Наприклад, на відміну від США, де іноземні інвестори у 2022 році абсорбували близько 60% чистої пропозиції державних облігацій, перегляд ринком очікувань щодо зміни балансу ЄЦБ у бік швидшого скорочення додав до премії 40 б.п. у січні 2023 порівняно з вереснем 2021 року.

**Графік 5.** Облігації у власності ЦБ, % капіталізації ринку державних облігацій

\* Без урахування цінних паперів наднаціональних органів.

Джерело: FRB of St. Louis, ЄЦБ, ONS, Bloomberg, розрахунки НБУ.

Додатковий попит у сегменті довгострокових облігацій після світової фінансової кризи генерували й інвестори, метою яких було хеджування відповідних за терміном зобов'язань, зокрема страхові компанії і пенсійні фонди ([Domanski et al., 2017](#)). У середовищі високих ставок цей інтерес може як продовжитися, так і припинитися через нижчі потреби в хеджуванні. Останнє створюватиме додатковий висхідний тиск на премію за строковість.

**Доволі тривале посилення фінансових умов для країн ЕМ вимагатиме виважених заходів політики.** Наразі більшість чинників свідчить про потенційно вищий рівень довгострокових дохідностей у розвинених країнах. Із цим погоджуються й аналітики, опитані Consensus Economics, адже прогноз рівня 10-річних ставок через 3 роки був переглянутий у США з 2.7% у жовтні 2019 року до 3.6% цього жовтня, а в Німеччині – з 0.3% до 2.5%. Ураховуючи взаємозв'язок між дохідностями розвинених країн і ЕМ (у тому числі через премії за строковість), що зберігався незалежно від режиму обмінного курсу ([Obstfeld, 2015](#)), фінансові умови для країн ЕМ протягом наступних років посилюватимуться. Для багатьох із них, передусім країн зі значним борговим навантаженням, це призведе до зростання ризиків макрофінансової стабільності. Тому для зменшення вразливості потрібні виважені заходи монетарної та фінансової політики, а також структурні реформи.

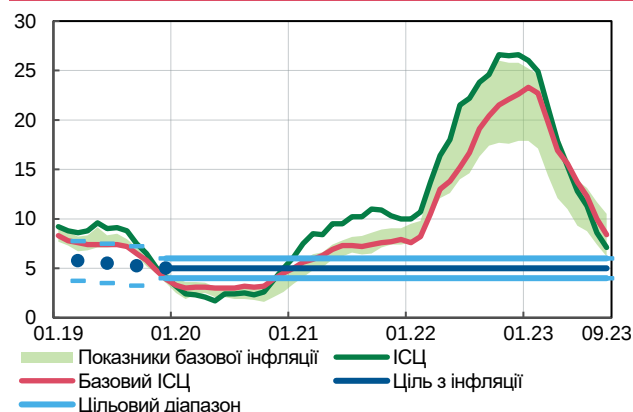
<sup>5</sup> Зважаючи на те, що обидва компоненти є неспостережуваними, їх оцінку було проведено за методологією [Adrian, Crump, and Moench \(ACM, 2013\)](#) із удосконаленнями, описаними у [Halberstadt \(2021\)](#) та [Speck \(2023\)](#). Для оцінки використовувалися криві безкупонної дохідності держоблігацій у нац. валютах на кінець місяця: значення, розраховані Bloomberg, були інтерпольовані за допомогою моделі [Svensson \(1994\)](#).

## Частина 2. Економіка України

### 2.1. Інфляційний розвиток

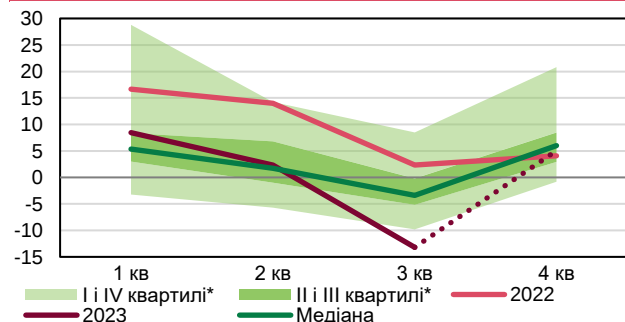
- Споживча інфляція стрімко знижувалася завдяки більшій пропозиції продуктів харчування внаслідок надсприятливих погодних умов. Вплив більших врожаїв на ціни зберігатиметься в короткостроковому періоді та позначатиметься не лише на цінах на сири продукти харчування, а й на частині базової інфляції.
- Наприкінці цього року інфляція сповільниться до 5.8%, але у 2024 році помірно пришвидшиться через низьку базу порівняння, подальший тиск з боку витрат бізнесу та зростаючого споживчого попиту, вищі темпи корегування адміністративно-регульованих цін.
- Зниження безпекових ризиків, послаблення світового інфляційного тиску та послідовні заходи монетарної політики Національного банку сприятимуть сповільненню інфляції до рівня близько 6% у 2025 році.

**Графік 2.1.1.** Споживча інфляція та оцінки основного інфляційного тренду\*, % р/р



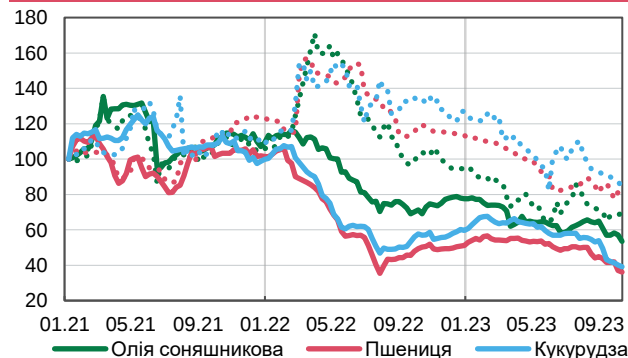
\* Детальніше – в "Інфляційному звіті" за січень 2017 року (стор. 20–21).  
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.1.2.** Зміна цін на сири продукти харчування у 1997–2023 роках, % кв/кв



\* Набір даних за 1997–2022 роки для кожного кварталу поділено на чотири діапазони (їх межами є квартали), кожен з яких містить 25% точок даних від найменшого до найбільшого. Дані за жовтень – грудень 2023 року – оцінки НБУ.  
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.1.3.** Ціни на основні с/г товари в Україні та на зовнішніх ринках\* у доларовому еквіваленті, 01.2021 = 100



\* Суцільні лінії – ціни на с/г в Україні на умовах EXW, пунктирні лінії – ціни на зовнішніх ринках на умовах FOB.

Джерело: АПК-інформ, розрахунки НБУ.

#### Інфляція швидко знижувалася через рекордно сприятливі погодні умови, вплив яких триватиме на короткостроковому горизонті

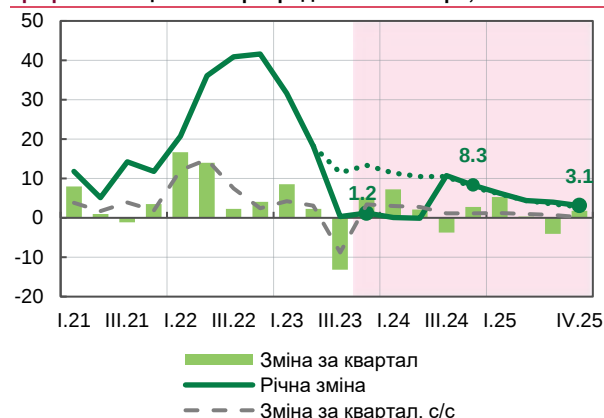
У III кварталі 2023 року споживча інфляція надалі стрімко знижувалася (до 7.1% р/р у вересні). Фактичні темпи зростання цін були суттєво нижчими за липневий прогноз НБУ. Швидше сповільнення інфляції зумовлювалося насамперед більшою пропозицією продовольчих товарів нового врожаю, зокрема овочів та фруктів, зернових та олійних. Інфляцію також стримували ефекти від фіксації окремих тарифів на житлово-комунальні послуги та поліпшення курсових та інфляційних очікувань на тлі стійкості валютного ринку, у тому числі завдяки заходам НБУ. Водночас попри зниження тиску з боку продовольчої сировини, витрати бізнесу, пов'язані з війною, залишаються значними. Надалі зростає й вартість енергоносіїв та трудових ресурсів для підприємств.

Пропозиція овочів та деяких фруктів стрімко збільшилася у III кварталі 2023 року, що пояснюється надзвичайно сприятливими погодними умовами та нарощуванням обсягів виробництва в окремих регіонах. Це не лише повністю компенсувало наслідки для овочівництва від руйнування Каховської ГЕС, а й зумовило рекордне зниження цін на овочі, навіть з урахуванням сезонності. У річному вимірі також подешевшали деякі фрукти, зокрема кавуни.

Пропозиція інших видів с/г продукції, зокрема зернових та олійних, також перевищила очікування. Це зумовлено не лише вищими за торішні врожаїми, а й подальшими логістичними та торговельними складнощами для експорту агропродукції (детальніше – в розділі "Платіжний баланс" на стор. 26). Останнє разом зі зниженням світових цін на продовольство зумовило зниження внутрішніх цін на с/г продукцію в Україні, а отже й на продовольчу сировину та корми, що використовуються в інших ланцюгах виробництва. Це підтверджують і результати [опитувань щодо ділових очікувань підприємств](#) у III кварталі 2023 року. Зокрема послабився вплив на формування очікувань щодо цін на їхні товари та послуги чинника "ціни на сировину та матеріали".

Дешевшали також крупи та борошно. Поглибилося падіння цін на соняшникову олію. Це, зі свого боку, сповільнило зростання цін на продукти переробки олії. Повільніше дорожчали молочні продукти, хліб та борошняні вироби.

Графік 2.1.4. Ціни на сирі продовольчі товари, %



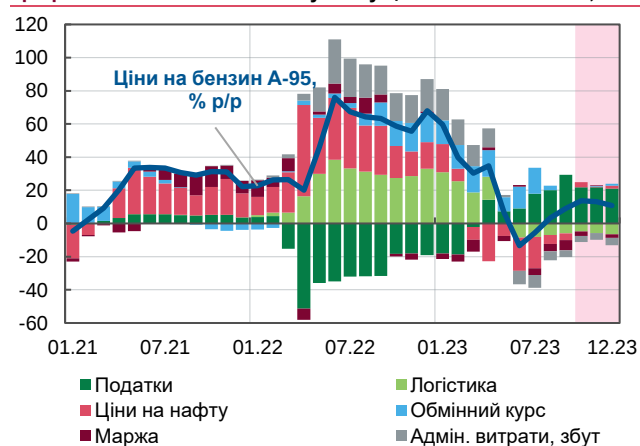
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.5. Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.6. Внески чинників у зміну ціни на бензин А-95\*, в. п.



\* Жовтень – грудень 2023 року – оцінки НБУ.

Джерело: ДССУ, minfin.com.ua, розрахунки НБУ.

Темпи подорожчання яєць знизилися, однак залишалися високими через збільшення їх експорту. Сповільнилося зростання цін на м'ясо, хоча його вартість також залишалася високою під впливом обмеженої пропозиції. У результаті індекс цін на сирі продукти харчування практично повернувся на рівень минулого року (зростання становило лише 0.3% р/р у вересні). Також сповільнилося подорожчання оброблених продуктів харчування (до 10.6% р/р) та послуг харчування поза домом (до 16.9% р/р).

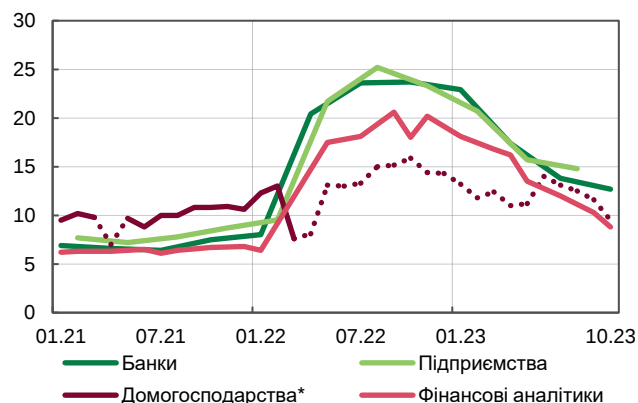
Продовольча інфляція залишатиметься низькою протягом наступних кількох місяців під впливом чинників пропозиції. У річному вимірі з другого півріччя 2024 року вона пришвидшиться через низьку базу порівняння та дещо нижчі врожаї, ураховуючи низьку ймовірність повторення надсприятливих погодних умов. Однак за відсутності суттєвих шоків пропозиції у 2025 році продовольча інфляція сповільниться до 3%. Цьому сприятимуть нарощування виробництва, зокрема на деокупованих територіях та розмінованих прифронтових площах, а також стабільні світові ціни на продовольство. Незначне подорожчання продуктів харчування зумовлюватиметься переважно збільшенням попиту унаслідок зростання доходів населення та повернення вимушених мігрантів.

**Мораторій на підвищення тарифів на окремі ЖКП далі стримуватиме інфляцію, проте посилення тиску з боку витрат бізнесу на енергію та паливе буде вагомим проінфляційним чинником**

Річні темпи зростання адміністративно регульованих цін знизилися до 11.3% у вересні. Важливим чинником стримування як загальної інфляції, так і її адміністративної складової залишається мораторій на підвищення тарифів на окремі ЖКП, зокрема газ, гарячу воду та опалення. Через зменшення тиску з боку виробничих витрат, стриманий попит, збереження курсової стійкості сповільнилося зростання вартості ліків та хліба. Повільніше дорожчали алкогольні напої, що крім зазначених чинників відображало, ймовірно, тиск з боку тіньової пропозиції.

На прогнозованому горизонті адміністративна інфляція поступово зростатиме. Вона визначатиметься насамперед подальшим подорожчанням тютюнової продукції внаслідок підвищення акцизів та тарифів на окремі ЖКП. Водночас її стримуватиме дія мораторію на підвищення тарифів на газ, гарячу воду та теплопостачання, який згідно з припущеннями цього прогнозу буде скасовано лише у 2025 році. Останнє призведе до пришвидшення адміністративної інфляції до 19% наприкінці прогнозованого періоду. Попри нагальну потребу усунення дисбалансів в енергетичному секторі, очікується, що подальші урядові рішення щодо приведення тарифів на ЖКП до ринкових рівнів враховуватимуть високу соціальну значущість тарифів. Тому очікується, що їх підвищення буде поетапним та супроводжуватиметься розширенням підтримки населення субсидіями.

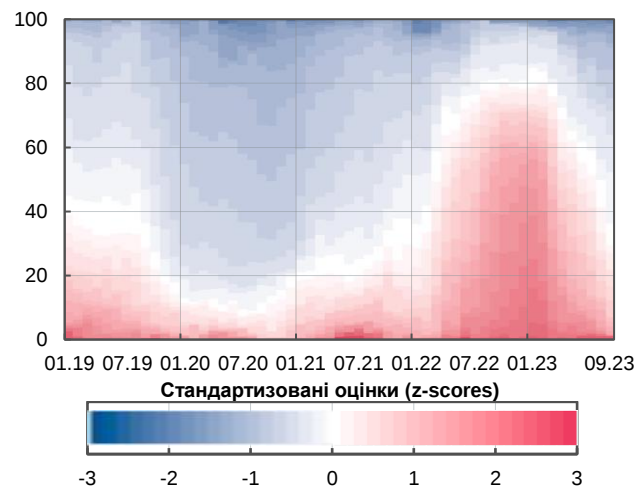
Графік 2.1.7. Інфляційні очікування на наступні 12 місяців\*, %



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

Джерело: НБУ, Info Sapiens.

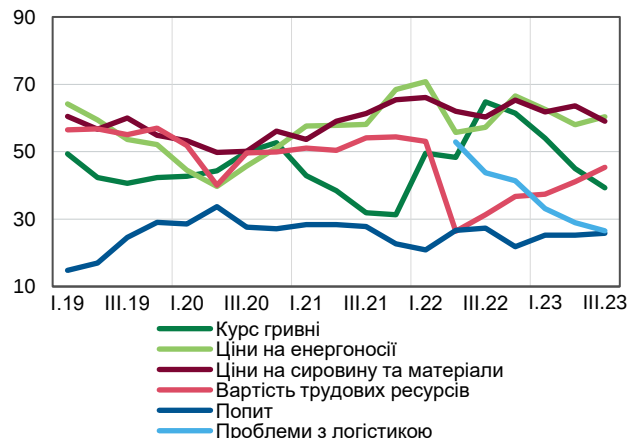
Графік 2.1.8. Теплова карта ІСЦ\*, %



\* Теплова карта відображає ваговий розподіл індивідуальних компонентів ІСЦ за темпами зростання. Кольори на тепловій карті надають інформацію про те, чи перебуває інфляція окремого компоненту вище середнього за 2019-2023 роки (червоний) або нижче (синій), насиченість кольорів позначає ступінь такої події, виміряну в стандартних відхиленнях, а розмір клітинок – про розподіл значень між показниками.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.9. Найвпливовіші чинники формування очікувань підприємств щодо зміни цін на їхні товари та послуги, % респондентів



Джерело: НБУ.

Незважаючи на стійкість енергетичного сектору, ситуація в енергетиці залишається складною. Обмежена пропозиція електроенергії внутрішнього виробництва на тлі ремонтів енергетичних об'єктів та підвищення максимальних цін на спотових ринках зумовила зростання вартості електроенергії для не побутових споживачів<sup>6</sup>. Хоча це не має прямого впливу на споживчу інфляцію, подорожчання електроенергії відобразиться в ІСЦ через вторинні ефекти – збільшення собівартості виробництва. Зокрема, згідно з опитуваннями, підприємства підвищили оцінки впливу чинників "цін на енергоносії" та "вартість трудових ресурсів".

Очікувано відновилося зростання цін на пальне (на 6.2% р/р у вересні) передусім унаслідок повернення повного оподаткування (за оцінками НБУ, це мало приблизно 0.7 в. п. прямого внеску в зміну ІСЦ у 2023 році), а також зростання світових цін на нафту. Попри це у III кварталі ще зберігався вплив низьких цін на пальне в попередні місяці на транспортні послуги – зростання їх вартості і надалі сповільнювалося. У короткостроковому періоді зростання цін на пальне пришвидшиться, що чинитиме також непрямий проінфляційний вплив на вартість інших товарів та послуг. З наступного року ціни на пальне стабілізуються завдяки поступовому зниженню світових цін на нафту.

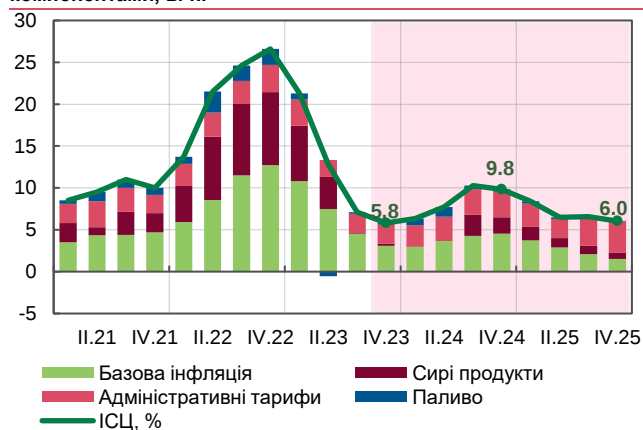
**Високі безпекові ризики та структурні зміни в економіці підживлюватимуть фундаментальний інфляційний тиск у 2024 році. Проте базова інфляція повернеться до зниження у 2025 році**

Зростання базового ІСЦ сповільнилося до 8.4% р/р у вересні 2023 року. Тривало поступове звуження діапазону оцінок основного інфляційного тиску (графік 2.1.1). Цьому сприяло передусім поліпшення інфляційних та курсових очікувань. Крайні очікування відображали зниження фактичної інфляції та тиску з боку виробничих витрат, а також стійку ситуацію на валютному ринку, у тому числі завдяки вжитим НБУ заходам. Крім того, вагомим чинником було незмінність чи навіть зниження цін на окремі товари, що є орієнтирами інфляції для населення (низка продуктів харчування, одяг та взуття, тарифи на газ та опалення).

Стійка ситуація на валютному ринку та поліпшення очікувань сприяли повільнішому порівняно з попереднім кварталом зростанню цін на товари особистого догляду, іграшки, меблі, побутову техніку, товари для дому, автомобілі, імпортовані продукти харчування, і навіть зниженню в річному вимірі цін на електроніку, одяг та взуття. Ці самі чинники на тлі ефектів високої бази порівняння гальмували подорожчання медичних, ветеринарних та телекомунікаційних послуг, оренди, ремонту, обслуговування автомобілів.

Водночас інфляція послуг виявилася стійкою. З одного

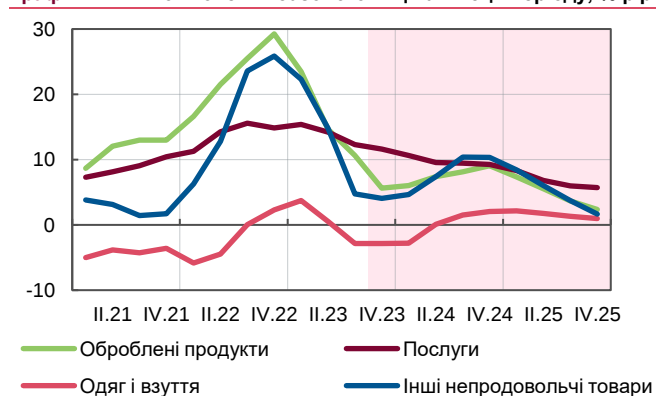
<sup>6</sup> У III кварталі 2023 темпи зростання цін на е/е на [Українській енергетичній біржі](#) пришвидшилися до 59.4% р/р (з 53.0% р/р у II кварталі), а на [спотових ринках](#) "на добу наперед" – до 28.1% р/р (з 26.8% р/р у II кварталі) та внутрішньодобовому – до 40.6% р/р (з 18.7% р/р у II кварталі). Зростання вартості у тому числі відображало залучення дорожчої імпортованої е/е під час пікового споживання у серпні.

**Графік 2.1.10. Внески в річну зміну ІСЦ на кінець періоду за компонентами, в. п.**

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.1.11. Базовий ІСЦ, %**

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.1.12. Компоненти базового ІСЦ на кінець періоду, % р/р**

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

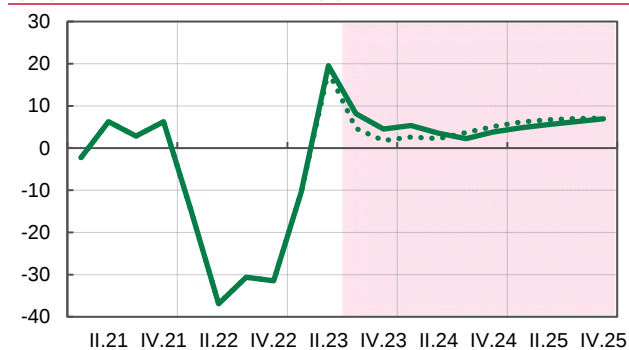
боку, її підживлювали тимчасові чинники. Рекордно тепла погода у вересні підтримала попит на подорожі та розваги, що пришвидшило їх подорожчання. Проте були й більш системні причини інфляції послуг. Підвищений попит також зумовив пришвидшення зростання вартості освіти. Крім того, посилювався тиск з боку витрат бізнесу на трудові ресурси, про що зокрема свідчило зростання важливості чинника "вартість трудових ресурсів" у формуванні цін підприємствами (детальніше – в розділі "Ринок праці" на стор. 21). Також суттєво впливали на загальну інфляцію й чинники, пов'язані з високими безпековими ризиками. Так, у прифронтових областях ціни все ще зростали швидше порівняно з іншими регіонами.

У поточному році інфляція знизиться до 5.8% р/р, а базова – до 5.7% р/р насамперед через ефекти вищих врожаїв. Після поступового вичерпання цих ефектів, а також посилення тиску з боку витрат бізнесу на трудові ресурси та енергоносії пришвидшить інфляцію до 9.8% у 2024 році. Ці ж чинники визначатимуть і посилення фундаментального інфляційного тиску. Інфляція повернеться на низхідну траєкторію у 2025 році. Цьому сприятимуть зменшення безпекових ризиків, налагодження оптимальної логістики та виробництва, а також заходи монетарної політики НБУ. Додатковим чинником стане послаблення зовнішнього інфляційного тиску, що стримуватиме імпортовану інфляцію. Натомість підтримуватимуть помірний інфляційний тиск у післявоєнний період структурні перекося на ринку праці та посилення попиту. Так, пришвидшення економічного відновлення, збільшення доходів населення, повернення населення до місць проживання та необхідність відновлення житла зумовлять збільшення попиту на товари довготривалого користування, а послаблення обмежень на пересування – на послуги відпочинку, туризму, харчування поза домом тощо. Проінфляційний вплив матиме також зростання адміністративних тарифів.

## 2.2. Попит і випуск

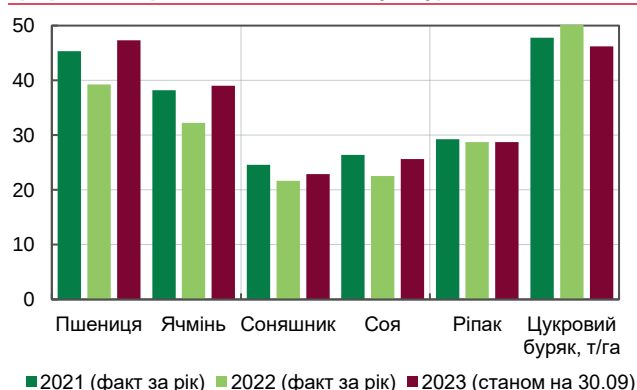
- Прогноз зростання реального ВВП на 2023 рік поліпшено до 4.9%. Основні чинники: вища адаптивність бізнесу та населення до воєнних умов, рекордна врожайність, швидше розширення альтернативних шляхів експортних поставок, а також суттєвіші обсяги бюджетної підтримки.
- Висока адаптивність бізнесу та споживачів до умов війни, а також збереження м'якої фіскальної політики підтримають економічне зростання в наступному році. Проте довша тривалість високих безпекових ризиків обмежуватиме відновлення економіки.
- У 2025 році зростання економіки пришвидшиться завдяки зниженню безпекових ризиків, поліпшенню ділових та споживчих настроїв, упровадженню євроінтеграційних реформ. Однак від'ємний розрив ВВП зберігатиметься через послаблення конкурентоздатності та структурні зміни під час війни.

Графік 2.2.1. Реальний ВВП, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.2. Урожайність основних культур, ц/га



Джерело: ДССУ, Мінагрополітики.

Графік 2.2.3. Припущення щодо дефіциту потужностей е/е, %



Джерело: оцінки НБУ.

<sup>7</sup> Припущення щодо врожаю зернових та зернобобових у 2023 році підвищено до 56.9 млн т (46.8 млн т в Інфляційному звіті за липень 2023 року). У 2024 році очікується врожай на рівні 48.5 млн т та у 2025 році – 49.2 млн т (48.9 млн т та 51.8 млн т відповідно в Інфляційному звіті за липень 2023 року).

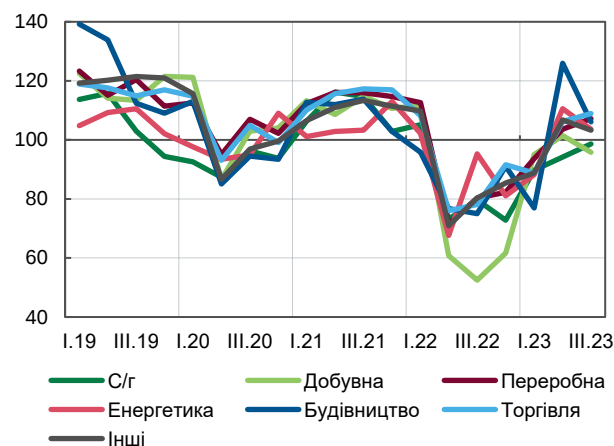
<sup>8</sup> Станом на кінець вересня зібрано 7 млн га зернових і зернобобових (64% від засіяних площ) та 4.5 млн га олійних (54% від засіяних площ) порівняно із 61% та 30% відповідно торік.

<sup>9</sup> Показник ІДО, вищий за 100%, означає, що частка підприємств, які очікують поліпшення ситуації в наступні 12 місяців, перевищує частку, тих, хто очікує її погіршення. На історії таке перевищення переважно свідчило про активізацію економічної діяльності.

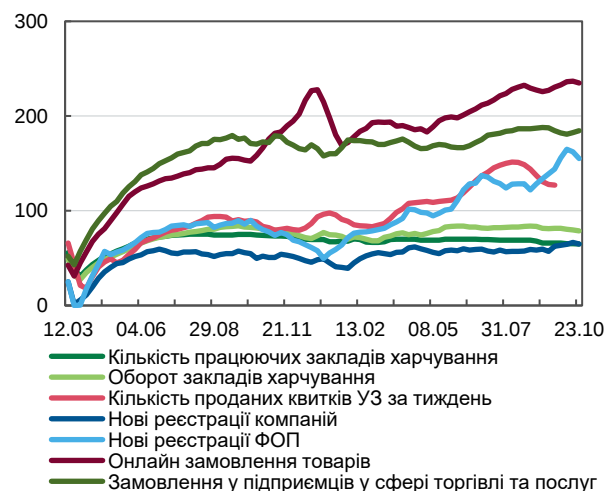
### Економіка відновлюється швидше, ніж очікувалося, завдяки високій адаптивності бізнесу та населення до воєнних умов, а також вищим урожаям

НБУ поліпшив оцінку зростання реального ВВП у III кварталі 2023 року до 8.2% р/р. Вагомим чинником кращої динаміки стали вищі, ніж торік, врожаї основних культур завдяки надсприятливим погодним умовам. Так, врожайність ранніх зернових не лише перевищила минулий, а й рекордний 2021 рік, тоді як засіяні площі за більшістю культур залишилися майже на рівні попереднього року. У результаті оцінки врожаю поліпшено як на 2023 рік, так і на наступні роки<sup>7</sup>. Прямий додатний внесок вищих врожаїв у ВВП поточного року оцінено у 1.3 в.п. Завдяки сприятливій погоді врожай збирався швидшими темпами, ніж торік,<sup>8</sup> що зумовило високі темпи зростання сільського господарства у III кварталі. В умовах обмежених експортних можливостей надлишок с/г сировини зумовив збільшення завантаженості підприємств харчової промисловості. Додатковий ефект мало нарощування виробництва овочів низкою південних та центральних регіонів. Це разом зі сприятливою погодою компенсувало негативний вплив руйнування Каховської ГЕС на діяльність підприємств сільського господарства.

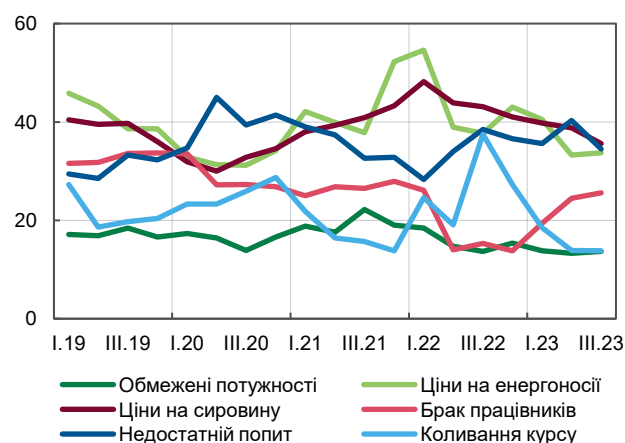
Швидшому економічному зростанню і надалі сприяла висока адаптивність бізнесу до воєнних умов, про що свідчили позитивні очікування підприємств на наступні 12 місяців – індекс ділових очікувань (ІДО) другий квартал поспіль перевищував 100%<sup>9</sup>. Надалі зростала кількість зареєстрованих ФОП, збільшувалася заповнюваність ТРЦ, зростав ринок оренди торговельних площ та внутрішній туризм, що позначилося на подальшому відновленні у сфері послуг та пасажирських перевезень. Вагомим чинником, що підтримував економічну активність бізнесу та населення, стала стійка ситуація в енергетиці. Хоча влітку знову виник дефіцит власних потужностей з виробництва е/е на тлі планових ремонтів та спекотної погоди, він виявився меншим, ніж припускалося в попередніх прогнозах НБУ. До того ж

**Графік 2.2.4. ІДО за видами діяльності, %**

Джерело: НБУ.

**Графік 2.2.5. Високочастотні індикатори економічної активності у секторах послуг, % до рівня, що передував повномасштабному вторгненню (ковзна середня за 4 тижні)**

Джерело: Opendatabot, Poster, розрахунки НБУ.

**Графік 2.2.6. Оцінка факторів, які стримуватимуть нарощування виробництва у наступні 12 місяців, % відповідей**

Джерело: НБУ.

дефіцит потужностей не супроводжувався відключеннями е/е завдяки налагодженню її імпорту.

Водночас економічну активність і надалі стримували високі безпекові ризики та обмежена експортна логістика. Так, через регулярні обстріли портів Дунаю, зупинення роботи "зернового коридору" та збереження обмежень на імпорт української с/г продукції окремими країнами ЄС, фізичні обсяги експорту і надалі скорочувалися значними темпами в річному вимірі. Крім того, зі звуженням вітчизняних виробничих потужностей унаслідок руйнувань і пошкоджень в умовах значних потреб на оборону та безпеку, відновлення споживчого та інвестиційного попиту значною мірою задовольняється імпортом. У результаті внесок чистого експорту в зростання реального ВВП у III кварталі 2023 року, за оцінками, став від'ємним та збережеться таким до кінця року.

### **Вагомий внесок у зростання реального ВВП за підсумками 2023 року матиме ультратрам'яка фіскальна політика**

Значні бюджетні витрати на оплату праці, грошове забезпечення військовослужбовців та соціальний захист підживлювали споживчий попит. Разом із поліпшенням ситуації на ринку праці (детальніше – в розділі "Ринок праці та доходи домогосподарств" на стор. 21) та очікувань населення це сприяло збільшенню приватного споживання. За підсумками року воно зростає на 3.8% та матиме основний внесок у зростання реального ВВП, незважаючи на меншу кількість споживачів порівняно з періодом до повномасштабного вторгнення та все ще стримані темпи зростання трудових доходів у приватному секторі.

Високі бюджетні витрати на безпеку і оборону та інші бюджетні замовлення підтримували відновлення у машинобудуванні та металургії. Капітальні видатки бюджету, реалізація проєктів відновлення, а також приватні інвестиції в розбудову логістичної інфраструктури зумовлювали зростання обсягів будівельних робіт, а також стимулювали виробництво будматеріалів. Перевезення будівельних матеріалів та сільськогосподарських вантажів, зі свого боку, підтримували сектор транспорту. Приватні інвестиції, підтримувані кращими, ніж торік, фінансовими результатами підприємств<sup>10</sup> та очікувань, спрямовуються переважно в розширення західних шляхів постачань, а також налагодження альтернативних маршрутів, у харчову переробку та інфраструктуру для зберігання с/г продукції. Крім того, інвестиції спрямовуються у видобувну промисловість, зокрема в газовидобування. Очікується, що цьогоріч інвестиції зростуть на 9%.

Вплив значних бюджетних видатків на економічну активність до кінця року дещо посилиться з огляду на розширення дефіциту бюджету наприкінці 2023 року (детальніше – в розділі "Фіскальний сектор" на стор. 24).

<sup>10</sup> За даними ДССУ, у першому півріччі 2023 року прибутки підприємств зросли на 59.5% р/р, а збитки знизилися на 54.1% р/р, зокрема, зростала прибутковість підприємств промисловості, торгівлі, транспорту та фінансово-страхової діяльності.

Графік 2.2.7. Окремі індикатори споживчого попиту

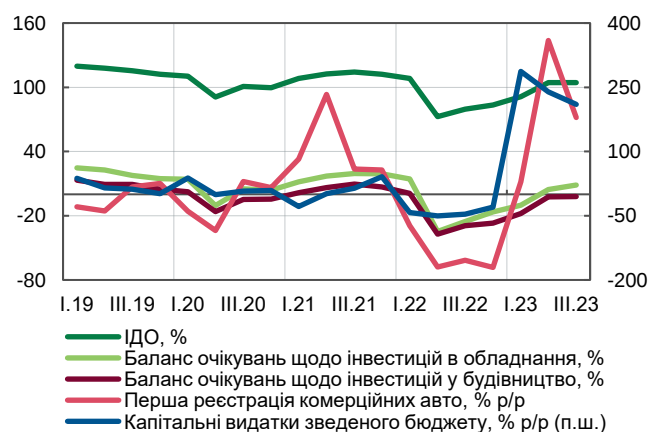


\* Нові та вживані, без урахування розмитнення авто на іноземній реєстрації, ввезених із порушенням митного режиму.

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

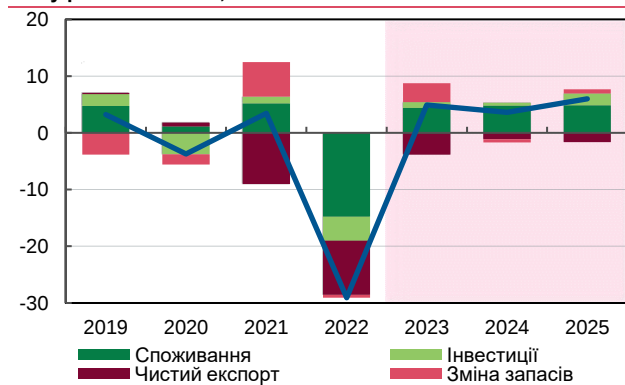
Джерело: Info Sapiens, Укравтопром.

Графік 2.2.8. Окремі індикатори інвестиційного попиту



Джерело: ДССУ, ДКСУ, НБУ, Укравтопром.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Однак основний ефект від вищого, ніж очікувалося раніше, фінансового імпульсу зі значною вірогідністю відобразиться вже на початку 2024 року. Як і раніше, у IV кварталі 2023 року та I кварталі 2024 року очікується незначний дефіцит е/е. Водночас із урахуванням налагодження імпортованих поставок електроенергії його ефект на економічну діяльність буде незначним. Ураховуючи ці чинники, а також дещо кращі результати II кварталу (зростання реального ВВП становило 19.5% р/р) прогноз реального ВВП у 2023 році підвищено з 2.9% до 4.9%.

### Прогноз економічного зростання на 2024 та 2025 роки майже не змінився, незважаючи на припущення щодо довшої тривалості безпекових ризиків

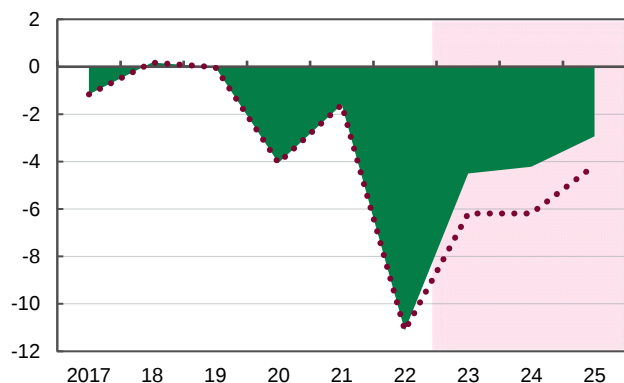
Збереження високих безпекових ризиків протягом усього 2024 року послаблюватиме інвестиції та споживчі настрої, стримуватиме повернення мігрантів з-за кордону. Обмежений доступ до морської логістики та пов'язані з цим додаткові затрати бізнесу погіршуватимуть конкурентоздатність експортоорієнтованих видів економічної діяльності. Ураховуючи це, а також очікувані менші врожаї (через припущення про повернення погодних умов до середніх кліматичних норм) експорт відновлюватиметься повільно. Водночас через значні обсяги імпорту, насамперед для потреб оборони та безпеки, зберігатиметься від'ємний внесок чистого експорту у ВВП.

Незважаючи на негативні наслідки війни, наступного року зростання економіки триватиме. Реальний ВВП зросте на 3.6%. Цьому і надалі сприятиме висока адаптивність бізнесу, а також збереження м'якої фінансової політики. Поступова розбудова альтернативних шляхів поставок дасть змогу наростити експорт продовольства та металургійної продукції в середньостроковій перспективі.

Пришвидшенню економічного зростання до 6% у 2025 році сприятиме насамперед очікуване зниження безпекових ризиків. Це сприятливо позначиться на споживчих та ділових настроях, відповідно поживляться споживчий та інвестиційний попит на тлі все ще м'якої фінансової політики. Вагомий внесок у подальше економічне зростання матиме повноцінне відкриття чорноморських портів. Це стимулюватиме інтенсивнішу відбудову виробничих потужностей підприємств металургії та нарощування виробництва в сільському господарстві. Водночас вихід на довоєнні рівні врожаїв наразі не очікується, передусім через значні площі орних земель, забруднених мінами та боєприпасами.

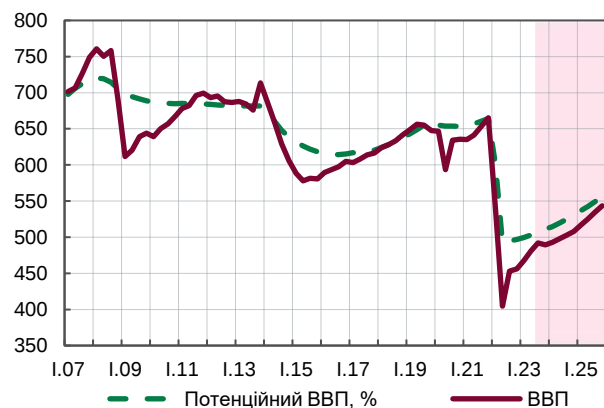
Повоєнна відбудова зруйнованої інфраструктури та виробничих потужностей підприємств потребуватиме значних інвестицій як з боку приватних компаній, так і держави. Упровадження євроінтеграційних реформ поліпшить середовище для інвестування та ведення бізнесу. Важливу роль також відіграватимуть подальші державні інвестиції в посилення та підтримку наявного

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.

оборонного потенціалу країни навіть після зниження безпекових ризиків. У результаті інвестиції зростуть у 2025 році майже на 19%, що також закладе підвалини для пришвидшеного зростання у подальшому.

### **Від'ємний розрив ВВП зберігатиметься ще тривалий час через послаблення конкурентоздатності та структурні зміни під час війни**

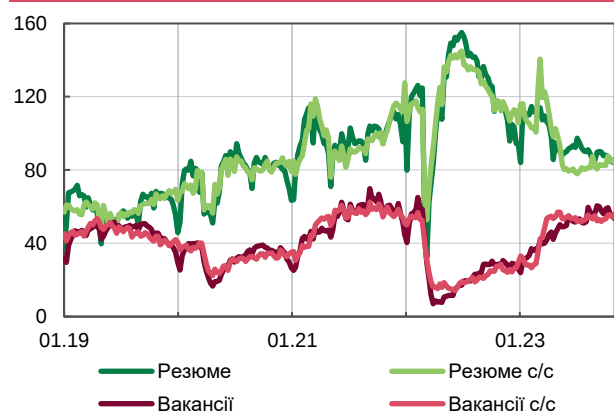
Із початку повномасштабної війни потенційний ВВП суттєво знизився у зв'язку зі значними втратами капіталу, втратою ринків збуту та трудових ресурсів. Проте завдяки швидкій адаптації економіки до нових реалій зростання потенційного ВВП відновилося та триватиме на прогнозованому періоді. У повоєнний період воно пришвидшиться завдяки відбудові виробництв та поверненню мігрантів. Крім того, вагомим чинником стане поглиблення євроінтеграційних процесів. Водночас до кінця 2025 року через масштабність втрат потенційний ВВП не досягне рівня до повномасштабної війни. Однак у разі реалізації масштабного плану відбудови за участю міжнародних інвесторів, що зараз не передбачено базовим сценарієм прогнозу, зростання потенційного ВВП значно пришвидшиться.

Розрив ВВП ще тривалий час буде від'ємним через труднощі з логістикою, зокрема орієнтованою на експорт, слабкий ринок праці, пригнічені високими ризиками інвестиційну діяльність та споживчий попит. Частина наявних виробничих потужностей навіть після зниження безпекових ризиків ще тривалий час залишатиметься недозавантаженою через повільне повернення українських експортерів на втрачені зовнішні ринки збуту.

## 2.3. Ринок праці та доходи домогосподарств

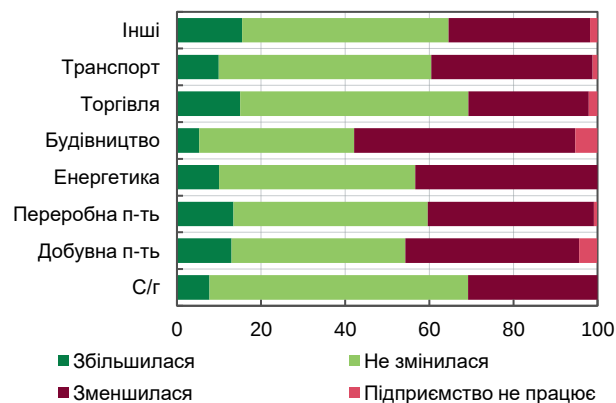
- Завдяки збільшенню попиту на робочу силу зайнятість поступово зростає. Проте ситуація на ринку праці лишається складною: безробіття знижується повільно, зберігаються складнощі з пошуком кваліфікованих працівників.
- Триваліше збереження високих безпекових ризиків стримуватиме повернення вимушених мігрантів, що обмежуватиме відновлення пропозиції на ринку праці. Диспропорції, які були характерні для ринку праці раніше лише поглиблюватимуться через наслідки війни, що утримуватиме рівень безробіття на високому рівні.
- Реальні доходи населення надалі зростатимуть завдяки поживленню економічної діяльності та збереженню м'якої фінансової політики.

Графік 2.3.1. Нові вакансії та резюме на work.ua, тис.



Джерело: work.ua, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.2. Зміна кількості працівників з січня по серпень 2023 року за видами діяльності, % відповідей



Джерело: НБУ.

### Відновлення економіки підтримує зростання зайнятості, але стан ринку праці ще довго залишатиметься складним через наслідки війни

Пожвавлення економічної активності зумовлює і відновлення ринку праці, але ситуація досі залишається складною через наслідки війни. З одного боку, тривало зростання попиту на працівників, яке пришивидилося ще навесні, але надалі було спричинене переважно сезонними чинниками. З іншого боку, відновлення ринку праці відбувається нерівномірно в розрізі галузей<sup>11</sup> та регіонів, що відображає зміни в структурі економіки.

Зростання попиту на робочу силу позначилося на поступовому поліпшенні зайнятості українців, про що свідчили опитування домогосподарств та оцінки за їх результатами<sup>12</sup>. Натомість підприємства, за опитуваннями НБУ, упродовж 2023 року або не змінили кількості працівників (51% респондентів), або навіть їх скорочували (35% респондентів, у середньому на 6%). Усе більше підприємств відчувають нестачу кваліфікованих працівників<sup>13</sup>, хоча оцінки різняться за видами діяльності – наразі частіше вказують на проблему будівельні підприємства та підприємства переробної промисловості. Ці тенденції свідчать про значні структурні дисбаланси на ринку праці.

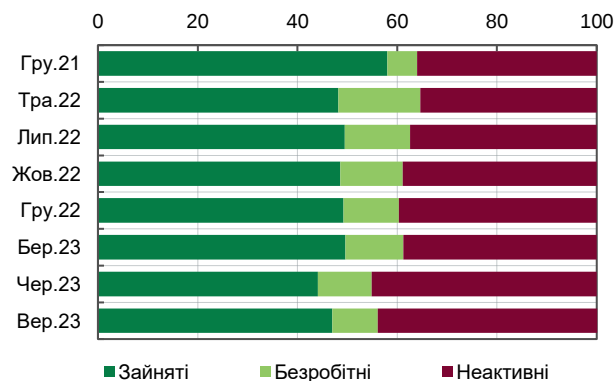
Водночас кількість резюме на сайтах пошуку роботи зменшилася, що може бути наслідком як обмеженої пропозиції через міграцію та мобілізацію, так і поступового збільшення зайнятості. У результаті, за оцінками НБУ, рівень безробіття скорочується. Проте безробіття залишається суттєво вищим, ніж до повномасштабного вторгнення, навіть попри ознаки збільшення неактивного населення – до близько 45% у червні та вересні порівняно з менш, ніж 40% у березні та наприкінці 2022 року (за опитуваннями InfoSapiens)<sup>14</sup>. За

<sup>11</sup> Зокрема, за даними work.ua, на початку жовтня 2023 року було зафіксовано в абсолютному вимірі більше нових вакансій, аніж на аналогічну дату 2021 року в таких сферах: медицина, фармацевтика (на 14%), роздрібна торгівля (на 10%) та освіта (на 9%). Водночас значно скоротилася кількість вакансій у сфері ІТ (на 48%), культури (на 44%) та секретаріату (на 38%).

<sup>12</sup> За опитуванням ДГ InfoSapiens для НБУ, частка респондентів, що працює зросла з 44% від усіх опитаних у червні 2023 року до 47% у вересні 2023 року. За даними опитування соціологічної групи Рейтинг, у вересні 2023 року працювало 73% тих, хто мав роботу до повномасштабного вторгнення (порівняно з 61% у вересні 2022 року та 67% у травні 2023 року). Зокрема, 15% з тих, хто мав роботу до 24 лютого 2022 року, працювали на новій роботі.

<sup>13</sup> За опитуванням щодо ділових очікувань підприємств НБУ, у III кварталі 2023 року частка тих, хто зазначив негативний вплив на свою діяльність чинника "брак кваліфікованих працівників" зросла до 25,6%. Схожі результати і за опитуванням ІЕД: у вересні 37% опитаних назвали серед основних проблем бізнесу брак робочої сили внаслідок призову та/або виїзду співробітників. 25% респондентів зазначили, що знайти кваліфікованих працівників стало важче.

<sup>14</sup> При цьому збільшення фіксується переважно за рахунок тих, хто не шукає роботу. Згідно з опитуванням Центру Разумкова на замовлення ZN.UA, основними труднощами під час пошуку роботи в Україні респонденти зазначають відсутність робочих місць за фахом (55% опитаних), занижений рівень заробітної плати за наявними вакансіями (майже 45%) та недостатність кваліфікації порівняно з вимогами роботодавця (близько 15%).

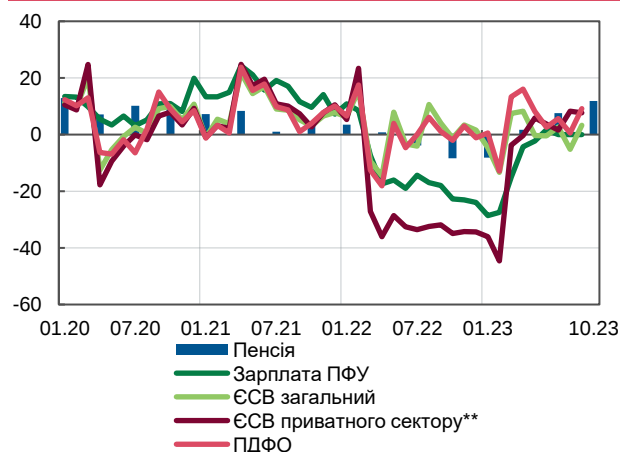
**Графік 2.3.3. Структура опитаних домогосподарств за економічною активністю\*, %**

\* До зайнятих зараховано тих, хто на питання про поточну зайнятість обирали такі відповіді: "Працює за наймом"; "Самозайнятий"; "Зареєстрований приватний підприємець". До безробітних зараховано тих, хто відповідав "Тимчасово не працюю, але шукаю роботу".

Джерело: InfoSapiens, розрахунки НБУ.

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

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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

\* Дефльовано на ІСЦ.

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

Джерело: ПФУ, ДССУ, ДКСУ, розрахунки НБУ.

опитуваннями групи Рейтинг, особливо гострою є ситуація на сході України, де частка тих, хто не має роботи, значно вища (43% серед тих, хто працював до 24.02.2022) передусім через близькість лінії фронту та руйнування інфраструктури і виробничих потужностей (по Україні цей показник – 25%). Вища частка тих, хто не працює, також серед молоді, жінок і осіб передпенсійного віку<sup>15</sup>, що однак відповідало тенденціям і до повномасштабного вторгнення.

Важливим чинником для ринку праці лишається значна внутрішня та зовнішня міграція. Так, ВПО все ще значно складніше знайти роботу порівняно з тими, хто не лишив місця свого постійного проживання – у вересні серед ВПО 40% тих, хто мав роботу до 24.02.2022, не мали роботи порівняно з 21% серед не ВПО. Утім, кількість ВПО дещо скоротилася в останні місяці<sup>16</sup>.

Упродовж III кварталу 2023 року розпочалося повернення мігрантів в Україну, але воно було меншим, ніж очікувалося. За даними ООН, кількість мігрантів поза межами України скоротилася до 6.2 млн на кінець вересня 2023 року (з 6.3 млн у червні 2023 року), про повернення близько 100 тис. мігрантів упродовж серпня повідомляла і ДПСУ. Кількість мігрантів може незначно зрости до кінця поточного року: через підвищені ризики атак на енергоінфраструктуру частина громадян вірогідно проведе опалювальний сезон за кордоном. У результаті, за оцінками, кількість мігрантів наприкінці 2023 року буде більшою, ніж наприкінці 2022 року (приблизно на 200 тис. осіб).

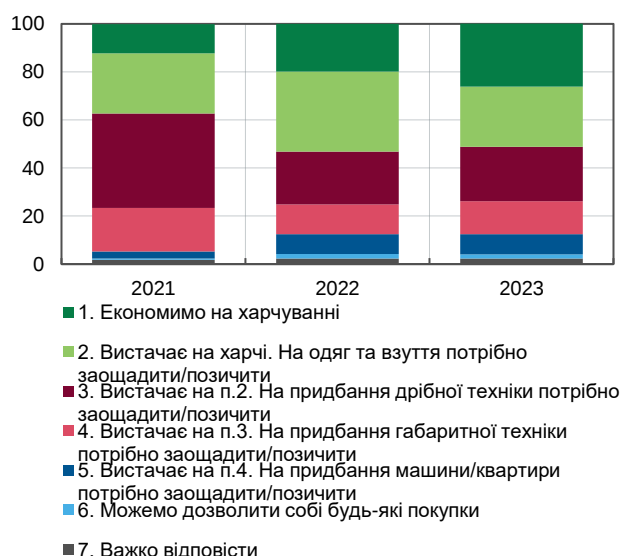
Водночас низка країн, зокрема тих, де зараз перебуває найбільша кількість вимушених мігрантів з України (Німеччина, Польща та Чехія), оголосили про згортання програм підтримки мігрантів з України або про такі плани. На цьому тлі частина мігрантів може розглянути повернення на батьківщину вже у 2024 році або змінити країну перебування. Значна частина зовнішніх мігрантів планує повернутися в Україну, але частка тих, хто бажає залишитися в країні-реципієнті, особливо серед тих, хто краще адаптувався, надалі зростає. Основною причиною неповернення лишаються високі безпекові ризики. З огляду на припущення про їх довшу тривалість та подальшу адаптацію українців за кордоном, повернення мігрантів упродовж прогностичного періоду буде повільнішим, ніж очікувалося раніше. Так, упродовж 2024 року повернеться близько 100 тис. мігрантів, а у 2025 році – орієнтовно 700 тис. осіб.

Стримана пропозиція робочої сили через міграцію та погіршення очікувань підприємств щодо збільшення кількості зайнятих<sup>17</sup> обмежуватимуть відновлення ринку праці. Крім того, в середньостроковій перспективі

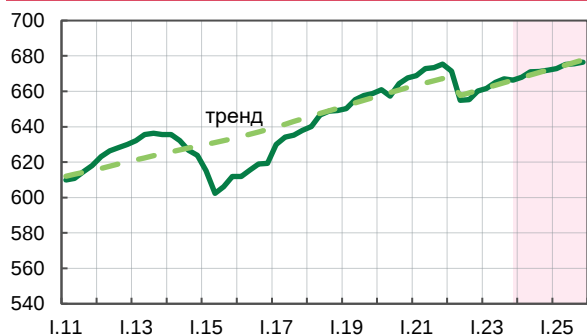
<sup>15</sup> Частка тих, хто мав роботу до лютого 2022 року та досі не працює, є суттєво вищою для жінок, людей з низькими доходами, молодих людей (18-35 років) та передпенсійного віку (51+). Водночас, молодь лідує серед тих, хто знайшов нову роботу, а частка тих, хто працює на тій самій роботі, що і до повномасштабного вторгнення приблизно однакова для обох статей.

<sup>16</sup> За даними МОМ, кількість ВПО у травні 2023 року була оцінена у 5.1 млн осіб, у той час як у вересні – у 3.7 млн. осіб.

<sup>17</sup> За опитуванням щодо ділових очікувань підприємств НБУ, в III кварталі 2023 року 19% респондентів очікували зменшення кількості працівників на їх підприємствах у наступні 12 місяців проти 12%, які очікували збільшення. Причому найбільша частка песимістів (23%) серед представників великих підприємств.

**Графік 2.3.6. Самооцінка фінансового становища сім'ї в III кварталі 2021–2023 року, % відповідей**

Джерело: InfoSapiens.

**Графік 2.3.7. Реальна зарплата/оплата праці\*, рівень (логарифми)**

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

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

значними залишатимуться диспропорції на ринку праці, зокрема через нерівномірне відновлення за секторами та регіонами. Тому, незважаючи на подальше зниження безробіття завдяки поживленню економічної активності, воно не досягне свого природного рівня до кінця 2025 року.

### Доходи населення зростають завдяки бюджетній підтримці та поживленню економіки

За оцінками на основі непрямих даних, фінансовий стан ДГ поступово поліпшувався у 2023 році. Ключовими у доходах населення другий рік поспіль залишаються бюджетні виплати: пенсії, соціальні допомоги, виплати військовим. Водночас в умовах нестачі кваліфікованих працівників поступово підвищують оплату праці й підприємства приватного сектору<sup>18</sup>. Реальні доходи населення, за оцінкою НБУ, також відновили помірне зростання. Проте ДГ досі оцінюють свій фінансовий стан як складний.

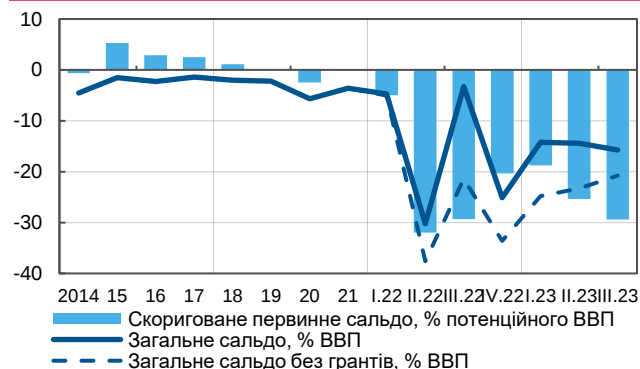
У 2024 році навіть в умовах збереження високих безпекових ризиків реальні доходи населення поступово зростатимуть завдяки відновленню економічної активності та збереженню м'якої фіскальної політики. У повоєнний час поживлення попиту на робочу силу визначатиме прискорення зростання зарплат насамперед у видах економічної діяльності, що найгостріше потребуватимуть кваліфікованої робочої сили. У зв'язку з потребою відновлення значних обсягів зруйнованих чи пошкоджених виробничих потужностей, інфраструктурних об'єктів та житла передусім зросте потреба в будівельних спеціальностях. Попит на спеціалістів в галузях, де виробничі потужності є значно пошкодженими та потребують тривалої відбудови, певний час буде зниженим. Відповідно, диспропорції на ринку праці зберігатимуться, що стримуватиме економічне зростання. На тлі зниження інфляції реальні заробітні плати в 2024–2025 роках зростатимуть темпами понад 6% в рік.

<sup>18</sup> Згідно з розширеним на блок питань про стан трудових відносин опитуванням НБУ, проведеним у серпні 2023 року, у 2023 році більшість підприємств (52%) планує або вже збільшили зарплати, найчастіше на 5–10% (22%). Однак у середньому номінальні зарплати зросли лише на 4.6%. Краща ситуація у с/г, переробній промисловості та торгівлі. У будівництві 11% знизили зарплату. У 2024 році більшість (69%) планує підвищення зарплат, насамперед у переробній промисловості та торгівлі. Згідно з опитуванням ІЕД, у I півріччі 2023 року більшість підприємств (59%) не змінювали зарплату. Ті, хто підвищив зарплату (34% опитаних), в середньому збільшили її на 12% з початку року в номінальному вимірі. Лише 14% опитаних підприємств планують підвищувати зарплату до кінця 2023 року, 40% не планують підвищення, а 46% – не визначились.

## 2.4. Фіскальний сектор

- Фіскальний дефіцит надалі розширюється, незважаючи на поліпшення стану доходів. Через більші витрати, зокрема на оборону та безпеку, дефіцит цього року сягне 29% ВВП. Він очікувано фінансуватиметься за рахунок міжнародної допомоги та внутрішніх залучень.
- Дефіцит зведеного бюджету надалі залишатиметься значним: у 2024 році насамперед у зв'язку з високими витратами на безпеку та оборону, а у 2025 році – на відбудову та відновлення. Це зумовлюватиме потребу в значній міжнародній допомозі та подальшим активним залученням на внутрішньому ринку.
- Відношення боргу до ВВП зросте насамперед унаслідок значних бюджетних дефіцитів.

Графік 2.4.1. Сальдо СЗДУ за різними вимірами, % ВВП

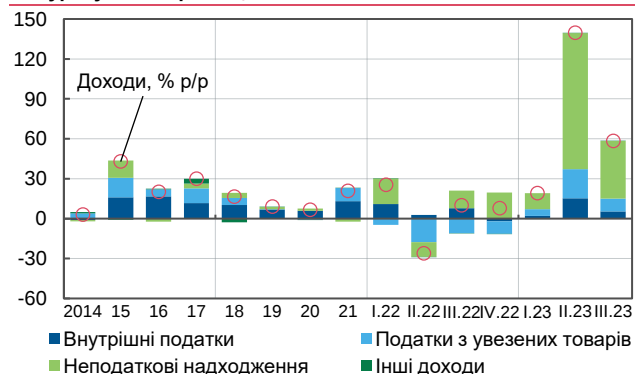


\* Загальне сальдо, % ВВП – сальдо зведеного бюджету з урахуванням позичок з СКР, наданих Пенсійному фонду України.

\*\* Циклічно скориговане первинне сальдо (% потенційного ВВП) – різниця між с/с доходами, у структурі яких податкові надходження коригуються на циклічні зміни ВВП, та с/с первинними видатками. Із доходів вираховано одноразові надходження (кошти від спецконфіскації, ефекти від рішення Стокгольмського арбітражу). Від'ємне значення означає м'яку політику.

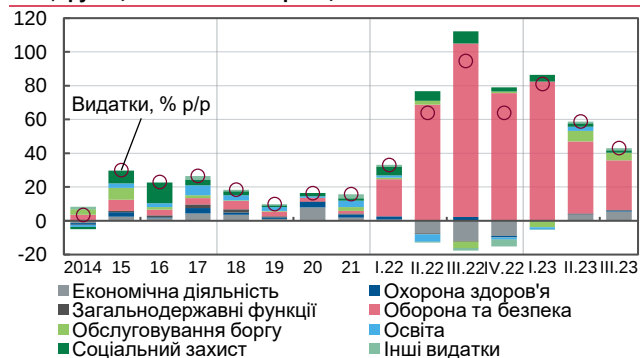
Джерело: ДКСУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.2. Внески в річну зміну доходів зведеного бюджету без урахування грантів, в. п.



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.3. Внески в річну зміну витрат зведеного бюджету, в. п., функціональна класифікація



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

### Бюджетний дефіцит під впливом довгих безпекових ризиків залишатиметься значним

Фіскальна політика у 2023 році залишається надзвичайно м'якою. Первинне від'ємне сальдо, скориговане на циклічну позицію економіки, у III кварталі надалі розширювалося. Попри очікуване поліпшення доходів, значний дефіцит зумовлюється істотними витратами.

Так, доходи цього року зростають порівняно високими темпами як завдяки пожвавленню економіки, так і заходам із посилення адміністрування та подальшого повернення оподаткування, що діяло до лютого 2022 року<sup>19</sup>. Водночас основний внесок у збільшення наповнюваності доходів мали неподаткові надходження. Значною мірою вони відображають надану військову допомогу. Ці кошти, однак, мають здебільшого цільове призначення та не є системним джерелом доходів. Та навіть з їх урахуванням власних доходів державного бюджету за 9 місяців 2023 року вистачило на покриття лише 52% від загальних бюджетних потреб у цей період. Основна причина цього – істотні видатки. Хоча їх зростання і сповільнилося, ураховуючи вирівнювання бази порівняння, за 9 місяців цього року вони перевищували минулорічні обсяги приблизно на 60%. Майже 60% видатків спрямовано на оборонно-безпекову сферу<sup>20</sup>, на соціальне забезпечення – понад 12%. Тривало також нарощування капітальних видатків, зважаючи на реалізацію державних інфраструктурних проєктів та ремонтних робіт.

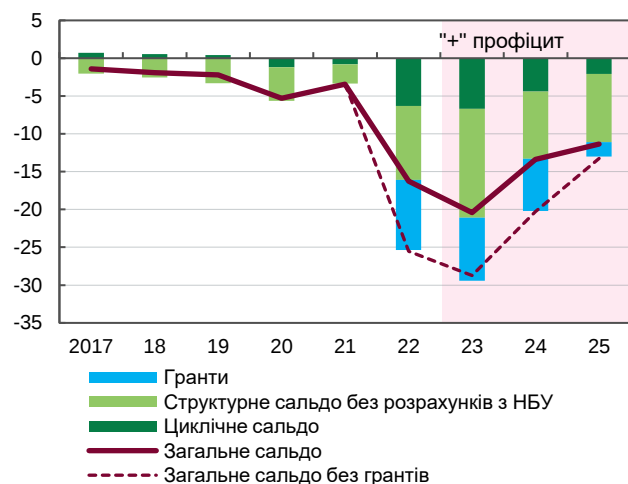
Прогноз НБУ передбачає помірне зростання доходів на всьому прогностичному горизонті завдяки пожвавленню економічної активності та розширенню бази оподаткування разом з оптимізацією адміністрування податків. Проте й видатки залишатимуться значними через все ще істотні потреби в підтримці обороноздатності навіть у післявоєнний період, а також збільшення витрат на відбудову.

Очікуваний дефіцит бюджету без урахування грантів у доходах у 2023 році сягне майже 29% ВВП. Він буде ширшим, ніж передбачалося попереднім прогнозом, передусім через вищі потреби на безпеку та оборону. В умовах довшої тривалості безпекових ризиків значний дефіцит зберігатиметься й у 2024 році (понад 20% ВВП). Зменшення безпекових ризиків дасть змогу здійснювати фіскальну консолідацію, що разом з подальшим

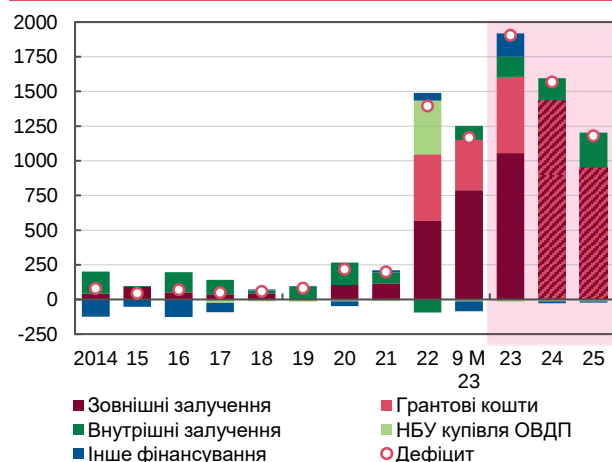
<sup>19</sup> З 01 липня 2023 року відновлено оподаткування пального акцизним податком та ПДВ (20%), з 01 серпня 2023 року скасовано спеціальну ставку оподаткування єдиного податку у 2%.

<sup>20</sup> Витрати на зазначену сферу фінансуються за рахунок власних джерел (насамперед доходи без грантів та внутрішні запозичення).

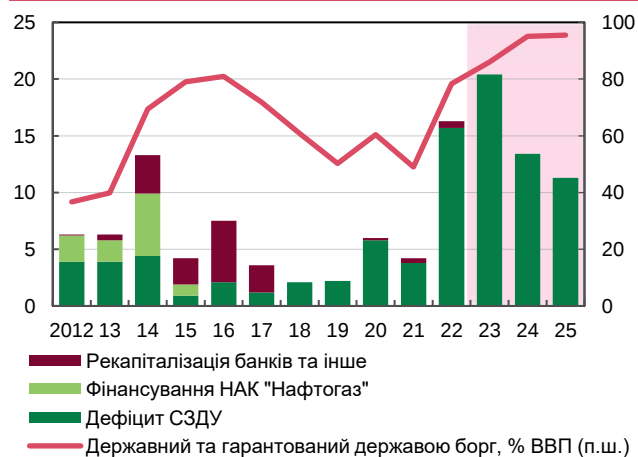
Графік 2.4.4. Сальдо зведеного бюджету, % ВВП



Графік 2.4.5. Фінансування дефіциту державного бюджету\*, млрд грн



Графік 2.4.6. Широкий дефіцит СЗДУ й державний та гарантований державою борг, % ВВП



поліпшенням стану доходів зумовить скорочення дефіциту до 13% ВВП у 2025 році.

**Значні дефіцити потребуватимуть більшої міжнародної допомоги та активізації внутрішнього ринку. Рівень боргу буде високим, але не чинитиме значного тиску на бюджет у найближчі роки**

Незважаючи на зростання доходів, значна частина бюджетних потреб і надалі фінансуватиметься за рахунок міжнародної допомоги. Обсяг фінансової підтримки цього року перевищить 45 млрд дол., з яких станом на кінець жовтня отримано вже понад 35 млрд дол. (з них 24.3 млрд дол США позики). У 2024–2025 роках офіційне фінансування залишатиметься значним, хоча і поступово зменшуватиметься – до 38.5 і 25.0 млрд. дол. відповідно. Для отримання таких обсягів допомоги критично важливою залишатиметься виконання Україною взятих на себе зобов'язань та активна співпраця з МВФ та іншими міжнародними партнерами. Зі зниженням безпекових ризиків та пришвидшенням економічного відновлення, увага міжнародної допомоги зміщуватиметься з підтримки макроекономічної стабільності в бік відбудови та реформування країни.

Значні дефіцити потребуватимуть і подальшої активізації внутрішніх запозичень. На початку цього року попит на державні цінні папери поживався зокрема за рахунок впровадження бенчмарк-ОВДП для виконання нормативів обов'язкових резервів. Проте він залишався стійким і надалі завдяки привабливій дохідності в реальному вимірі. Політика НБУ, спрямована на збереження привабливості гривневих активів, підтримуватиме інтерес до ОВДП. Це дасть змогу поступово збільшувати роль внутрішнього фінансування. У результаті зовнішнього та внутрішнього ринкового фінансування буде достатньо, щоб і надалі утримуватися від монетарного покриття дефіциту.

Зважаючи на значну частку кредитів у загальному обсязі міжнародної допомоги<sup>21</sup> та активні внутрішні залучення, державний та гарантований державою борг передбачувано зростатиме. За оцінкою НБУ, його співвідношення до ВВП становило близько 80% на кінець вересня та зросте до понад 95% ВВП у 2024–2025 роках.

Попри припущення щодо тривалішого збереження безпекових ризиків співвідношення боргу та ВВП у цьому прогнозі майже не змінилося. Це пояснюється швидшими темпами економічного відновлення та переглядом у бік підвищення порівняно з попереднім прогнозом обсягів грантової підтримки наступного року.

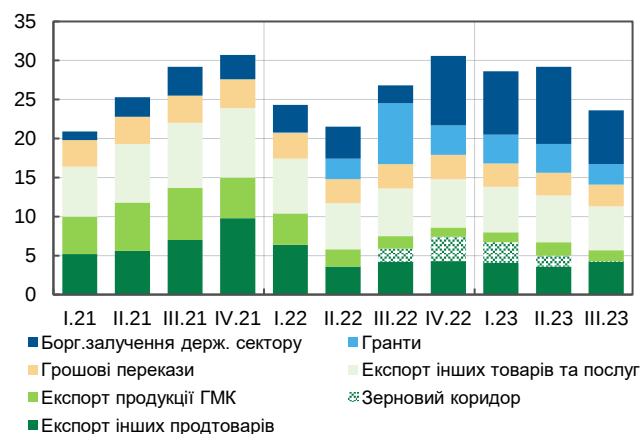
Зазначений рівень боргу не чинитиме значного тиску на бюджет у найближчі роки, ураховуючи його нижчу вартість і тривалий середній термін до погашення, зокрема завдяки пільговим умовам міжнародної допомоги. Водночас після зниження безпекових ризиків необхідними будуть заходи з посилення стійкості державних фінансів.

<sup>21</sup> Грантова підтримка залишатиметься важливим джерелом наповнення бюджету, проте з 2025 року поступово зменшуватимуться.

## 2.5. Платіжний баланс

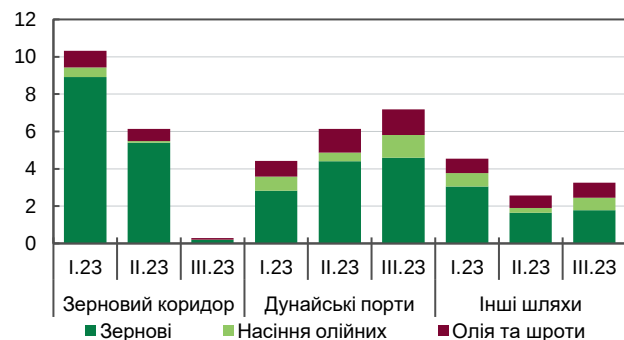
- У III кварталі чистий відплив валюти з приватного сектору збільшився. Експортні надходження скоротилися внаслідок припинення роботи "зернового коридору", тоді як обсяги імпорту залишалися значними як через потреби внутрішнього ринку, так і витрати мігрантів за кордоном. Однак надходження коштів від зовнішніх партнерів забезпечили високий рівень міжнародних резервів станом на кінець III кварталу (майже 40 млрд дол.).
- Логістичні можливості для експорту поступово розширюватимуться на прогностичному горизонті, проте потенціал для його нарощування залишатиметься обмеженим. Разом із стійкою потребою в імпорті це і надалі формуватиме значний дефіцит валюти торгівлі та попит на валюту з боку приватного сектору.
- Завдяки міжнародній допомозі та активізації залучень капіталу приватним сектором із 2025 року міжнародні резерви зростатимуть протягом прогностичного періоду і сягнуть 45 млрд дол. станом на кінець 2025 року.

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



Джерело: НБУ.

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



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

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



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

**Розширення логістичних маршрутів підтримуватиме експорт на прогностичному горизонті попри припинення роботи "зернового коридору". Проте все ще обмежені транспортні шляхи та виробничий потенціал стримуватимуть відновлення експорту**

У III кварталі валютні надходження приватного сектору знизилися порівняно з попереднім кварталом передусім за рахунок експорту агропродукції. Так, припинення дії зернової угоди, застосування обмежень на імпорту українського продовольства окремими країнами ЄС та вичерпання запасів урожаю попереднього року призвели до стрімкого скорочення поставок зернових культур. Додатково позначилося падіння цін на пшеницю нового врожаю через її гіршу продовольчу якість та подорожчання фрахту в дунайських портах. Водночас попри терористичні атаки з боку РФ на портову інфраструктуру Дунаю експорт агропродукції альтернативними шляхами збільшився. В умовах сезонного нарощування поставок ріпаку та ріпакової олії це пом'якшило падіння загальних обсягів експорту продовольчих товарів.

Зростання конкуренції за логістичні шляхи та [слабка економічна активність у країнах ЄС](#) зумовили зниження українського експорту продукції ГМК та обробленої деревини. Додатковим чинником було скорочення виробництва окремих видів металургійної продукції внаслідок підризу Каховської ГЕС.

Інші валютні надходження приватного сектору не зазнали відчутних змін. Грошові перекази від мігрантів та експорт послуг майже не змінилися порівняно з попереднім кварталом.

Більший урожай та швидше розширення експортних логістичних можливостей сприяли підвищенню прогнозу експорту продовольчих товарів. Надалі очікується певне відновлення експортних надходжень за рахунок подальшого розширення пропускної здатності альтернативних шляхів, зокрема через дунайські порти, та нового морського коридору. Це дасть змогу до кінця першого півріччя 2024 року компенсувати цьогорічні втрати експорту від припинення роботи "зернового коридору" та торговельних обмежень на українську агропродукцію з боку країн ЄС<sup>22</sup>, які за припущеннями НБУ діятимуть до кінця поточного року. Повноцінне розблокування морських шляхів у 2025 році сприятиме

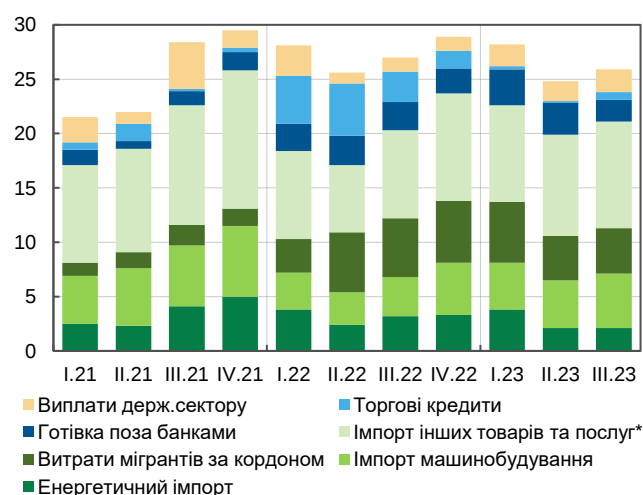
<sup>22</sup> Втрати від торговельних обмежень на українську агропродукцію з боку країн ЄС у 2023 році оцінюються у 800 млн дол., у тому числі 300 млн дол. очікуються в IV кварталі.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

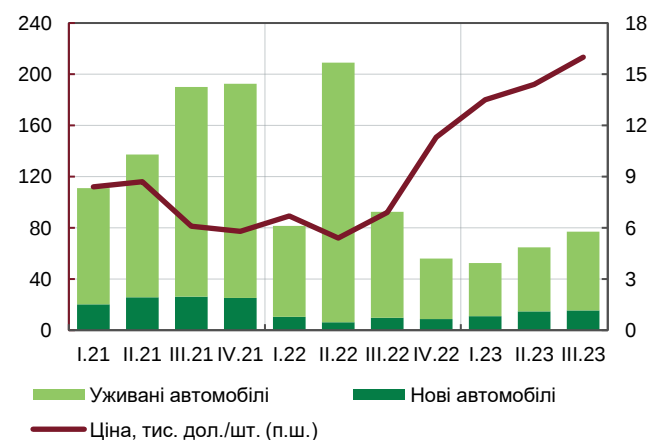
Графік 2.5.5. Основні компоненти відпливу валюти, млрд дол.



\* без урахування гуманітарної допомоги.

Джерело: НБУ.

Графік 2.5.6. Імпорт легкових автомобілів, тис. шт.



Джерело: Інститут досліджень авторинку, ДМСУ, розрахунки НБУ.

нарощуванню експорту насамперед продукції ГМК, а також суттєво знизить вартість страхування та фрахту. Проте експорт на прогнозованому горизонті відновлюватиметься стримано. У 2024–2025 роках експорт товарів очікується нижчим, ніж у липневому прогнозі, через довший термін високих безпекових ризиків, що насамперед стримуватиме експорт металургійної продукції. Навіть зі зниженням безпекових ризиків експортний потенціал залишатиметься обмеженим через зруйновані та пошкоджені виробничі потужності та транспортну інфраструктуру. Додатковим чинником буде падіння світових цін.

Пожавлення світової економіки на прогнозованому горизонті зумовить збільшення попиту на послуги українських IT-спеціалістів та зростання грошових переказів. Крім того, з 2025 року очікується поновлення сезонної трудової міграції, що також сприятиме зростанню переказів.

### Відплив валюти залишатиметься суттєвим через значні потреби в імпорті для забезпечення обороноздатності та відбудови країни

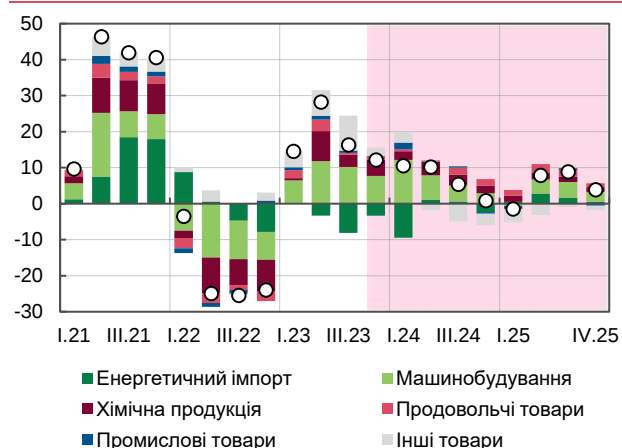
Імпорт товарів у III кварталі збільшився переважно за рахунок продукції машинобудування. Майже половину цього приросту забезпечило збільшення імпорту легкових автомобілів, насамперед за рахунок зростання їх середньої вартості на тлі [високого попиту на преміум-бренди](#). Подальше відновлення внутрішнього попиту, як споживчого, так і інвестиційного, стимулювало нарощування закупівель іншої продукції машинобудування, зокрема побутової техніки та промислового обладнання. Значні потреби сектору оборони зумовили подальше збільшення імпорту продукції подвійного призначення, одягу та взуття. Імпорт металургійної продукції зріс на тлі поживлення в будівництві. Натомість імпорт продовольства зменшився, передусім завдяки значній внутрішній пропозиції овочів та сезонному скороченню закупівель посівного матеріалу. Обсяги енергетичного імпорту майже не змінилися. Збільшення імпорту нафтопродуктів та електроенергії компенсувалося меншими закупівлями природного газу з огляду на нарощування його внутрішнього видобутку.

Збільшився й імпорт послуг, передусім через сезонне поживлення закордонного відпочинку.

Водночас відплив валюти, згенерований фінансовими потоками приватного сектору, скоротився. Зокрема, завдяки звуженню спреда між офіційним і готівковим курсом гривні та підвищенню привабливості гривневих активів у реальному вимірі пригальмувало зростання іноземної готівки поза банками. Проте таке скорочення не компенсувало нарощування імпорту товарів, тому загальний відплив валюти з приватного сектору залишався значним.

Такий відплив збережеться на всьому прогнозованому горизонті. Споживчий імпорт зростатиме за рахунок подальшого поживлення внутрішнього попиту. Відбудова виробничої інфраструктури підживлюватиме імпорт товарів інвестиційного призначення, а відновлення агросектору зумовить зростання імпорту

Графік 2.5.7. Внески в річну зміну імпорту товарів, в.п.



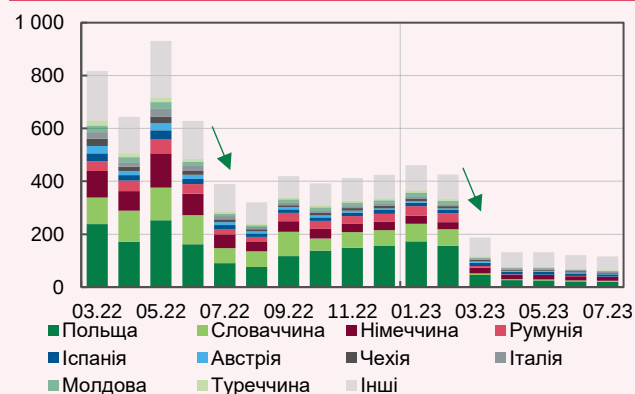
Джерело: розрахунки НБУ.

добрив. Натомість частка енергетичного імпорту у 2023–2025 роках скорочуватиметься як завдяки нарощуванню власного виробництва, так і зниженню світових цін на енергоресурси. Обсяги імпорту товарів було збільшено у 2023 році з огляду на очікуваний наразі ширший дефіцит бюджету. Водночас у 2024–2025 роках прогноз імпорту товарів знижено лише маржинально. З одного боку, враховані менші закупівлі енергоресурсів. З іншого боку, імпорт товарів підтримуватимуть потреби обороноздатності та відновлення.

Унаслідок поступового повернення вимушених мігрантів в Україну знизиться вплив валюти за статтею "подорожі". Водночас прогноз імпорту послуг підвищено з огляду на те, що українські мігранти повертатимуться додому повільніше, ніж очікувалося. Також поступово сповільниться вплив готівки поза банки на тлі зниження невизначеності та безпекових ризиків.

## Операції з українських карток за кордоном

Графік В.2.5.1. Обсяги зняття готівки з українських карток за кордоном, млн дол.

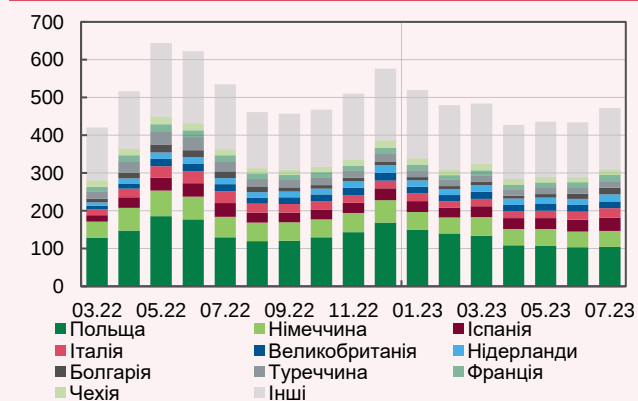


Джерело: НБУ.

У листопаді 2022 року з метою дослідження географічної та цільової структури витрат українців за кордоном НБУ здійснив пілотне опитування п'яти найбільших банків щодо використання українських карток за кордоном. У вересні 2023 року було проведене друге опитування, в якому взяли участь уже шість банків. Рівень охоплення операцій у торговельних мережах практично не змінився (84% у середньому за травень – жовтень 2022 року та 85% у листопаді 2022 – липні 2023 року), а за обсягом операцій зі зняття готівки збільшився (з 69% до 74% відповідно).

Результати другої хвилі опитування засвідчили стабільно високі витрати мігрантів та стрімке зниження обсягів зняття готівки за кордоном з березня 2023 року, у тому числі завдяки пригальмуванню "карткового туризму". Останнє стало результатом заходів НБУ, спрямованих на підвищення привабливості гривневих активів, калібрування валютних обмежень, поліпшення перетоків валюти між міжбанківським та готівковим ринками в Україні та посилення ефективності заходів фінансового моніторингу та валютного нагляду.

Графік В.2.5.2. Обсяги операцій у торговельній мережі за кордоном, млн дол.



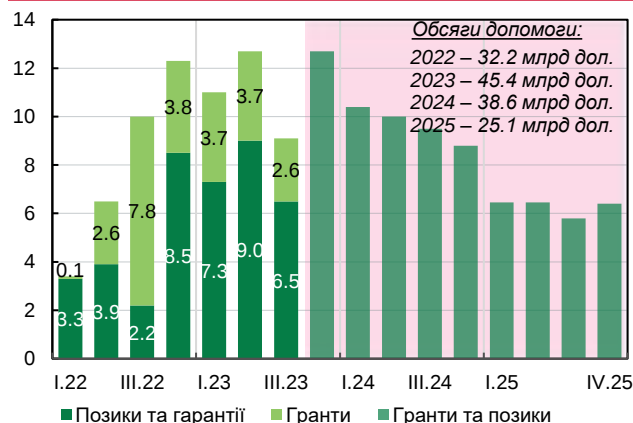
Джерело: НБУ.

Очікувано, найбільше обсяги зняття готівки скоротилися в прикордонних країнах, насамперед Польщі. Це призвело до значних відносних змін географічної структури: з березня 2023 року стрімко знизилася частка Польщі (з 37% у лютому 2023 року до 18% у липні 2023 року) Словаччини (з 15% до 2%) та Румунії (з 8% до 1% відповідно) та зросла частка Німеччини (з 6% до 13%) та Іспанії (з 3% до 7%).

Пригальмування "карткового туризму" ймовірно позначилося й на певному скороченні витрат українських мігрантів у торговельних мережах з березня 2023 року в окремих країнах, передусім у Польщі та Словаччині. Проте загальні суми операцій в торговельних мережах залишалися високими, а їх географічна структура стійкою: найбільші обсяги витрат традиційно спостерігалися в Польщі та Німеччині, які прийняли

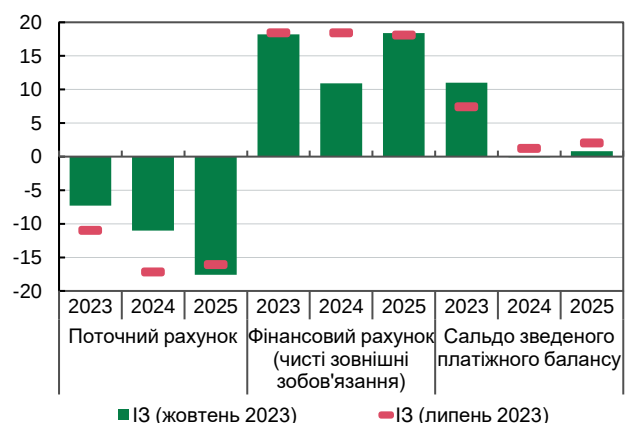
найбільшу кількість вимушених мігрантів з України. Незначне зростання таких витрат у липні, яке вірогідно збереглося й у наступні кілька місяців, зумовлено поживанням літнього відпочинку (найбільший приріст спостерігався в країнах, орієнтованих на морський туризм: Італії, Болгарії, Хорватії, Іспанії та Греції).

Графік 2.5.8. Міжнародна фінансова допомога, млрд дол.



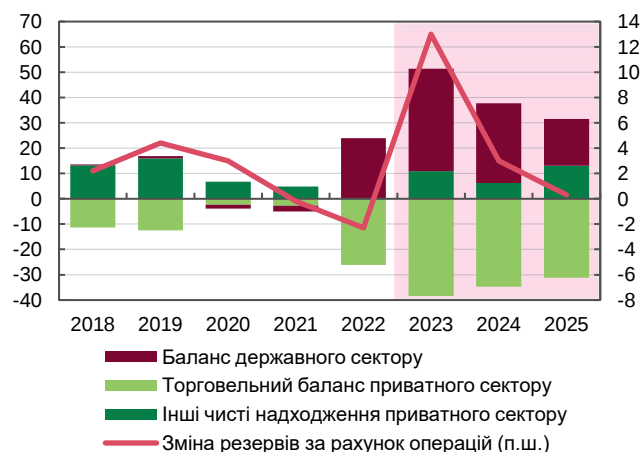
Джерело: НБУ, МФУ, дані з відкритих джерел, припущення НБУ.

Графік 2.5.9. Порівняння прогнозів платіжного балансу, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.10. Валові міжнародні резерви, зміна за рахунок операцій, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

**Міжнародна допомога залишатиметься основним джерелом покриття дефіциту валюти на прогнозованому горизонті, а з 2025 року зросте роль залучень капіталу приватним сектором**

У III кварталі 2023 року обсяги міжнародної фінансової допомоги дещо знизилися з огляду на зміщення надходжень окремих кредитів та грантів на наступний квартал. Проте обсяги офіційного фінансування залишалися значними та перевищили 9 млрд дол. Загалом із початку повномасштабної війни міжнародні партнери надали фінансову підтримку на майже 65 млрд дол. У результаті валові міжнародні резерви в III кварталі сягнули історичного максимуму (41.7 млрд дол. станом на кінець липня), а на кінець III кварталу 2023 року становили 39.7 млрд дол.

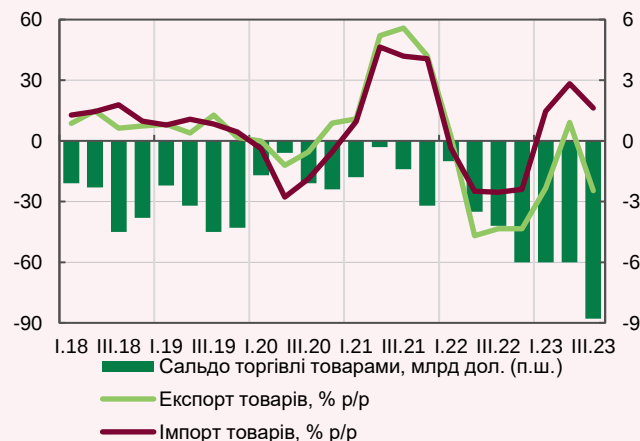
Суттєві обсяги зовнішнього офіційного фінансування забезпечуватимуть чистий приплив валюти на прогнозованому горизонті. Зі зниженням безпекових ризиків зросте роль залучень боргового та інвестиційного капіталу приватним сектором. Це сприятиме подальшому нарощуванню міжнародних резервів до 45 млрд дол. на кінець 2025 року. Цей прогнозний сценарій враховує також потенційний вплив капіталу через пом'якшення валютних обмежень відповідно до дорожньої карти. Загалом прогноз дефіциту поточного рахунку у 2023–2024 роках поліпшено передусім завдяки збільшенню грантової допомоги, а також перерозподілу між кредитами та грантами на користь останніх. Цей чинник одночасно спричинив погіршення прогнозу припливу капіталу за фінансовим рахунком у 2024 році. Крім того, підвищено прогноз впливу готівки поза банки у 2023–2024 роках через довший період високих безпекових ризиків, а також розширення дефіциту бюджету. Однак більші надходження зовнішньої допомоги переважили розширення торговельного дефіциту та збільшення обсягів впливу готівки, тому прогноз міжнародних резервів переглянуто в бік збільшення.

## Вставка 2. Розширення товарного дефіциту внаслідок шоків війни: чи є простір для простих рішень?

Із повномасштабним вторгненням зовнішньоторговельна позиція України суттєво погіршилася. Дефіцит торгівлі товарами залишатиметься відчутним ще тривалий час, а валютний ринок функціонуватиме в умовах значного дефіциту валюти на всьому прогностичному горизонті. Об'єктивно гнучке курсоутворення матиме обмежений потенціал до поліпшення стану зовнішньої торгівлі України, адже наразі він визначається не відносними ціновими перевагами вітчизняних та іноземних товарів, а структурними змінами в економіці, спричиненими війною. Експортний потенціал обмежується пошкодженнями та руйнуваннями виробничих потужностей та проблемами з логістикою. Натомість значні потреби в імпорті для підтримки обороноздатності та життєдіяльності країни не зникнуть із відносним подорожчанням товарів іноземного виробництва внаслідок коригування курсу. Ці проблеми зберігатимуться навіть після зниження безпекових ризиків. Відновлення зруйнованих та пошкоджених виробництв, налагодження оптимальної логістики та повернення на втрачені ринки збуту потребуватиме часу. Імпорт теж залишатиметься підвищеним через потребу в товарах, необхідних для підтримки обороноздатності та відбудови країни. Тому, НБУ і надалі компенсуватиме структурний дефіцит валюти власними інтервенціями. У середньостроковій перспективі скорочення цього дефіциту значною мірою залежатиме від ефективності заходів економічної політики, спрямованих на використання ресурсів від міжнародних партнерів для розширення експортних можливостей та імпортозаміщення.

**Повномасштабна війна призвела до значного розширення дефіциту торгівлі товарами, а зміни в структурі зовнішньої торгівлі набули фундаментального характеру.** Дефіцит торгівлі товарами є типовим явищем для країн, ринки яких розвиваються та які не є багатими на енергоресурси. Це зумовлено підвищеною потребою в інвестиційних товарах та товарах проміжного споживання в умовах обмеженості власних ресурсів для прискореного зростання. Україна до повномасштабного вторгнення мала дефіцит торгівлі товарами 6.5% ВВП у середньому за 2014-2021 роки. Із початком вторгнення цей дефіцит відчутно розширився та перевищив 9% ВВП у 2022 році.

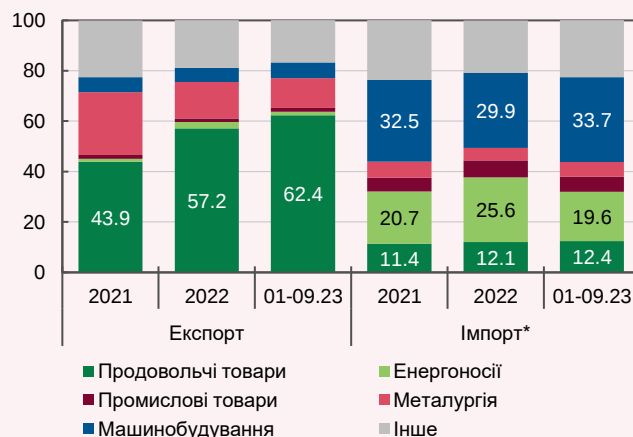
Графік 1. Торговля товарами



Джерело: НБУ.

Під впливом обмеженої логістики, руйнування та пошкодження виробничих потужностей і інфраструктури, окупації територій значно знизився експорт товарів, передусім продукції ГМК та продовольства. Водночас падіння останнього дещо стримувало налагодження альтернативних маршрутів постачання. Відношення експорту до ВВП знизилося з 31% у 2021 році до 20% за 9 місяців 2023 року. У 2023 році до негативних чинників додалися торговельні обмеження на українську агропродукцію з боку низки країн ЄС та посилення перешкод роботі "зернового коридору" з боку росії, а потім і припинення його функціонування.

Графік 2. Товарна структура зовнішньої торгівлі, %



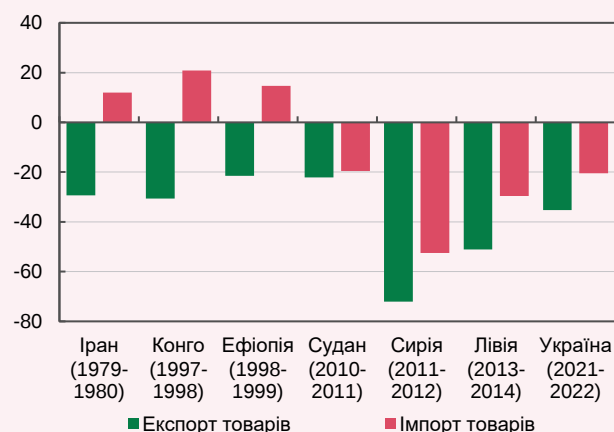
\* Без урахування групи "Різне", яка зокрема включає гуманітарну допомогу.  
Джерело: НБУ.

Водночас попри звуження внутрішнього споживчого попиту частка імпорту товарів у ВВП залишається стійкою та навіть дещо зросла (з 35% у 2021 році до 37% за 9 місяців 2023 року). Так, через скорочення внутрішнього виробництва знизилася частка товарів проміжного споживання. Натомість збільшилися частка товарів інвестиційного та подвійного призначення, відображаючи значні потреби в забезпеченні обороноздатності країни. Зокрема, істотно збільшилися вартісні обсяги закупівель чоловічого одягу у 2022 році, вперше в історії перевищивши імпорт жіночого одягу та ще й більше, ніж удвічі. Подібні зміни, хоч і в менших масштабах, відбулися в закупівлях інших товарів для армії. Частка безпілотних апаратів в імпорті машинобудування зросла з 1.9% у 2021 році до 2.8% у січні–липні 2023 року, консервованих продуктів в імпорті продовольчих товарів – з 4.7% у 2021 році до 5.5% у січні–серпні 2023 року.

**Значне погіршення зовнішньоторговельної позиції характерне для країн, що мали досвід повномасштабних воєн.** Проведення активних бойових дій насамперед призводить до значної міграції, що відображається на пропозиції робочої сили. Разом із фізичною втратою виробничих потужностей це обмежує

виробничий та, як наслідок, експортний потенціал. Це також призводить до скорочення державних доходів та інвестицій. Відбуваються значні структурні зрушення в економіці. Зростає державне фінансування сектору оборони, а товари та послуги спрямовуються на задоволення потреб армії, що в умовах низького власного економічного потенціалу та наявності вагомій міжнародної підтримки здебільшого покриваються імпортом. Тому більше падіння експорту товарів порівняно з імпортом є типовим наслідком війни.

**Графік 3. Зміна обсягів зовнішньої торгівлі в першому воєнному/революційному році, %**



Джерело: Correlates of War Projects, ITC, НБУ.

Вплив воєнних конфліктів на обсяги зовнішньої торгівлі також визначається її структурою. Особливо гострими наслідки воєн є для країн-експортерів сировинних товарів та імпортерів технологічної продукції ([Krpec&Hodulyak, 2019](#)) через втрату експортних ринків та обмежений простір для проведення зовнішньоторговельної політики.

[Glick&Taylor \(2010\)](#) на основі аналізу воєнних конфліктів упродовж 1870–1997 років довели їх довгостроковий негативний вплив на обсяги зовнішньої торгівлі. Тобто після завершення війни торгівля не відновлюється до довоєнних рівнів протягом тривалого періоду. Чим довший конфлікт – тим довше триває відновлення, передусім через витрати на післявоєнну реконструкцію та труднощі з поверненням на втрачені ринки збуту.

Ураховуючи досвід інших країн, очікувану тривалість безпекових ризиків та звуження виробничого потенціалу, **структурні зміни в зовнішній торгівлі України матимуть довготривалий характер.** Очікується збереження значного дефіциту зовнішньої торгівлі навіть після зниження безпекових ризиків. Так, до повноцінного розблокування роботи морських портів можливості щодо експорту товарів залишатимуться обмеженими через недостатні потужності альтернативних шляхів поставок окремих товарів, руйнування виробничої інфраструктури та порівняно низькі врожаї. Водночас в імпорті товарів зберігатиметься висока частка критично важливих товарів для забезпечення обороноздатності та першої необхідності. В умовах подальшого відновлення

економіки зростатиме і потреба в товарах проміжного споживання, а після зниження безпекових ризиків – в основних засобах і товарах інвестиційного призначення.

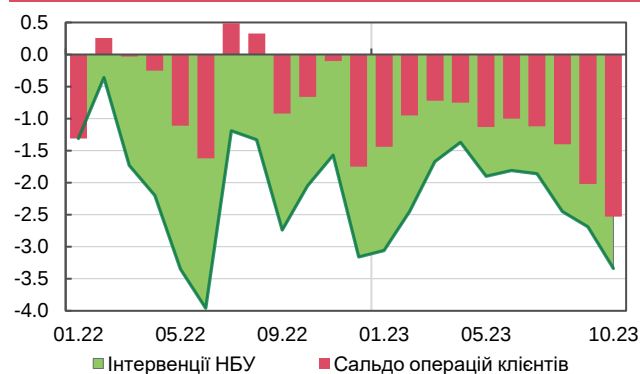
У теорії саме гнучке курсоутворення здатне вирівняти зовнішні дисбаланси. Проте гнучке курсоутворення матиме обмежений потенціал до поліпшення стану зовнішньої торгівлі України, адже він наразі визначається не ціновою конкурентоспроможністю вітчизняних товарів, а структурними змінами в економіці, спричиненими війною. У результаті НБУ і надалі компенсуватиме структурний дефіцит валюти інтервенціями. З іншого боку, перехід до режиму курсової гнучкості зменшить ймовірність накопичення валютних ризиків та економічних дисбалансів, що генерувалися би тривалим утриманням фіксованого курсу. Тож, адаптивність і відповідно стійкість експортного сектору, української економіки загалом та валютного ринку до внутрішніх і зовнішніх шоків посиляться.

**У поточних умовах необхідним є також проведення виваженої економічної політики.** Повномасштабне вторгнення РФ завдало потужного удару по всіх ланках економічної системи. Головним завданням у найближчій перспективі є забезпечення її стійкості шляхом підтримки безперерйного функціонування бізнесу та відновлення потенціалу економіки. Вкрай важливим є також повне задоволення потреб оборонного комплексу. В умовах значних пошкоджень та руйнувань виробничого потенціалу неможливою є відмова від імпортних товарів як одного з джерел покриття таких потреб. Водночас важливою ціллю залишається і підтримка внутрішнього виробника шляхом інтенсифікації виробництва на територіях, де не ведуться бойові дії, переорієнтації економіки на підтримку обороноздатності, відновлення інфраструктури. Ще один важливий напрям – поступове заміщення імпортованої продукції вітчизняною там, де для цього є належні передумови. Важливою умовою для підтримки експортоорієнтованих виробників є спрощення доступу на міжнародні ринки через приведення технічних характеристик та стандартів якості продукції до європейських вимог. Нарощування виробництва товарів із високим ступенем кінцевої обробки належної якості забезпечуватиме конкурентоздатність та стійкість українського експорту. Вагоме значення має і подальша розбудова та нарощування потенціалу альтернативних шляхів для вивезення продукції. У середньостроковій перспективі необхідним є забезпечення чіткої та послідовної економічної стратегії з метою створення стимулів для нарощування експортного потенціалу та виробництва товарів для потреб внутрішнього ринку.

## 2.6. Монетарні умови та фінансові ринки

- На початку жовтня НБУ перейшов до режиму керованої гнучкості обмінного курсу. Цьому передувало створення необхідних передумов: стійкий прогрес у зниженні інфляції, накопичення значного рівня міжнародних резервів та збільшення привабливості гривневих активів.
- Після зміни курсового режиму ситуація на валютному ринку залишається контрольованою. НБУ і надалі буде ключовим гравцем на ринку, компенсуючи структурний дефіцит іноземної валюти та згладжуючи курсові коливання.
- У межах зміни операційного дизайну монетарної політики в жовтні облікову ставку встановлено на рівні 16%, проте ставки за операціями з банками залишилися незмінними. Останнє сприятиме збереженню привабливості гривневих активів, що необхідно для забезпечення курсової стійкості, особливо на етапі адаптації до керованої гнучкості курсу.

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



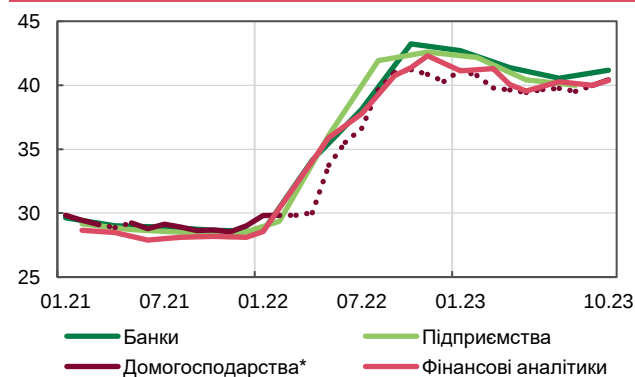
\* Сальдо операцій з купівлі та продажу безготівкової та готівкової іноземної валюти клієнтами банків на умовах "тод", "том", "спот".  
Джерело: НБУ.

**Графік 2.6.2.** Курси гривні до долара



Джерело: НБУ, відкриті джерела.

**Графік 2.6.3.** Курсові очікування на наступні 12 місяців, %



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

**За нового курсового режиму зусилля НБУ й надалі спрямовуватимуться на збереження стійкості валютного ринку, а коливання курсу суттєво обмежуватимуться інтервенціями**

Протягом III кварталу на валютному ринку посилилася напруженість, спричинена переважно ситуативними чинниками. Це супроводжувалося зростанням попиту на іноземну валюту як на безготівковому, так і готівковому сегментах та розширенням спреда між офіційним та готівковим курсом.

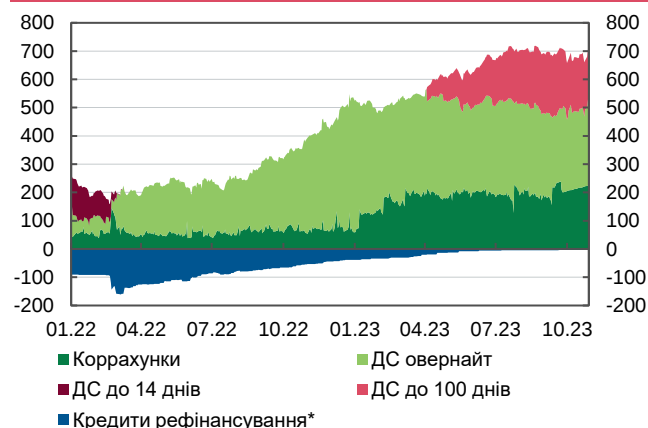
Ускладнення експортної логістики зумовили зниження пропозиції валюти за клієнтськими операціями. Натомість, короткочасний вплив на пропозицію готівкової валюти мало анулювання ліцензії одному великому гравцю на ринку обміну валюти за систематичні порушення. На зростанні напруженості на ринку, що супроводжувалося зростанням попиту на іноземну валюту позначилася невизначеність, пов'язана з очікуваннями щодо зміни курсового режиму. Це підсилювалося певним поверненням сезонного зростання попиту на іноземну валюту восени.

Водночас попит банків на валюту за власними операціями (купівля у власну позицію) практично відповідав попередньому кварталу та був суттєво меншим як порівняно з початком цього року, так і попереднім роком. Як і раніше, основний обсяг операцій зумовлювався розрахунками з міжнародними платіжними системами та операціями банків на готівковому ринку.

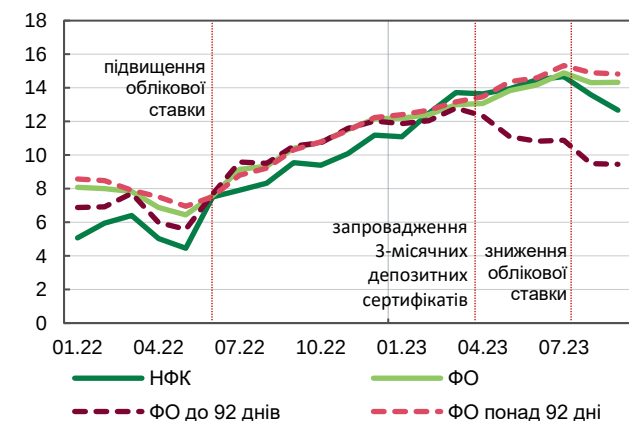
Негативне інформаційне середовище було визначальним чинником зростання волатильності на готівковому сегменті. Це відобразилося в послабленні готівкового курсу та розширенні спреда між офіційним курсом та курсом на "сірому" ринку. В окремі періоди спред перевищував 5%, проте залишався суттєво нижчим, ніж восени минулого року, та наприкінці вересня знову звужився (до майже 4%), передусім завдяки заходам НБУ.

З метою збереження курсової керованості та стійкості валютного ринку НБУ суттєво наростив свої інтервенції – сальдо зросло до 7 млрд дол. (порівняно з 5.1 млрд дол. у II кварталі).

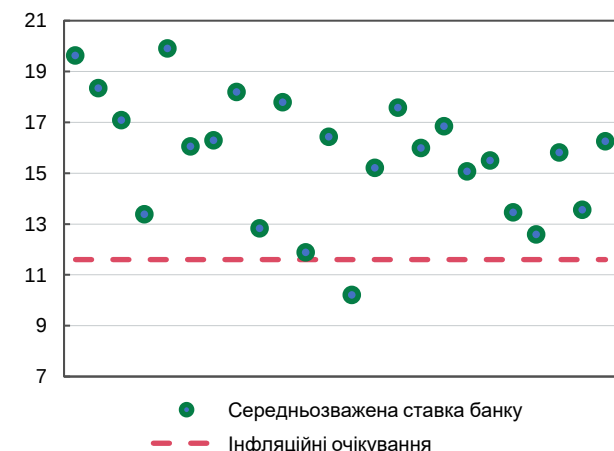
Крім підтримки валютного курсу інтервенціями, НБУ вжив низку заходів, спрямованих на [збільшення пропозиції готівкової іноземної валюти](#) та пом'якшив обмеження в [частині продажу безготівкової іноземної валюти](#). Останнє зумовило суттєве нарощування таких операцій наприкінці

**Графік 2.6.4. Ліквідність банківської системи та залишок за операціями НБУ, млрд грн**

\* Без неплатоспроможних банків та банків у стадії ліквідації.  
Джерело: НБУ.

**Графік 2.6.5. Середньозважені процентні ставки за гривневими строковими депозитами, %**

Джерело: НБУ.

**Графік 2.6.6. Середньозважені процентні ставки окремих банків\* за гривневими депозитами ФО на строк понад 3 місяці та інфляційні очікування на наступні 12 місяців\*\*, %**

\* Банки, залишки гривневих строкових депозитів ФО яких станом на 01.10.2023 перевищували 1 млрд грн (згідно із оперативної статистики).  
\*\* Відповідно до вересневого опитування ДГ.

Джерело: НБУ, Info Sapiens.

серпня – початку вересня, та, відповідно, сприяло зниженню попиту на готівкову валюту. Також було [пом'якшено інші обмеження](#) за одночасного посилення заходів для запобігання непродуктивному відпливу капіталу.

Стійкий прогрес у зниженні інфляції, накопичення значного рівня міжнародних резервів, збільшення привабливості гривневих активів дали змогу НБУ на початку жовтня перейти до [режиму керованої гнучкості обмінного курсу](#). За нового режиму зусилля НБУ і надалі спрямовуватимуться на збереження курсової стійкості. НБУ залишатиметься ключовим гравцем на ринку, компенсуючи структурний дефіцит іноземної валюти та обмежуючи курсові коливання за допомогою валютних інтервенцій. Завдяки таким діям ситуація на валютному ринку і після зміни режиму залишалася контрольованою, а погіршення курсових очікувань виявилось маржинальним. Курс гривні на міжбанківському ринку впродовж жовтня рухався в обидва боки та навіть незначно ревальвував. Водночас рухливість курсу сприяла поживленню торгів між учасниками ринку без участі НБУ та практично не позначилася на динаміці готівкового курсу.

**Попри номінальне зниження ставок дохідність гривневих активів залишається привабливою завдяки зниженню інфляції та поліпшенню очікувань**

Профіцит ліквідності банківської системи надалі зростає: значний приплив коштів через бюджетний канал переважив вплив інтервенцій НБУ з продажу іноземної валюти. Розширення ліквідності банківської системи триватиме з огляду на значні бюджетні дефіцити, основним джерелом фінансування яких залишатиметься міжнародна допомога.

В умовах безпрецедентного профіциту ліквідності, стійкого припливу коштів на депозити та стрімкого зниження інфляції асиметричність реакції банків на пом'якшення монетарної політики посилюється<sup>23</sup>. Так, середньозважена ставка за гривневими строковими депозитами НФК відреагувала на попередні кроки НБУ зниженням одразу на 1.8 в. п. за квартал.

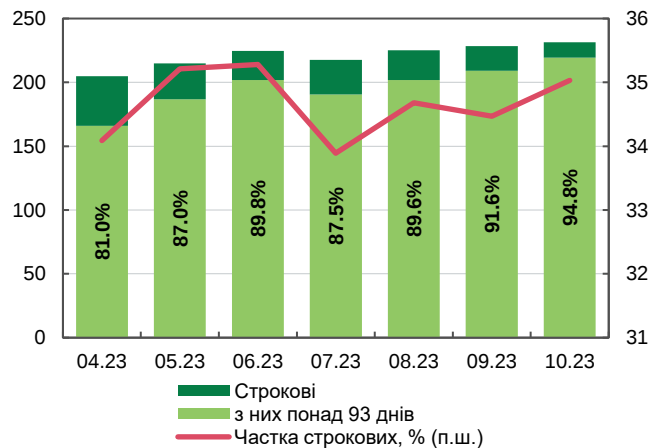
Водночас ситуація з вартістю гривневих строкових депозитів ФО була дещо іншою. Дохідність депозитів строком до трьох місяців протягом кварталу також стрімко знизилася (на 1.4 в. п.). Натомість ставки за депозитами на строк понад три місяці проявили стійкість (маржинально виросли на 0.2 в. п.). Стримана реакція цих ставок відображала заходи НБУ з регулювання структурної ліквідності та неконвенційний операційний дизайн монетарної політики<sup>24</sup>. Завдяки їм НБУ підживлював конкуренцію банків за депозити ФО з більшою строковістю.

Це, з одного боку, дає змогу банкам поступово знижувати вартість фондування (за рахунок коштів підприємств), а з

<sup>23</sup> Детальніше про асиметрію у відгуку ставок можна ознайомитись у вставці "Трансмісія облікової ставки НБУ в ставки за строковими гривневими депозитами домогосподарств" в Інфляційному звіті за липень 2023 року.

<sup>24</sup> Зокрема зниження частки залишків строкових депозитів ФО, що враховується під час [розрахунку ліміту](#) вкладень банків у тримісячні ДС.

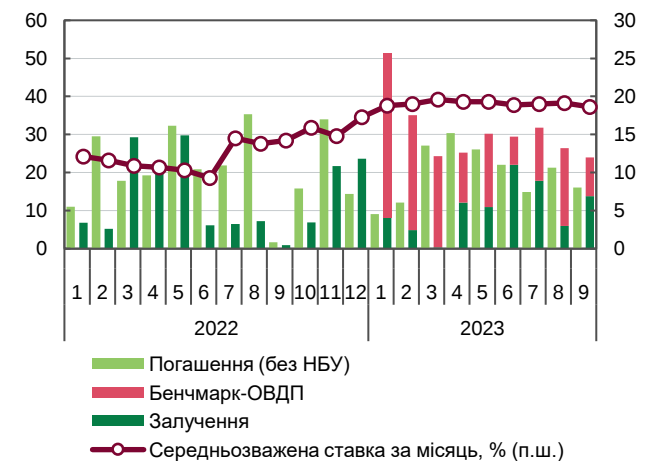
**Графік 2.6.7. Гривневі строкові депозити ФО\*, млрд грн та їх частка у загальному обсязі гривневих депозитів ФО**



\* Згідно із оперативною статистикою.

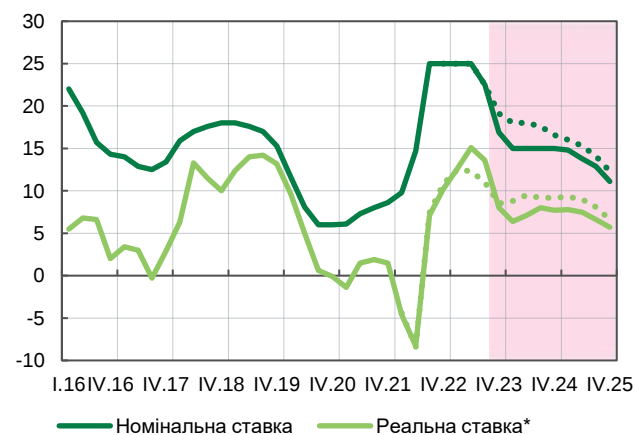
Джерело: НБУ.

**Графік 2.6.8. Розміщення\*, погашення гривневих ОВДП, млрд грн та їх дохідність**



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

**Графік 2.6.9. Облікова ставка в номінальному та реальному вимірах, у середньому за період, %**



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

іншого – підтримувати достатній рівень привабливості гривневих строкових депозитів за рахунок високих реальних ставок для населення. Так, рівень ставок за строковими депозитами більшості банків дає змогу покривати очікувану інфляцію. Це посилює довіру до гривні та сприяє подальшому зростанню обсягів та частки строкових депозитів. Гривневі строкові депозити ФО протягом III кварталу зросли на 1.6%, а на строк понад три місяці – на 3.6%<sup>25</sup>. Попри війну, рівень доларизації депозитів ФО надалі знижувався (з початку року – на 2.4 в.п. до 33.6%).

Помірно знижується дохідність і за гривневими ОВДП. Вона залишається достатньо високою для забезпечення жвавого попиту. Крім того, з огляду на очікуване пом'якшення процентної політики інвестори зацікавлені в можливості зафіксувати привабливу дохідність.

Водночас пом'якшення процентної політики НБУ сприяло здешевленню кредитів. Так, середньозважені ставки за гривневими кредитами для НФК за квартал знизилися на 1 в. п. Разом із здешевленням, з'явилися перші ознаки відновлення кредитування. Залишки за гривневими кредитами, наданими НФК, за цей період зросли на 1.8%, а за кредитами ДГ – на 4.2%. Певні ознаки поліпшення кредитування підтверджуються й [Опитуванням про умови банківського кредитування](#). Згідно з ним, банки фіксують відновлення попиту на кредити та очікують подальше зростання корпоративного і роздрібного кредитних портфелів. Основною перепорою для стрімкішого зниження ставок за кредитами та повноцінного відновлення кредитування залишаються високі безпекові ризики.

**Монетарна політика НБУ сприятиме підтриманню достатньої привабливості гривневих інструментів і надалі**

У жовтні НБУ [встановив облікову ставку](#) на рівні 16%, зрівнявши її зі ставкою за депозитними сертифікатами овернайт. У такий спосіб НБУ модернізував операційний дизайн монетарної політики за системою "нижньої межі". Водночас ставки за іншими операціями НБУ з банками залишилися незмінними: за тримісячними ДС – 20%, а за кредитами рефінансування – 22%. Ухвалені рішення посилять сигнальну роль облікової ставки в умовах структурного профіциту ліквідності. Новий дизайн монетарної політики дає змогу зберегти стимули для підтримання високої привабливості гривневих активів.

Якщо не буде ознак погіршення балансу ризиків, а учасники ринку успішно адаптуються до нового валютного режиму, НБУ прогнозує зниження облікової ставки в грудні. Водночас очікувана траєкторія інфляції та плани щодо подальших кроків з валютної лібералізації обмежуватимуть простір для подальшого пом'якшення процентної політики. Зниження облікової ставки в 2024 році стане можливим в разі суттєвого зниження ризиків для курсової стійкості та інфляційної динаміки.

<sup>25</sup> Враховуючи технічне зниження строкових депозитів у липні внаслідок перекласифікації окремими банками депозитів із правом дострокового розірвання. Згідно із оперативною статистикою.

### Вставка 3. На шляху до плавання: світовий досвід застосування різних режимів обмінного курсу під час війни та в післявоєнний період

Для стабілізації валютного ринку НБУ в перші години повномасштабного вторгнення зафіксував офіційний курс гривні до долара США та запровадив низку тимчасових адміністративних обмежень на валютні операції та рух капіталу. Нещодавно НБУ перейшов від режиму фіксації до [керуваної гнучкості обмінного курсу](#). Це – лише перший крок на шляху повернення до режиму інфляційного таргетування (далі – режим ІТ) з плаваючим обмінним курсом, що залишається [стратегічною метою НБУ](#). Тож у пригоді стануть світовий досвід та уроки ЦБ країн, що переживали воєнні конфлікти й з різною ефективністю застосовували ті чи інші режими обмінного курсу перед переходом до плавання.

**Фіксація чи жорстка прив'язка обмінного курсу – поширене та дієве антикризове "знеболювальне".** У багатьох країнах, що пройшли кризу війни, фіксація та різні форми жорсткої прив'язки обмінного курсу національної валюти довели свою ефективність як тимчасовий антикризовий інструмент для утримання під контролем інфляційних процесів та забезпечення макрофінансової стабільності.

Так, у середині 1985 року в Ізраїлі розпочалася реалізація стабілізаційної програми, наріжним каменем, якої стала курсова стійкість. Упродовж трьох років [шекель був жорстко прив'язаний](#) спочатку до долара США, а згодом до кошика валют основних торгових партнерів з коридором відхилень  $\pm 3\%$  від центрального значення. Очікувалося, що курсова стійкість дасть змогу знизити тризначову інфляцію до рівнів розвинених європейських країн. Ця мета була частково досягнута – темпи інфляції знизилися до [двоцифрових показників](#).

Стабілізаційна програма Хорватії, метою якої було суттєве сповільнення інфляції в післявоєнний період (з 1995 року), серед іншого також передбачала визнання валютного курсу якорем цінової стабільності, реформування валютного ринку та його лібералізацію. Упродовж 1991-1993 років курс хорватського динара був [жорстко прив'язаний](#) до німецької марки. Після запровадження нової грошової одиниці – хорватської куни – у травні 1994 року ЦБ визначив курсовий режим як [кероване плавання](#), однак істотно обмежував коливання обмінного курсу проведенням валютних інтервенцій. Упродовж 1994-1996 років курс куни до німецької марки [залишався стабільним із середнім відхиленням  \$\pm 1,6\%\$  на рік](#). Разом з іншими стабілізаційними заходами підтримання такої курсової стійкості дало змогу поліпшити інфляційні та курсові очікування, а також стрімко знизити інфляцію ([з 1903% р/р у жовтні 1993 року до -3% р/р у грудні 1994 року](#)).

**Тернистий шлях до більшої гнучкості обмінного курсу.** ЦБ країн, досвід яких досліджувався, розглядали режими фіксації чи жорсткої прив'язки обмінного курсу здебільшого як тимчасовий стабілізаційний захід перед поверненням до гнучкішого курсоутворення та режиму ІТ із застосуванням ключової ставки як основного монетарного інструменту. Водночас таке повернення відбувалося по-різному.

Як зазначалося, забезпечення курсової стійкості шекеля завдяки режиму жорсткої прив'язки дало змогу ЦБ Ізраїлю відчутно знизити інфляцію у 1988 році. Водночас зміцнення реального обмінного курсу поставило ЦБ перед вибором: або періодично коригувати рівень обмінного курсу, або дозволяти йому формуватися на

гнучкіших засадах. Тож у 1989-2004 роках він експериментував з різними варіантами прив'язки шекеля, [поступово збільшуючи коридор коливань обмінного курсу з  \$\pm 3\%\$  у 1992 році до  \$\pm 7\%\$  у 1995 році](#). У міру подальшого зниження інфляції з 20% до 7% р/р (з досягненням змінних інфляційних таргетів) ЦБ вирішив запровадити повзучу прив'язку курсу із щорічним розширенням діапазону курсових коливань із  $\pm 15\%$  до  $\pm 26\%$ . Межі коридору визначалися зокрема з урахуванням різниці між інфляційною ціллю Ізраїлю та очікуваною інфляцією у країнах-торговельних партнерах. ЦБ також зменшив свою присутність на валютному ринку. У 2003 році інфляція досягла постійної цілі: перебування в діапазоні 1%-3% безперервно протягом останніх 12 місяців. А з 2005 року ЦБ перейшов до [режиму плаваючого обмінного курсу](#).

**Графік 1. ІСЦ, офіційний обмінний курс шекеля та ключова процентна ставка ЦБ Ізраїлю**



Джерело: [IFS, Karnit Flug, Bank of Israel](#).

У Грузії до серпня 2008 року діяв режим плаваючого обмінного курсу. В умовах військового вторгнення росії ЦБ Грузії тимчасово [зафіксував](#) обмінний курс ларі до дол. США для уникнення розгортання панічних настроїв, урівноваження ситуації на валютному ринку та забезпечення макрофінансової стабільності. Проте валютні інтервенції, завдяки яким підтримувалася фіксація, виснажували міжнародні резерви країни: за серпень 2008 року їх обсяг знизився на 23% порівняно з показником за попередній місяць. Тож уже в першій декаді листопада 2008 року ЦБ Грузії [прийняв рішення](#) скоригувати курс ларі до долара США як проміжний крок на шляху повернення до [плаваючого курсоутворення](#). Курс у два кроки послабився на 15%: 4 жовтня 2008 року на 4% та 10 жовтня 2008 року на 11%. Новий рівень курсу ЦБ вважав рівноважним з огляду зокрема на негативний прогноз платіжного балансу та суттєву переоціненість

курсу ларі через різке зміцнення долара США до інших валют в умовах розгортання останньої світової фінансової кризи. Протягом двох наступних днів після девальвації ЦБ здійснював активні інтервенції для стабілізації курсу на новому рівні та відновлення довіри до ларі. Надалі ЦБ суттєво скоротив щоденні обсяги інтервенцій, а вже в січні 2009 року перейшов до режиму IT. Водночас протягом 2009–2013 років обмінний курс утримувався у відносно вузькому діапазоні 1.6-1.8 лар за 1 дол. США.

**Валютні інтервенції – основний монетарний інструмент.** Різноманітні варіації режиму таргетування (стабілізації) обмінного курсу зазвичай потребують активних дій з боку ЦБ для врівноваження кон'юнктури валютного ринку. Тож валютні інтервенції ЦБ починають відігравати роль основного монетарного інструменту.

Так, таргетування обмінного курсу хорватської куни у 1994–1998 роках супроводжувалося активними інтервенціями на валютному ринку. Перехід до більшої гнучкості обмінного курсу в Хорватії був поступовим, тривалим і обережним. Незважаючи на те, що з 2009 року офіційним курсовим режимом в Хорватії було кероване плавання, де-факто у 2010-2015 роках діяв режим повзучої прив'язки, а протягом 2016-2019 років – режим стабілізації курсу, за якого обмінний курс коливався у вузькому коридорі  $\pm 2\%$ . Для обмеження волатильності курсу ЦБ активно проводив інтервенції на валютному ринку, які були основним інструментом його монетарної політики.

**Графік 2.** ІСЦ, офіційний обмінний курс куни та ключова процентна ставка ЦБ Хорватії



Джерело: [HNB](#).

ЦБ Іраку у 2004–2014 роках також концентрувався на стабілізації курсу динара шляхом проведення аукціонів із продажу іноземної валюти.

**Процентна політика – допоміжний інструмент на варті курсової стійкості.** За різних варіацій режиму таргетування обмінного курсу ЦБ [Хорватії](#), [Ізраїлю](#), [Кувейту](#) та інших країн використовували ключову процентну ставку як допоміжний інструмент для зниження тиску на міжнародні резерви й підтримки стійкості валютного ринку.

Інколи сприятливий вплив внутрішніх та зовнішніх чинників може спричинити стрімке зниження інфляції навіть під час війни чи в післявоєнний період. Однак передчасне пом'якшення процентної політики за збереження все ще високих безпекових, інфляційних та

девальваційних ризиків може підважити курсову стійкість і, відповідно, перспективи забезпечення цінової стабільності в середньостроковій перспективі.

Так, незважаючи на негативні наслідки "п'ятиденної" війни, через дезінфляційний вплив світової фінансової кризи інфляція в Грузії у річному вимірі стрімко знижувалася: з 12.8% у серпні 2008 року до 1.6% у березні 2009 року. З огляду на сприятливу цінову динаміку, ЦБ Грузії вже у вересні 2008 року розпочав цикл пом'якшення процентної політики з метою підтримки економічного зростання. Водночас зниження ставок в умовах відчутної девальвації ларі негативно позначилося на привабливості національної валюти та довірі до неї. Це призвело до зростання рівня доларизації економіки, а також стало однією із причин суттєвого прискорення інфляції у 2010 році. Враховуючи те, що інфляційний тиск підживлювався ще й зовнішніми факторами (зокрема зростанням цін на світових ринках), ЦБ Грузії був вимушений посилити процентну політику з метою недопущення закріплення інфляції на високих рівнях. Загалом із червня 2010 року до лютого 2011 року ключову ставку було підвищено на 3 в.п. до 8% річних. На цьому рівні ЦБ Грузії утримував її впродовж п'яти місяців. Враховуючи недовгої ефективності процентного каналу трансмісійного механізму, а також високий рівень доларизації, ЦБ додатково до підвищення облікової ставки підвищив норму обов'язкового резервування за доларовими зобов'язаннями з 5% до 15%, а також посилив нормативи ліквідності та регулятивного капіталу для банків

**Графік 3.** ІСЦ, офіційний обмінний курс ларі та ключова процентна ставка ЦБ Грузії



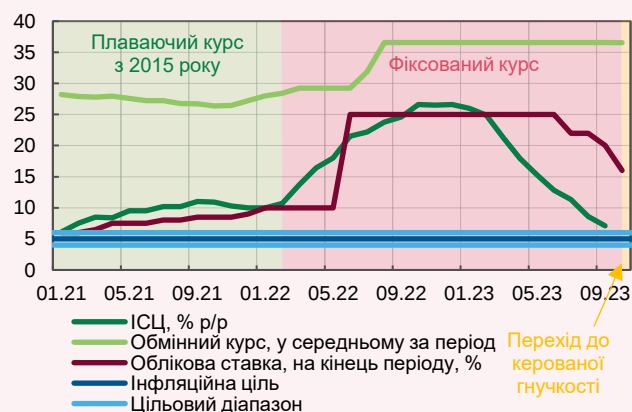
Джерело: [NBG](#).

**Досвід України.** Із 2015 року і до початку повномасштабної війни Україна дотримувалася режиму плаваючого обмінного курсу, комбінуючи його з активною політикою валютних інтервенцій для згладжування надмірних курсових коливань та накопичення міжнародних резервів. Водночас з метою стабілізації ситуації на валютному ринку НБУ в перші години повномасштабного вторгнення РФ зафіксував офіційний курс гривні до долара США та ввів низку тимчасових адміністративних обмежень щодо валютних операцій та транскордонного руху капіталу. Такі кроки дали змогу уникнути паніки, обмежити відплив капіталу та сприяли зниженню девальваційного тиску.

З огляду на зміну фундаментальних характеристик економіки України під час війни та зміцнення дол. США до

інших валют, 21 липня 2022 року НБУ [скоригував офіційний курс гривні на 25%](#). Такий крок дав змогу зблизити курсові умови для різних груп бізнесу та населення, зменшити тиск на курс і міжнародні резерви, а також сприяв підвищенню конкурентоспроможності українських виробників.

**Графік 4. ІСЦ, офіційний обмінний курс гривні та облікова ставка НБУ**



Джерело: НБУ.

Для підтримки фіксації курсу, а також фінансування імпорту, критично важливого для продовження воєнного спротиву та роботи економіки, НБУ проводить активні інтервенції з продажу іноземної валюти. НБУ також періодично здійснює відповідні калібрування валютних обмежень, за можливості пом'якшуючи їх [для мінімізації множинності курсів](#), а також зменшення незручностей для населення та тягара для бізнесу.

За умов високої невизначеності, зумовленої війною, фіксований обмінний курс став основним якорем стабілізації очікувань та ключовим засобом виконання пріоритетних цілей НБУ щодо забезпечення цінової та фінансової стабільності, що є важливою передумовою для відновлення економіки. Водночас з огляду на власний та міжнародний досвід, НБУ усвідомлював, що тривала фіксація курсу поступово вичерпає свій стабілізуючий потенціал та може призвести до накопичення макроекономічних дисбалансів, реалізація яких здатна спричинити розгортання фінансово-економічної кризи. Тож НБУ ще у квітні 2022 року (невдовзі після фіксації курсу) [заявив про намір](#) повернутися до режиму ІТ з плаваючим обмінним курсом у міру формування належних макроекономічних та фінансових передумов. У червні 2023 року НБУ [затвердив](#) відповідну Стратегію пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу і повернення до інфляційного таргетування (далі – Стратегія) і оприлюднив [публічну версію](#). У ній у загальних рисах описані пріоритети та принципи здійснення кроків за вищезазначеними напрямками.

На виконання Стратегії 3 жовтня 2023 року НБУ [перейшов до керованої гнучкості обмінного курсу](#) з огляду на стійкий прогрес у зниженні інфляції, накопичення значного рівня міжнародних резервів, а також збереження достатньої привабливості гривневих інструментів. Завдяки належній підготовці перехід відбувся контрольовано та в цілому успішно. Після очікуваного ажіотажу в перші дні функціонування нового курсового режиму, вже на третій день валютний ринок стабілізувався, а обсяг інтервенцій

НБУ скоротився до середньоденного вересневого значення.

Поступове збільшення гнучкості обмінного курсу, передбачене Стратегією в міру формування належних передумов, посилить стійкість української економіки та валютного ринку, сприятиме їх кращій адаптації до внутрішніх і зовнішніх шоків та зменшуватиме ризики накопичення валютних дисбалансів. Водночас НБУ і надалі відіграватиме активну роль на валютному ринку, компенсуючи структурну компоненту чистого попиту на іноземну валюту. Завдяки цьому курс коливатиметься в обидва боки під впливом ринкових чинників. Водночас НБУ суттєво обмежуватиме курсові коливання за допомогою валютних інтервенцій, не допускаючи як значного послаблення гривні, так і її суттєвого зміцнення.

**Процентна політика НБУ спрямовується на підтримання курсової стійкості.** За поточних умов логіка застосування ключової ставки відрізняється від її традиційного застосування за режиму ІТ. Зокрема ключовою детермінантою для процентної політики є не тільки очікувана інфляційна динаміка порівняно з ціллю, але й привабливість національної валюти як засобу заощаджень порівняно з іноземною валютою. Завдяки високим ставкам економічні агенти можуть захистити від інфляції свої заощадження, не конвертуючи їх в іноземну валюту. У результаті тиск на валютний ринок і міжнародні резерви знижується, а курсова стійкість – посилюється. Це не лише безпосередньо стримує зростання собівартості товарів та послуг, зокрема через нижчу вартість імпорту, а й зменшує тиск на інфляційні та курсові очікування громадян і бізнесу. Отже, зростає спроможність НБУ забезпечувати цінову та фінансову стабільність.

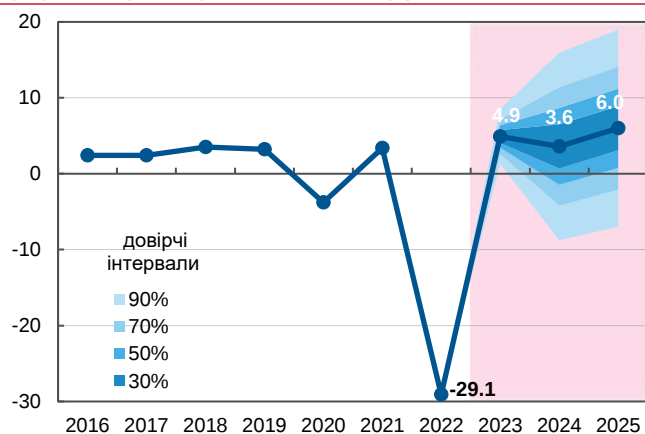
З цієї метою НБУ ще на початку червня 2022 року [підвищив облікову ставку відразу на 15 в.п. до 25%](#) та більше року утримував її незмінною для забезпечення зростання привабливості гривневих інструментів та зниження тиску на валютному ринку.

Поліпшення інфляційних очікувань, прогноз подальшого уповільнення інфляції та стійка ситуація на валютному ринку уможливили початок циклу [зниження облікової ставки](#) в липні 2023 року. Пом'якшення процентної політики підтримає відновлення економіки та водночас не створюватиме загроз для макрофінансової стабільності. Монетарна політика НБУ і надалі узгоджуватиметься з необхідністю підтримання достатньої привабливості гривні як передумови для реалізації Стратегії та досягнення пріоритетних цілей НБУ.

## Частина 3. Ризики прогнозу

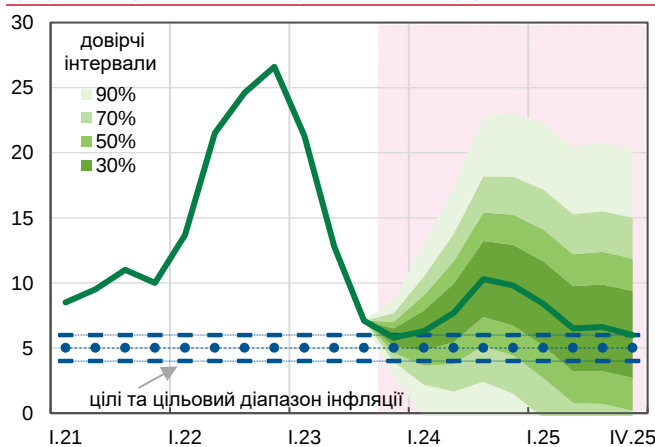
- Розвиток безпекової ситуації, зокрема тривалість ведення бойових дій, їх характер та інтенсивність – найвагоміший ризик цього макропрогнозу. Швидша перемога України посприє стрімкішому економічному зростанню та нівелює значну кількість інфляційних ризиків, пов'язаних із війною. Натомість триваліше, ніж очікується зараз, збереження безпекових ризиків може призвести до додаткових втрат потенціалу української економіки та сильнішого інфляційного тиску на прогнозному горизонті.

Графік 3.1. Прогноз реального ВВП, % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

Прогнози ключових макроекономічних змінних наведено у вигляді віялових діаграм (FanCharts). Довірчі інтервали симетричні. Вони відображають прогностичну силу попередніх прогнозів (починаючи з 2016 року) та враховують експертну оцінку поточних економічних умов для прогнозу ВВП. Довірчі інтервали розширюються лише протягом двох років і після цього залишаються сталими.

Базовий сценарій цього макропрогнозу побудований на консервативнішому, ніж у попередніх прогнозах, припущенні: очікується збереження високих безпекових ризиків до кінця 2024 року. Довша тривалість та вища інтенсивність війни, ніж у базовому сценарії, погіршить перспективи відновлення економіки України, зумовить додаткові втрати потенціалу розвитку, перешкоджатиме активнішому поверненню мігрантів. Відповідно, повільніше відновлюватимуться як виробничі активи, так і ринок праці. Бізнес настрої будуть гіршими, ніж у базовому прогнозі, що стримуватиме інвестиційну активність та обмежуватиме пропозицію. Вищими будуть видатки бюджету, що створюватиме тиск на державні фінанси. Крім того, експорт залишатиметься обмеженим довше, ніж очікується зараз. Це створюватиме додатковий тиск на валютний ринок, а отже й цінову динаміку. Продовження мораторію на підвищення тарифів на окремі ЖКП в умовах довшої війни лише частково компенсуватиме вплив зазначених проінфляційних чинників. Отже, для утримання помірної інфляції НБУ може вдаватися до жорсткішої монетарної політики, ніж передбачає базовий сценарій цього прогнозу.

В умовах повномасштабної війни зберігаються високими ризики суттєвих уражень енергетичної та портової інфраструктури. Це може призвести до більшого дефіциту власних потужностей з виробництва е/е, ніж передбачено базовим сценарієм. Для їх покриття може не вистачити технологічних можливостей імпорتنих поставок. У результаті відновляться відключення як побутових, так і промислових споживачів, що обмежуватиме економічну активність. Отже, темпи зростання ВВП будуть меншими, ніж у базовому сценарії. Водночас, варто відзначити кращий рівень готовності бізнесу та населення до відключень е/е, ніж минулої зими.

Крім того, продовження активних обстрілів портової інфраструктури може негативно позначитися на судноплаванні. Це ускладнить вивезення насамперед сільськогосподарської продукції та призведе до зниження валютних надходжень, а також збільшить потребу в значних інвестиціях для відновлення експортних можливостей після зниження безпекових ризиків.

Державні фінанси дуже вразливі в умовах війни. З огляду на непередбачуваний характер війни ризики недоотримання планових доходів бюджету залишаються високими, а потенціал оптимізації видатків – обмеженим. Є суттєвий ризик вимушеного збільшення видатків,

|                                    |          | Ймовірність настання ризику |                                                                                                                                                                                                                                                              |                                                           |
|------------------------------------|----------|-----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|
|                                    |          | Низька<br><15%              | Середня<br>15–25%                                                                                                                                                                                                                                            | Висока<br>25–50%                                          |
| Ступінь впливу на базовий сценарій | Слабкий  |                             |                                                                                                                                                                                                                                                              |                                                           |
|                                    | Помірний |                             | Посилена еміграція<br>Нарощування потужності морських шляхів експорту                                                                                                                                                                                        | Пошкодження енергетичної та портової інфраструктури       |
|                                    | Сильний  |                             | Зниження обсягів чи втрата ритмічності надходження міжнародної допомоги<br>Виникнення додаткових бюджетних потреб і значних квазіфіскальних дефіцитів, зокрема в енергетичній сфері<br>Швидка реалізація масштабного плану відбудови України "план Маршалла" | Триваліший термін війни, ескалація, екотероризм окупантів |

насамперед у разі посилення безпекових ризиків чи пошкоджень критичної інфраструктури. Це призведе до збільшення дефіциту бюджету та вимагатиме пошуку додаткових джерел його фінансування.

Водночас посилилася невизначеність щодо обсягів зовнішньої фінансової допомоги, можливою є втрата ритмічності цих надходжень. Ураховуючи обмежену ємність внутрішнього фінансового ринку, це загрожуватиме поновленням емісійного фінансування бюджету з боку НБУ. У результаті погіршаться інфляційні та курсові очікування. За такого сценарію НБУ утримуватиме жорсткіші монетарні умови, ніж очікується зараз.

Невизначеність з часом і параметрами коригування енергетичних тарифів для населення є окремим ризиком для наведеного прогнозу інфляції. З одного боку, відтермінування рішень щодо приведення тарифів на ЖКП до економічно обґрунтованих рівнів може призвести до накопичення квазіфіскальних дефіцитів та погіршення фінансового стану державних енергокомпаній. Це, у свою чергу, загрожуватиме нестабільністю на ринку енергоресурсів та зниженням інвестиційного потенціалу цієї галузі. Крім того, ціновий тиск лише відкладатиметься на майбутнє. З іншого боку, прискорене підвищення вартості енергоносіїв, покликане усунути дисбаланси в енергетичному секторі, створюватиме додатковий інфляційний тиск, соціальну напруженість та потребу в значному збільшенні субсидій для населення.

Значна тривалість та інтенсивність воєнних дій, обстріли агресором цивільної інфраструктури посилюють ризики неповернення значної частини громадян, що виїхали за кордон, та поступово адаптуються до життя за межами України. Несприятливі економічні та соціальні умови після війни можуть також стати причиною збільшення еміграції, зокрема в умовах зняття обмеження на виїзд чоловіків віком 18–60 років. Зменшення кількості споживачів призводитиме до слабких темпів відновлення попиту. Це частково послаблюватиме інфляційний тиск, проте з іншого боку нестача робочої сили та посилення диспропорцій на ринку праці зумовлюватиме зростання затрат бізнесу на оплату праці з відповідним їх перенесенням на ціни.

Базовий сценарій прогнозу враховує припущення щодо відсутності роботи "зернового коридору" до закінчення активної фази війни. Однак очікується подальше функціонування альтернативних морських шляхів експортних поставок як продовольчої, так і металургійної продукції. Суттєве розширення потужностей морських перевезень поліпшить не лише поточну ситуацію для українських експортерів, а й стане стимулом із нарощування виробництва. Це сприятиме жвавішому економічному відновленню та зростанню експортних надходжень.

Очікується, що повоєнне відновлення України відбуватиметься в тісній співпраці з міжнародними

кредиторами та донорами. Інвестиції, необхідні для відновлення інфраструктури та виробництв можуть бути залучені лише за наявності відповідної програми відбудови, ухваленої на високому міжнародному рівні та успішно реалізованою українською владою. Наразі це не закладено в базовий сценарій макроекономічного прогнозу, адже акумуляція таких ресурсів та деталізація відповідної програми потребуватимуть тривалого часу. Реалізація такої програми разом із євроінтеграційними реформами суттєво пришвидшить темпи економічного зростання. Доходи населення зростатимуть значно швидше, ніж у базовому сценарії, що зумовлюватиме посилення фундаментального інфляційного тиску. Проте його компенсуватимуть ревальваційні ефекти через приплив валюти в країну та зниження премії за ризик. Це дасть змогу НБУ раніше почати цикл пом'якшення монетарної політики.

## Макроекономічний прогноз (жовтень 2023)

| Показники                                             | 2022  |      |      |                 | 2023  |      |      |      |                     |                    | 2024 |      |      |      |                     |                    | 2025 |      |      |      |                     |                    |
|-------------------------------------------------------|-------|------|------|-----------------|-------|------|------|------|---------------------|--------------------|------|------|------|------|---------------------|--------------------|------|------|------|------|---------------------|--------------------|
|                                                       | 2019  | 2020 | 2021 | факт/<br>оцінка | I     | II   | III  | IV   | поточний<br>прогноз | прогноз<br>07.2023 | I    | II   | III  | IV   | поточний<br>прогноз | прогноз<br>07.2023 | I    | II   | III  | IV   | поточний<br>прогноз | прогноз<br>07.2023 |
| РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше        |       |      |      |                 |       |      |      |      |                     |                    |      |      |      |      |                     |                    |      |      |      |      |                     |                    |
| Номінальний ВВП, млрд грн                             | 3977  | 4222 | 5451 | 5191            | 1269  | 1532 | 1854 | 1970 | 6625                | 6525               | 1542 | 1789 | 2129 | 2270 | 7730                | 7620               | 1776 | 2068 | 2451 | 2605 | 8900                | 8830               |
| Реальний ВВП                                          | 3.2   | -3.8 | 3.4  | -29.1           | -10.5 | 19.5 | 8.2  | 4.5  | 4.9                 | 2.9                | 5.4  | 3.5  | 2.2  | 3.8  | 3.6                 | 3.5                | 4.8  | 5.6  | 6.3  | 7.0  | 6.0                 | 6.8                |
| Дефлятор ВВП                                          | 8.2   | 10.3 | 25.1 | 34.3            | 30.0  | 24.8 | 19.5 | 16.0 | 21.7                | 22.2               | 15.4 | 12.8 | 12.3 | 11.0 | 12.6                | 12.8               | 9.8  | 9.5  | 8.4  | 7.3  | 8.6                 | 8.5                |
| ІСЦ (середнє за період)                               | 7.9   | 2.7  | 9.4  | 20.2            | -     | -    | -    | -    | 12.9                | 14.7               | -    | -    | -    | -    | 8.3                 | 10.4               | -    | -    | -    | -    | 7.4                 | 7.1                |
| ІСЦ (на кінець періоду)                               | 4.1   | 5.0  | 10.0 | 26.6            | 21.3  | 12.8 | 7.1  | 5.8  | 5.8                 | 10.6               | 6.3  | 7.7  | 10.3 | 9.8  | 9.8                 | 8.5                | 8.4  | 6.5  | 6.6  | 6.0  | 6.0                 | 6.0                |
| Базова інфляція                                       | 3.9   | 4.5  | 7.9  | 22.6            | 19.8  | 13.7 | 8.3  | 5.7  | 5.7                 | 8.7                | 5.7  | 6.9  | 8.0  | 8.6  | 8.6                 | 7.0                | 7.3  | 5.6  | 4.1  | 3.0  | 3.0                 | 3.1                |
| Небазова інфляція                                     | 4.8   | 5.9  | 13.5 | 30.6            | 22.8  | 11.7 | 5.3  | 6.0  | 6.0                 | 13.2               | 7.0  | 8.4  | 13.0 | 11.3 | 11.3                | 10.3               | 9.7  | 7.5  | 9.5  | 9.6  | 9.6                 | 9.3                |
| Сирі продтовари                                       | 3.9   | 4.1  | 11.8 | 41.6            | 31.6  | 18.2 | 0.3  | 1.2  | 1.2                 | 13.3               | 0.1  | -0.1 | 10.7 | 8.3  | 8.3                 | 7.7                | 6.3  | 4.4  | 4.0  | 3.1  | 3.1                 | 2.8                |
| Адміністративно регульовані ціни                      | 8.6   | 9.9  | 13.6 | 15.3            | 13.5  | 12.5 | 11.3 | 11.4 | 11.4                | 14.4               | 12.7 | 14.2 | 15.7 | 15.6 | 15.6                | 15.5               | 14.6 | 11.6 | 16.9 | 18.8 | 18.8                | 18.8               |
| Номінальна заробітна плата*, (у середньому за період) | 18.4  | 10.4 | 20.9 | 6.0             | 11.4  | 28.8 | 21.4 | 10.6 | 17.7                | 19.6               | 13.2 | 14.9 | 15.8 | 18.9 | 15.8                | 16.1               | 16.5 | 15.3 | 13.6 | 11.2 | 14.0                | 12.8               |
| Реальна заробітна плата* (у середньому за період)     | 9.8   | 7.4  | 10.5 | -11.4           | -10.2 | 11.7 | 11.4 | 4.8  | 3.9                 | 3.9                | 6.5  | 7.1  | 5.9  | 8.0  | 6.9                 | 5.2                | 6.8  | 7.5  | 6.1  | 4.5  | 6.2                 | 5.4                |
| Рівень безробіття, % (МОП, у середньому за період)    | 8.2   | 9.5  | 9.8  | 21.1            | -     | -    | -    | -    | 19.1                | 19.0               | -    | -    | -    | -    | 16.5                | 16.9               | -    | -    | -    | -    | 14.2                | 14.4               |
| ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР                                     |       |      |      |                 |       |      |      |      |                     |                    |      |      |      |      |                     |                    |      |      |      |      |                     |                    |
| Зведений бюджет, сальдо, млрд грн                     | -87.3 | -224 | -187 | -845            | -     | -    | -    | -    | -1355               | -1291              | -    | -    | -    | -    | -1035               | -1281              | -    | -    | -    | -    | -1010               | -883               |
| % ВВП                                                 | -2.2  | -5.3 | -3.4 | -16.3           | -     | -    | -    | -    | -20.4               | -19.8              | -    | -    | -    | -    | -13.4               | -16.8              | -    | -    | -    | -    | -11.3               | -10.0              |
| без урахування грантів у доходах, % ВВП               | -2.2  | -5.3 | -3.4 | -25.5           | -     | -    | -    | -    | -28.7               | -26.2              | -    | -    | -    | -    | -20.3               | -19.8              | -    | -    | -    | -    | -13.3               | -11.8              |
| ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)          |       |      |      |                 |       |      |      |      |                     |                    |      |      |      |      |                     |                    |      |      |      |      |                     |                    |
| Поточний рахунок, млрд дол.                           | -4.1  | 5.3  | -3.9 | 8.0             | -1.8  | -0.2 | -3.5 | -1.8 | -7.3                | -11.0              | -2.9 | -1.8 | -2.9 | -3.4 | -11.0               | -17.2              | -4.8 | -4.2 | -4.2 | -4.3 | -17.6               | -16.1              |
| Експорт товарів та послуг, млрд дол.                  | 63.6  | 60.7 | 81.5 | 57.5            | 13.8  | 12.7 | 11.3 | 13.8 | 51.7                | 51.5               | 13.4 | 13.2 | 13.3 | 14.7 | 54.6                | 55.2               | 13.4 | 13.3 | 15.3 | 17.0 | 59.0                | 60.4               |
| Імпорт товарів та послуг, млрд дол.                   | 76.1  | 63.1 | 84.2 | 83.3            | 23.3  | 20.5 | 22.1 | 24.2 | 90.1                | 89.7               | 22.6 | 21.2 | 22.0 | 23.6 | 89.4                | 89.6               | 21.7 | 21.6 | 22.9 | 23.9 | 90.2                | 90.1               |
| Приватні грошові перекази в Україну, млрд дол.        | 11.9  | 12.0 | 14.0 | 12.5            | 3.0   | 2.9  | 2.8  | 3.0  | 11.7                | 12.2               | 3.2  | 3.1  | 3.2  | 3.1  | 12.6                | 13.5               | 3.0  | 3.3  | 3.5  | 3.8  | 13.7                | 14.6               |
| Фінансовий рахунок, млрд дол.                         | -10.1 | 3.3  | -4.4 | 11.1            | -5.6  | -4.1 | -5.2 | -3.3 | -18.2               | -18.4              | -3.1 | -2.3 | -3.1 | -2.4 | -10.9               | -18.4              | -3.6 | -3.9 | -5.2 | -5.8 | -18.4               | -18.1              |
| Зведений баланс, млрд дол.                            | 6.0   | 2.0  | 0.5  | -2.9            | 3.9   | 3.9  | 1.7  | 1.6  | 11.0                | 7.4                | 0.2  | 0.5  | 0.2  | -1.0 | -0.1                | 1.2                | -1.2 | -0.4 | 1.0  | 1.5  | 0.8                 | 2.0                |
| Валові резерви, млрд дол.                             | 25.3  | 29.1 | 30.9 | 28.5            | 31.9  | 39.0 | 39.7 | 41.8 | 41.8                | 38.3               | 42.1 | 44.0 | 44.7 | 44.7 | 44.7                | 42.6               | 43.2 | 42.8 | 43.3 | 45.0 | 45.0                | 44.1               |
| Місяців імпорту майбутнього періоду                   | 4.8   | 4.2  | 4.5  | 3.8             | 4.3   | 5.2  | 5.3  | 5.6  | 5.6                 | 5.1                | 5.7  | 5.9  | 6.0  | 6.0  | 6.0                 | 5.7                | 5.7  | 5.6  | 5.6  | 5.7  | 5.7                 | 5.6                |
| МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)           |       |      |      |                 |       |      |      |      |                     |                    |      |      |      |      |                     |                    |      |      |      |      |                     |                    |
| Грошова база, %                                       | 9.6   | 24.8 | 11.2 | 19.6            | 9.0   | 14.5 | 17.0 | 22.9 | 22.9                | 24.1               | 2.8  | 7.4  | 9.8  | 16.2 | 16.2                | 15.5               | 0.2  | 2.4  | 3.9  | 9.8  | 9.8                 | 12.0               |
| Грошова маса, %                                       | 12.6  | 28.6 | 12.0 | 20.8            | 2.3   | 9.1  | 11.9 | 23.0 | 23.0                | 19.2               | 4.2  | 7.0  | 8.6  | 13.0 | 13.0                | 12.6               | -1.0 | 0.9  | 1.6  | 7.9  | 7.9                 | 13.0               |
| Швидкість обертання (на кінець року, разів)           | 2.8   | 2.3  | 2.6  | 2.1             | -     | -    | -    | -    | 2.2                 | 2.2                | -    | -    | -    | -    | 2.2                 | 2.3                | -    | -    | -    | -    | 2.4                 | 2.3                |

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

## Припущення прогнозу

| Показники                                                    |                          | 2020* | 2021* | 2022*  | 2023  | 2024  | 2025  |
|--------------------------------------------------------------|--------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| Повна доступність портів Чорного моря                        |                          |       |       | -      | -     | -     | +     |
| Офіційне фінансування                                        | млрд дол.                |       |       | 32.2   | 45.4  | 38.6  | 25.1  |
| Міграція (чиста)                                             | млн осіб                 |       |       |        | -0.2  | 0.1   | 0.7   |
| Реальний ВВП країн - ОТП України (UAWGDP)                    | % р/р                    | -3.4  | 6.5   | 3.5    | 1.7   | 2.9   | 2.9   |
| Споживча інфляція в країнах - ОТП України (UAWCPI)           | % р/р                    | 2.1   | 6.4   | 14.0   | 7.6   | 4.9   | 3.5   |
| Світові ціни:**                                              |                          |       |       |        |       |       |       |
| Сталь, Steel Billet Exp FOB Ukraine                          | дол./т                   | 389.4 | 615.0 | 618.1  | 554.7 | 549.3 | 497.2 |
|                                                              | % р/р                    | -5.2  | 57.9  | 0.5    | -10.3 | -1.0  | -9.5  |
| Залізна руда, China import Iron Ore Fines 62% FE             | дол./т                   | 108.9 | 161.7 | 121.4  | 117.3 | 88.3  | 74.7  |
|                                                              | % р/р                    | 16.1  | 48.5  | -24.9  | -3.4  | -24.7 | -15.4 |
| Пшениця, No.1 Hard Red Winter, ordinary protein, Kansas City | дол./т                   | 185.5 | 265.8 | 360.2  | 290.8 | 272.2 | 251.8 |
|                                                              | % р/р                    | 12.6  | 43.3  | 35.5   | -19.3 | -6.4  | -7.5  |
| Кукурудза, Yellow #2 Delivery USA Gulf                       | дол./т                   | 165.5 | 259.4 | 318.4  | 257.5 | 229.2 | 215.8 |
|                                                              | % р/р                    | -2.7  | 56.7  | 22.7   | -19.1 | -11.0 | -5.8  |
| Нафта, Brent                                                 | дол./бар.                | 42.3  | 70.4  | 99.8   | 84.4  | 86.1  | 74.7  |
|                                                              | % р/р                    | -33.9 | 66.4  | 41.8   | -15.4 | 2.0   | -13.2 |
| Газ, Netherlands TTF                                         | дол./тис. м <sup>3</sup> | 115.0 | 574.8 | 1355.9 | 517.1 | 532.3 | 431.8 |
|                                                              | % р/р                    | -28.7 | 399.8 | 135.9  | -61.9 | 2.9   | -18.9 |
| Обсяги транзиту газу                                         | млрд м <sup>3</sup>      | 55.8  | 41.6  | 20.6   | 15.0  | 15.0  | 0.0   |
| Урожай зернових та зернобобових                              | млн т                    | 64.9  | 86.0  | 53.9   | 56.9  | 55.3  | 58.0  |
| Мінімальна зарплата**                                        | грн                      | 4815  | 6042  | 6550   | 6700  | 7775  | 8300  |

\* Фактичні дані.

\*\* У середньому за рік.

## Абревіатури та скорочення

|                 |                                                         |        |                                                                          |
|-----------------|---------------------------------------------------------|--------|--------------------------------------------------------------------------|
| АПК             | Агропромисловий комплекс                                | ОПЕК   | Організація країн – експортерів нафти                                    |
| ВВП             | Валовий внутрішній продукт                              | ОТП    | Основні торговельні партнери                                             |
| ВПО             | Внутрішньо переміщені особи                             | ПДВ    | Податок на додану вартість                                               |
| ГЕС             | Гідроелектростанція                                     | ПФУ    | Пенсійний фонд України                                                   |
| ГМК             | Гірничо-металургійний комплекс                          | РЕОК   | Реальний ефективний обмінний курс                                        |
| ДГ              | Домогосподарства                                        | рф     | російська федерація                                                      |
| ДКСУ            | Державна казначейська служба України                    | с/г    | Сільське господарство                                                    |
| ДМСУ            | Державна митна служба України                           | СЗДУ   | Сектор загального державного управління                                  |
| ДС              | Депозитні сертифікати                                   | США    | Сполучені Штати Америки                                                  |
| ДССУ            | Державна служба статистики України                      | УЗ     | Укрзалізниця                                                             |
| е/е             | Електроенергія                                          | ФО     | Фізичні особи                                                            |
| ЄКР             | Єдиний казначейський рахунок                            | ФОП    | Фізична особа-підприємець                                                |
| ЄС              | Європейський Союз                                       | ФРС    | Федеральна резервна система США                                          |
| ЄЦБ             | Європейський центральний банк                           | ЦБ     | Центральний банк                                                         |
| ЖКП             | Житлово-комунальні послуги                              | ЕМ     | Emerging Markets, країни, ринки яких розвиваються                        |
| ІДО             | Індекс ділових очікувань                                | ІТ     | Інформаційні технології                                                  |
| ІЕД             | Інститут економічних досліджень                         | ІТС    | International Trade Centre                                               |
| ІСЦ             | Індекс споживчих цін                                    | PMI    | Purchasing Managers' Index, індекс ділової активності                    |
| КМП             | Комітет з монетарної політики                           | UAWCPI | Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України     |
| МВФ             | Міжнародний валютний фонд                               | UAWGDP | Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України |
| Мінагрополітики | Міністерство аграрної політики та продовольства України | UIIR   | Український індекс міжбанківських ставок                                 |
| МОП             | Міжнародна організація праці                            |        |                                                                          |
| МР              | Маркетинговий рік                                       |        |                                                                          |
| МФУ             | Міністерство фінансів України                           |        |                                                                          |
| НБУ             | Національний банк України                               |        |                                                                          |
| НЕОК            | Номінальний ефективний обмінний курс                    |        |                                                                          |
| НФК             | Нефінансові корпорації                                  |        |                                                                          |
| ОВДП            | Облігації внутрішньої державної позики                  |        |                                                                          |
| ООН             | Організація Об'єднаних Націй                            |        |                                                                          |
| 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. п.  | долар США пункт                                         | с/с    | у сезонно скоригованому вимірі                                           |
| б. п.           | базисний пункт                                          | м/м    | до попереднього місяця, у місячному вимірі                               |
|                 |                                                         | п. ш.  | права шкала                                                              |