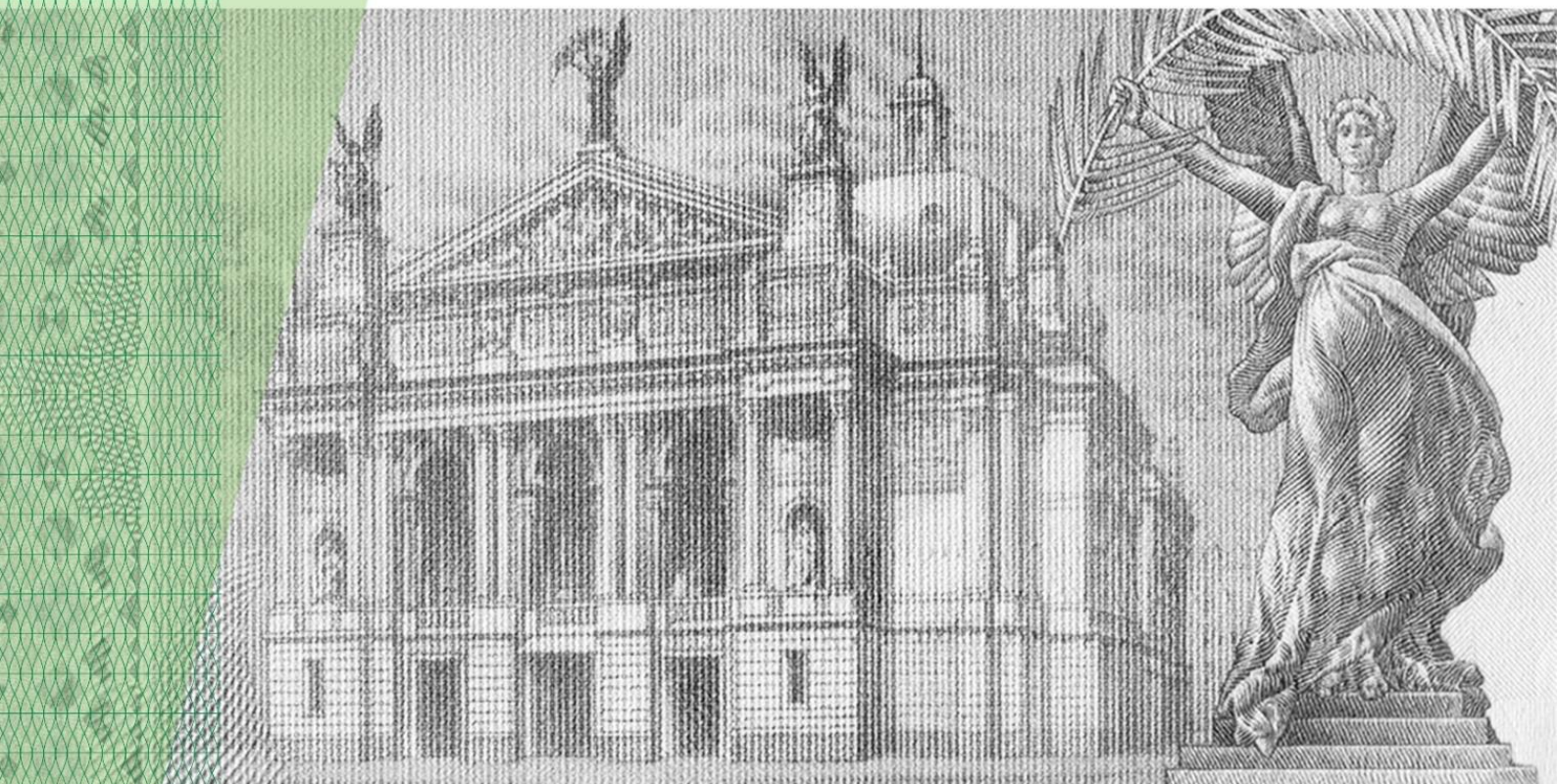




Національний
банк України

Інфляційний звіт

Січень 2024 року



Попри широкомасштабну війну, НБУ залишається відданим мандату із забезпечення цінової та фінансової стабільності як запоруки стійкого економічного зростання. [Основними засадами грошово-кредитної політики на період воєнного стану](#) та [Стратегією пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування](#) (далі – Стратегія) закріплено прагнення НБУ повернутися до традиційного інфляційного таргетування з плаваючим обмінним курсом. У міру формування належних передумов НБУ здійснює чергові кроки на цьому шляху. Так, стійкий прогрес у зниженні інфляції, накопичення значного рівня міжнародних резервів, збільшення привабливості гривневих депозитів та ОВДП дали змогу перейти від фіксації до керованої гнучкості обмінного курсу. За належних умов НБУ поступово допускає все більші курсові коливання у відповідь на зміну ринкової кон'юнктури. Це сприяє посиленню стійкості української економіки та валютного ринку, їх кращій адаптації до внутрішніх і зовнішніх шоків, зменшенню ризиків накопичення зовнішньоторговельних дисбалансів. Водночас на поточному етапі збереження курсової стійкості залишається ключовим засобом стабілізації очікувань, утримання помірної інфляції у 2024 році та її приведення до цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п. у 2025 році. Для цього НБУ зберігає активну присутність на валютному ринку, компенсуючи структурний дефіцит іноземної валюти та згладжуючи надмірні курсові коливання в обидва боки.

Підтримці стійкої ситуації на валютному ринку також сприяють збереження та калібрування низки адміністративних обмежень (зокрема на валютні операції та рух капіталу), відмова від емісійного фінансування, забезпечення належних монетарних умов для підтримки привабливості гривневих інструментів. Так, НБУ спрямовує свою процентну політику, зберігає стимули для банків у вигляді операцій з тримісячними депозитними сертифікатами, а також застосовує інші інструменти монетарної політики (зокрема диференціацію та регулювання норм обов'язкових резервів) передусім для захисту строкових заощаджень у гривні від інфляційного знецінення. Це стримує попит на іноземну валюту, дає змогу захистити міжнародні резерви, зберегти курсову стійкість та контрольовану динаміку інфляції. [Модернізація операційного дизайну](#) процентної політики за збереження стимулів для банків і надалі конкурувати за вкладників забезпечила проведення за обліковою ставкою основного обсягу операцій з вилучення ліквідності. Це сприяє подальшому відновленню дієвості каналів монетарної трансмісії та поступовому посиленню ролі облікової ставки, яка у перспективі знову стане основним монетарним інструментом.

Аналіз у поточному Інфляційному звіті (січень 2024 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 – 24 січня 2024 року. Інфляційний звіт містить прогноз економічного розвитку країни у 2024–2026 роках, підготовлений Департаментом монетарної політики та економічного аналізу і 25 січня 2024 року схвалений на засіданні Правління НБУ з питань монетарної політики¹.

Рішення щодо облікової ставки та інших монетарних інструментів приймаються Правлінням НБУ 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 оголошуються на пресбрифінгу о 14.00 після відповідного засідання Правління НБУ з питань монетарної політики. Одночасно публікується пресреліз, де відображається консенсусна позиція Правління НБУ щодо ухвалених рішень. Підсумки дискусії членів Комітету з монетарної політики публікуються на 11-й день після ухвалення рішення. Вони 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](#).

¹ Рішення Правління Національного банку України від 25 січня 2024 року №-30рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

Зміст

Головне	4
Розділ 1. Інфляційний розвиток	8
Вставка 1. Чинники, що зумовили досягнення інфляційної цілі у 2023 році	13
Розділ 2. Економічний розвиток	15
Вставка 2. Розвиток зовнішніх торговельних шляхів України: час повертати своє	22
Розділ 3. Монетарні умови та фінансові ринки	25
Вставка 3. Світовий досвід застосування різних систем побудови операційних дизайнів процентної політики	31
Вставка 4. Валютні інтервенції ЦБ країн ЦСЄ: рятівне коло й для тих, хто вміє плавати	35
Розділ 4. Припущення та ризики прогнозу	39
4.1. Внутрішні припущення та ризики	39
Вставка 5. Євроінтеграція та сценарії прискореного зростання економіки України	43
4.2. Зовнішні припущення та ризики	46
Абревіатури та скорочення	54

Головне

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

У 2023 році інфляція суттєво сповільнилася, у тому числі завдяки послідовній монетарній політиці НБУ

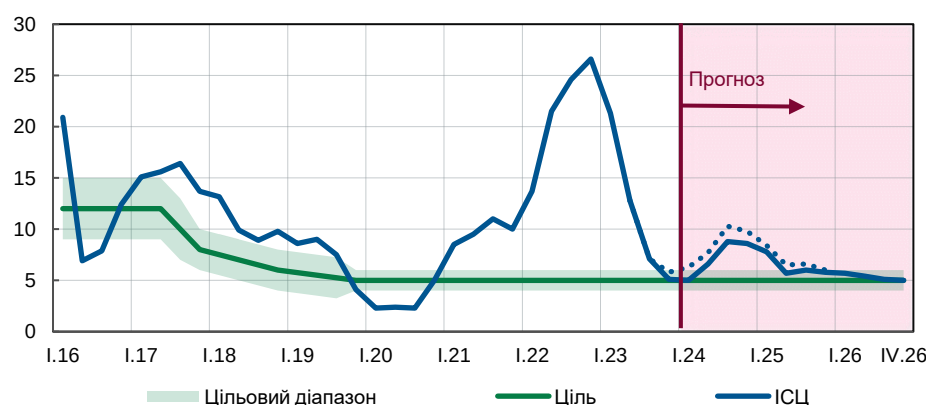
Попри продовження російської агресії, минулого року інфляційний тиск суттєво знизився. У листопаді інфляція сповільнилася до 5.1% у річному вимірі та залишалася на цьому рівні в грудні. Послабленню цінового тиску значною мірою сприяли високі врожаї та зниження світових цін на енергоносії. Важливу роль відігравав мораторій на підвищення тарифів на окремі житлово-комунальні послуги. Водночас сповільнення базової інфляції до 4.9% за підсумками року свідчить і про вагомий вплив послідовної монетарної політики НБУ, зокрема заходів із забезпечення курсової стійкості та привабливості гривневих активів. Вони сприяли поліпшенню курсових та інфляційних очікувань.

Попри очікуване пришвидшення інфляції у 2024 році, вона залишатиметься помірною та повернеться до цільового діапазону в 2025 році

Інфляція перебуватиме в межах цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п. у найближчі місяці. Із середини року вона дещо пришвидшиться через вичерпання ефектів високих минулорічних врожаїв. Додатково на ціни тиснутиме подальше відновлення споживчого попиту, а також перенесення витрат бізнесу на споживчі ціни, зокрема через усе ще високі безпекові ризики та підвищення зарплат. Однак інфляція залишатиметься поміжною, зокрема завдяки заходам НБУ із забезпечення курсової стійкості та привабливості гривневих активів. Очікується, що вона становитиме 8.6% наприкінці року.

У 2025 році інфляція повернеться до цільового діапазону, сповільнившись до 5.8% на кінець року, а в 2026 році – до цілі 5%. Цьому сприятиме насамперед зниження безпекових ризиків, що припускається в прогнозі. Це забезпечить загальне поліпшення очікувань, а також дасть змогу налагодити логістику та виробничі процеси. Вагомими чинниками зниження цінового тиску залишатимуться й заходи процентної та валютної політики НБУ.

Графік 1². Зміна ІСЦ (станом на кінець періоду, % р/р) та інфляційні цілі



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

² Якщо не позначено інше – пунктирна лінія на графіках означає попередній прогноз.

У 2023 році економіка повернулася до зростання, відновлення триватиме й у наступні роки

Економіка відновлювалася впродовж усього минулого року завдяки високій адаптивності бізнесу та населення до умов війни та м'якій фіскальній політиці, що підтримувалася масштабним міжнародним фінансуванням. У IV кварталі зростання реального ВВП перевищило очікування передусім за рахунок вищих врожаїв пізніх культур і розбудови альтернативних експортних шляхів. Це стало підставою і для поліпшення оцінки зростання реального ВВП загалом за 2023 рік – до 5.7%.

Попри війну, економічне зростання триватиме й надалі. У 2024 році реальний ВВП зросте на 3.6% передусім завдяки збереженню високих бюджетних витрат на тлі очікуваних обсягів міжнародної допомоги на достатньому рівні. Проте темпи економічного зростання будуть нижчими, ніж минулого року, у зв'язку з очікуваним зменшенням врожаїв та посиленням диспропорцій на ринку праці в умовах війни.

У 2025–2026 роках зростання економіки пришвидшиться до 4–6% на рік завдяки зниженню безпекових ризиків, що є основним припущенням прогнозу НБУ, поліпшенню споживчих та інвестиційних настроїв, упровадженню євроінтеграційних реформ. У післявоєнний час м'яка фіскальна політика й надалі підтримуватиме економіку, водночас дефіцит бюджету суттєво скоротиться завдяки зміцненню внутрішньої ресурсної бази.

Міжнародна фінансова підтримка України зберігатиметься, хоча й у менших обсягах. Це дасть змогу утримувати міжнародні резерви на високому рівні та забезпечувати курсову стійкість

Завдяки зовнішній підтримці та послідовній політиці НБУ міжнародні резерви України у 2023 році зросли на 42% та сягнули 40.5 млрд дол. США. Міжнародна допомога залишатиметься основним джерелом припливу капіталу в країну й надалі. Незважаючи на затримки з надходженням міжнародної допомоги на початку року, очікується, що її ритмічність буде відновлена в найближчі місяці. За базовим сценарієм прогнозу НБУ, Україна у 2024 році отримає близько 37 млрд дол. США у вигляді зовнішніх кредитів і грантів.

У міру очікуваного зниження безпекових ризиків у наступні роки Україна відновлюватиме здатність до самостійного фінансування власних потреб, тож обсяги офіційного зовнішнього фінансування поступово зменшуватимуться (до близько 25 млрд дол. США у 2025 році і 12 млрд дол. США у 2026 році). Водночас цієї допомоги вистачатиме для підтримання достатнього рівня міжнародних резервів. Прогнозується, що їхній обсяг коливатиметься в межах 37–42 млрд дол. США впродовж 2024–2026 років і буде достатнім для забезпечення курсової стійкості. Разом із внутрішніми ринковими залученнями міжнародна підтримка також дасть змогу профінансувати все ще значні фіскальні потреби уряду.

Ураховуючи необхідність підтримання курсової стійкості та помірної інфляції у 2024 році з подальшим її приведенням до цільового діапазону 5% $\pm$ 1 в. п. упродовж 2025 року, НБУ зберіг облікову ставку на рівні 15%

Ставки за гривневими інструментами впродовж липня–грудня помірно знижувалися у відповідь на пом'якшення процентної політики НБУ. Збереження стимулів для банків у вигляді тримісячних депозитних сертифікатів стримувало зниження ставок за гривневими строковими депозитами населення. Дохідність гривневих інструментів була вищою за поточну та очікувану інфляцію. У результаті вкладення населення у гривневі строкові депозити та ОВДП надалі зростали, що відповідало завданням НБУ.

Однак, зважаючи на очікуване пришвидшення інфляції у 2024 році та зміщений вгору баланс ризиків, НБУ вважає за доцільне зберегти облікову ставку, а також інші процентні ставки за своїми операціями незмінними. Це дасть змогу втримати привабливість гривневих інструментів, що обмежуватиме попит на валютному ринку та сприятиме виконанню завдання НБУ із забезпечення курсової стійкості.

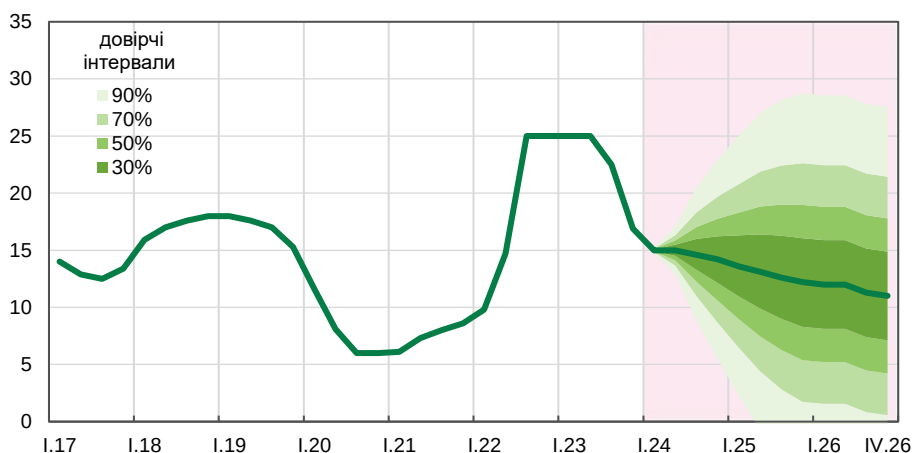
НБУ також зберігатиме активну присутність на валютному ринку та згладжуватиме надмірні курсові коливання у межах режиму керованої гнучкості курсу.

Зі свого боку, збереження курсової стійкості залишатиметься важливим засобом утримання під контролем інфляційної динаміки та очікувань у 2024 році та приведення інфляції до цільового діапазону в 2025 році.

Базовий сценарій прогнозу передбачає незначне зниження облікової ставки в другій половині 2024 року. Однак НБУ готовий адаптувати монетарну політику в разі зміни балансу ризиків для інфляції та курсової стійкості

Подальші рішення щодо облікової ставки залежатимуть від динаміки інфляції, стану валютного ринку, ритмічності надходження міжнародної допомоги, еволюції безпекових ризиків та інших чинників.

Графік 2. Облікова ставка НБУ, середня, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Ключовим ризиком для інфляційної динаміки та економічного розвитку залишається перебіг повномасштабної війни

Війна триває. Основним припущенням прогнозу НБУ, як і раніше, є відчутне зниження високих безпекових ризиків із 2025 року. Однак ризики триваліших масштабних бойових дій посилилися порівняно з попереднім прогнозом. Довше збереження високих безпекових ризиків негативно впливатиме на ділові та споживчі настрої, курсові та інфляційні очікування. Це також посилюватиме тиск на державні фінанси та поглиблюватиме проблеми на ринку праці. За такого сценарію потенціал економічного зростання буде меншим, а інфляційний тиск – вищим, ніж очікується зараз.

Крім того, значними є ризики систематичних збоїв у ритмічності надходження міжнародної допомоги та/або суттєвішого зниження її обсягів порівняно з базовим сценарієм.

Актуальними залишаються й такі ризики:

- 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;
- подальше часткове блокування кордонів з окремими країнами ЄС для вантажних перевезень, що обмежуватиме імпорт та здорожчуватиме експорт;
- поглиблення негативних міграційних тенденцій.

З іншого боку, зберігається ймовірність матеріалізації більш позитивних сценаріїв, а деякі з них уже реалізувалися. Зокрема, завдяки швидкому розширенню альтернативних експортних шляхів у IV кварталі 2023 року вдалося компенсувати

втрати від зупинки "зернового коридору". Новим шляхом Україна також почала транспортувати іншу продукцію, зокрема металургійну.

Збереження позитивних тенденцій забезпечить більші обсяги експорту, а подальше підвищення ефективності заходів валютного нагляду – своєчасне надходження валютної виручки. Зі свого боку, це сприятиме швидшому економічному відновленню, посилюватиме спроможність НБУ підтримувати курсову стійкість та дасть змогу пришвидшити процес пом'якшення валютних обмежень.

Значний стимул економічному відновленню може надати реалізація масштабних проєктів відбудови України. Крім того, упродовж останніх місяців західні партнери активізували розгляд питань, пов'язаних з передачею Україні заморожених російських активів. Їх стягнення на користь України дасть змогу суттєво поліпшити ключові макроекономічні показники.

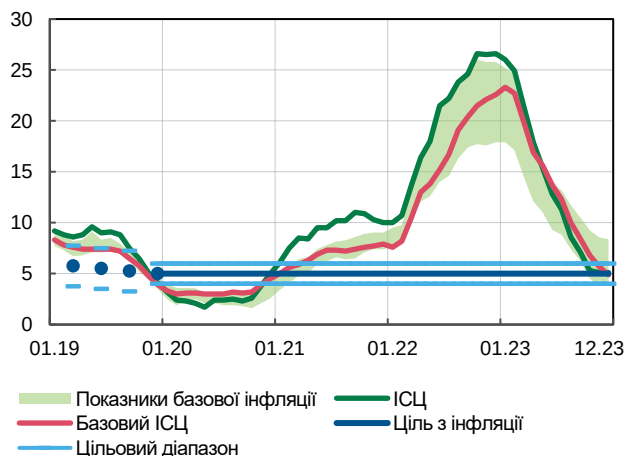
Розділ 1. Інфляційний розвиток

- Споживча інфляція наприкінці 2023 року надалі знижувалася завдяки значній пропозиції продуктів харчування та поліпшенню очікувань в умовах збереження курсової стійкості.
- Інфляція залишатиметься близькою до 5% р/р у наступні місяці, проте з середини 2024 року тимчасово пришвидшиться. Це зумовлюватиметься вичерпанням впливу надсприятливих погодних умов на пропозицію продовольства на тлі збереження тиску з боку витрат бізнесу, зокрема на оплату праці. Ці чинники разом із подальшим відновленням споживчого попиту підживлюватимуть фундаментальний інфляційний тиск. Однак, інфляція зберігатиметься помірною завдяки заходам монетарної політики, зокрема спрямованим на забезпечення курсової стійкості та привабливості гривневих активів.
- Після зниження безпекових ризиків у 2025 році інфляція поступово уповільниться, повернувшись до цільового діапазону, та досягне цілі у 2026 році завдяки послідовним заходам монетарної політики, налагодженню логістики та послабленню зовнішнього інфляційного тиску.

Після сповільнення до 5.1% р/р наприкінці 2023 року споживча інфляція залишатиметься поміжною, хоча й тимчасово пришвидшиться у 2024 році

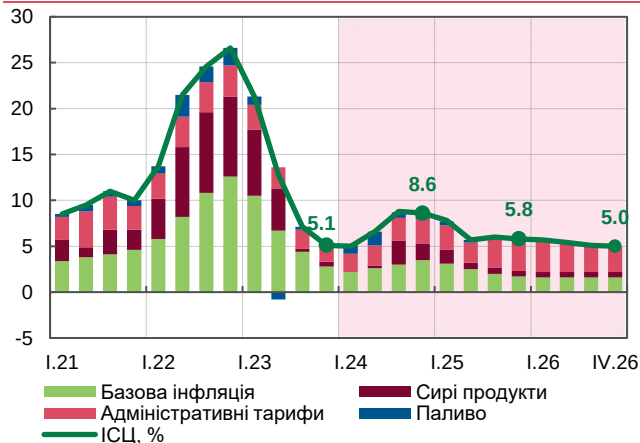
Темпи зростання споживчих цін упродовж IV кварталу 2023 року надалі спадали. Зростання загального ІСЦ у грудні становило 5.1% р/р, базового – 4.9% р/р. Обидва показники були нижчими, ніж передбачав жовтневий прогноз, а споживча інфляція практично відповідала цілі в 5% р/р (детальніше – у вставці "Чинники, що зумовили досягнення інфляційної цілі у 2023 році" на стор. 13).

Графік 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 1.2. Внески в річну зміну ІСЦ на кінець періоду за компонентами, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

На початку 2024 року інфляція залишатиметься близькою до поточних рівнів, проте із середини року помірно пришвидшиться та сягне 8.6% наприкінці 2024 року. Передусім це стане наслідком вичерпання впливу надзвичайно сприятливих погодних умов минулого року на пропозицію продовольства. Надалі тиснутимуть на інфляцію, насамперед її базову складову, значні витрати бізнесу в умовах високих безпекових ризиків. Проінфляційними чинниками залишаться підвищення акцизів та певне зростання цін на нафту на початку року (детальніше – в розділі "Припущення та ризики прогнозу" на стор. 39).

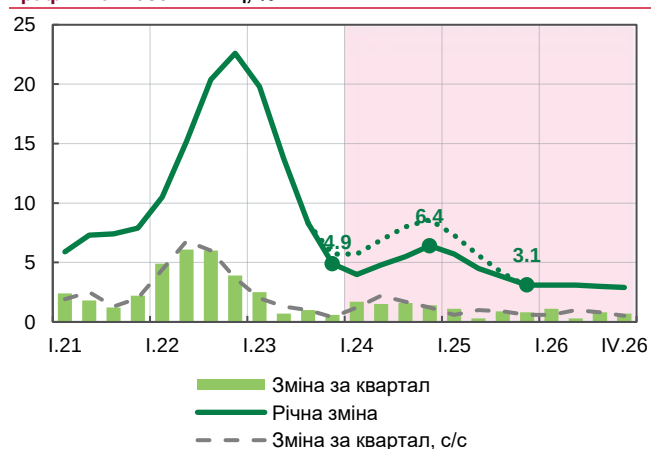
Після зниження безпекових ризиків зростання цін поступово сповільнюватиметься (до 5.8% у 2025 році та 5% у 2026 році). Цьому сприятимуть послідовні заходи монетарної політики, налагодження оптимальної логістики та послаблення зовнішнього інфляційного тиску. Водночас зниження інфляції стримуватимуть все

ще значний тиск з боку витрат бізнесу, зокрема на оплату праці (детальніше – в розділі "Економічний розвиток" на стор. 15), необхідність наближення адміністративних тарифів до їх ринкових рівнів, а також подальше поживлення споживчого попиту.

Фундаментальний інфляційний тиск знизився, але залишається стійким

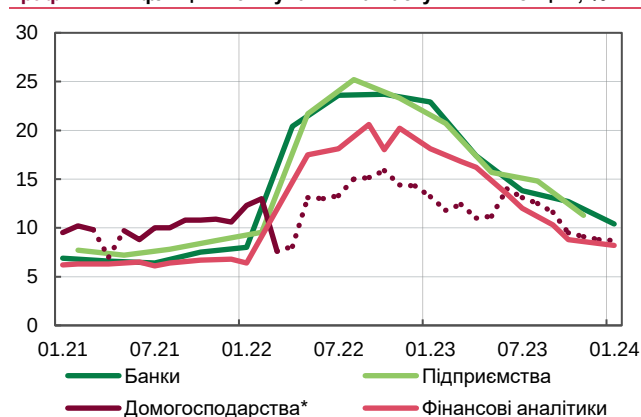
У 2023 році зростання базового ІСЦ уповільнилося завдяки поліпшенню інфляційних очікувань в умовах зниження фактичної інфляції, послаблення тиску з боку виробничих витрат на сировину та корми, а також стійкої ситуації на валютному ринку. Останнє найвиразніше позначилося на цінах на товари і послуги зі значною імпоротною складовою. Зокрема, сповільнилося зростання цін на непродовольчі товари (ліки, меблі, товари для дому та особистого догляду, автомобілі), імпортні продукти харчування, низку послуг (охорони здоров'я, телекомунікаційних послуг, ремонту автовок, салонів краси), а електроніка, побутова техніка, одяг та взуття подешевшали.

Графік 1.3. Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 1.4. Інфляційні очікування на наступні 12 місяців*, %

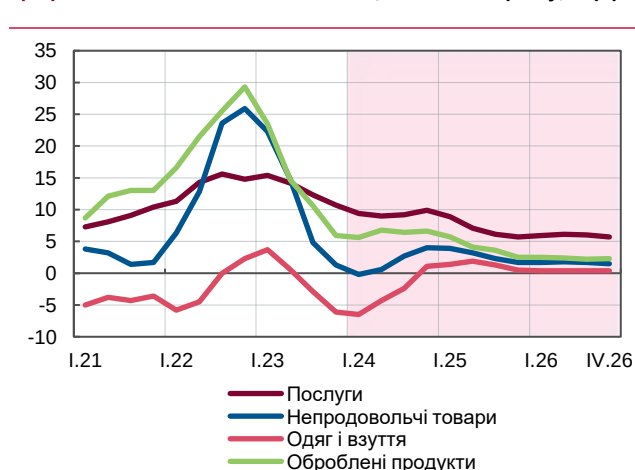


* Пунктирні лінії – зміна методу опитування з віч-на-віч на телефонні інтерв'ю.

Джерело: НБУ, Info Sapiens.

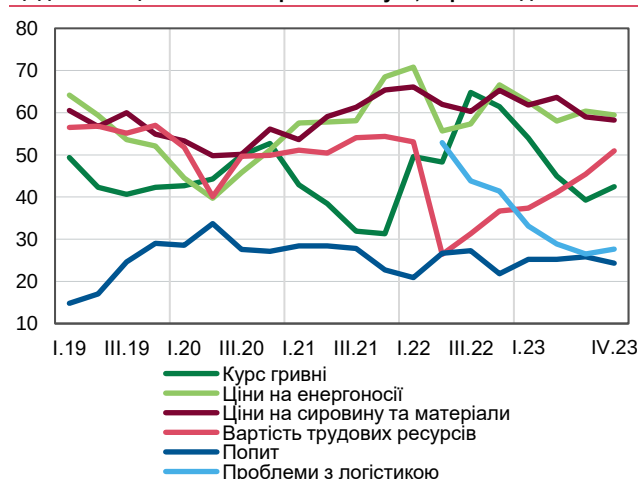
Попри сповільнення, фундаментальний інфляційний тиск залишався стійким. Інфляція послуг становила 10.7% р/р у грудні. Серед іншого це зумовлено структурними змінами в економіці, зокрема нерівномірним відновленням споживчого попиту та диспропорціями на ринку праці. Так, підвищеним попитом користуються послуги з відбудови зруйнованого чи ремонту пошкодженого житла та будівельні товари на тлі повернення населення до місць проживання, а також послуги освіти. Це відповідно позначалося на вартості цих послуг.

Графік 1.5. Компоненти базового ІСЦ на кінець періоду, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

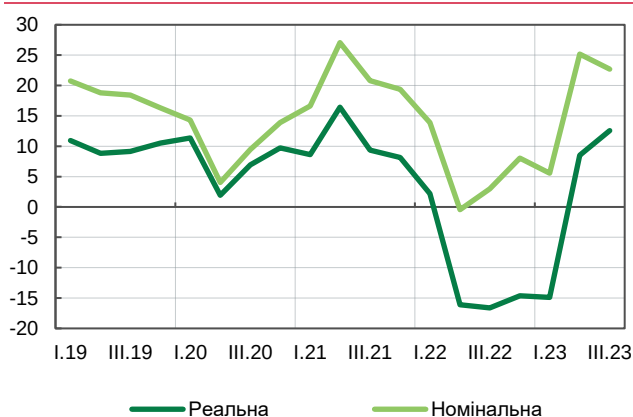
Графік 1.6. Головні чинники формування очікувань підприємств щодо зміни цін на їхні товари та послуги, % респондентів



Джерело: НБУ.

Крім того, згідно з [опитуваннями щодо ділових очікувань підприємств](#) у IV кварталі 2023 року надалі посилювався вплив вартості трудових ресурсів на ціноутворення підприємств. Вплив робочої сили через вимушену міграцію найбільше позначився на сфері послуг, оскільки в структурі їхньої собівартості витрати на оплату праці мають більшу вагу порівняно з іншими видами діяльності³. Стійким залишався й тиск з боку інших витрат бізнесу, зокрема подорожчання енергії. Так, обмежена пропозиція е/е внутрішнього виробництва на тлі ремонтів енергетичних об'єктів та підвищення максимальних цін на спотових ринках зумовила зростання вартості електроенергії для побутових споживачів. Хоча це не мало прямого впливу на споживчу інфляцію, подорожчання електроенергії для бізнесу позначається на цінах споживчих товарів та послуг через вторинні ефекти – збільшення собівартості виробництва.

Графік 1.7. Середні зарплати, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 1.8. Ціни на е/е для побутових споживачів, грн/МВт·год



Джерело: Оператор ринку, УЕБ.

Підвищеними залишалися й витрати підприємств на логістику внаслідок високих безпекових ризиків, окупації частини території та подальших терактів росії на об'єкти критичної інфраструктури України. Додатковим чинником стало блокування окремих ділянок західного кордону. Хоча останнє найбільше позначилося на вартості імпортованих продуктів з коротким терміном придатності (молоко, екзотичні фрукти, тепличні овочі), а також деяких видів пального, (передусім автомобільного газу), це впливало й на ціни на інші товари. Зокрема, зросли ціни на деякі ліки, оскільки аптечні мережі були змушені накопичувати їх більші запаси. Водночас вже в грудні дія цього чинника послабилася завдяки переорієнтації на альтернативні шляхи постачання (детальніше – у вставці "Розвиток зовнішніх торговельних шляхів України: час повертати своє" на стор. 22). У 2024 році очікується тимчасове посилення фундаментального інфляційного тиску. Це зумовлюватиметься ефектами від послаблення курсу гривні наприкінці минулого року, а також значним тиском на витрати бізнесу та звуженням ринку праці на тлі продовження війни. Відповідно, інфляція послуг залишатиметься найвищою з усіх компонентів БІСЦ, збільшиться й внесок імпортованої складової.

У 2025–2026 роках фундаментальний тиск послабиться разом зі зниженням безпекових ризиків та завдяки послідовній монетарній політиці НБУ

З 2025 року базова інфляція суттєво сповільниться. Цьому сприятиме поступове зниження безпекових ризиків із відповідним зменшенням невизначеності та поліпшенням очікувань. З одного боку, у післявоєнний час зростання доходів населення та повернення мігрантів стимулюватиме попит на послуги з ремонту житла і товари довготривалого користування. Також очікується збільшення попиту на послуги відпочинку, туризму, ресторанів тощо. Все це підтримуватиме фундаментальний інфляційний тиск. З іншого боку, економіка все ще функціонуватиме нижче свого потенціалу. Крім того, стримуючим буде й вплив

³ Згідно з даними таблиць "Витрати-випуск" за 2021 рік, співвідношення оплати праці та випуску транспорту становило 25.7%, поштової та кур'єрської діяльності – 44.4%, фінансових та страхових послуг – 27.7%, освіти – 61.7%, охорони здоров'я – 48.1%, тоді як у середньому по економіці – 16.7%.

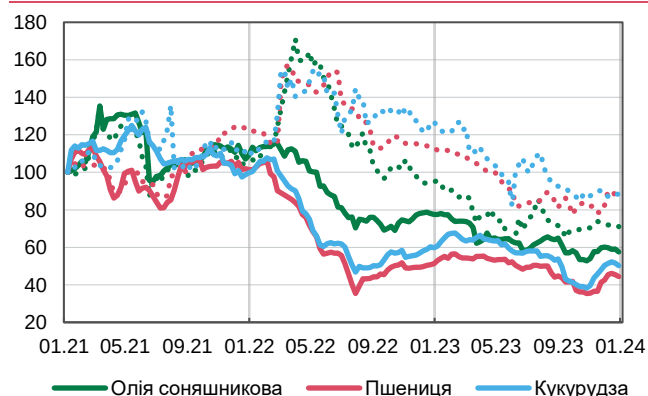
монетарної політики. Тож зростання базової інфляції прогнозується на рівні близько 3%.

Гарні врожаї сприяли суттєвому сповільненню інфляції у 2023 році, проте їх вплив невдовзі вичерпається, що підживлюватиме інфляцію цього року

Завдяки надзвичайно сприятливим погодним умовам та нарощуванню виробництва в окремих регіонах у 2023 році пропозиція овочів та деяких фруктів значно перевищила показники попереднього року. Урожай зернових та олійних культур також виявився суттєво вищим, ніж попереднього року. До того ж збереження логістичних та торговельних обмежень для експорту утримувало внутрішні ціни на с/г продукцію в Україні суттєво нижче світових рівнів. Ці чинники мали як прямий вплив на вартість продуктів харчування (круп, борошна, соняшникової олії), так і опосередкований – через сповільнення зростання цін на продовольчу сировину та корми, що використовуються в інших ланцюгах виробництва. Зокрема, повільніше дорожчали продукти переробки олії, хліб та борошняні вироби, а вартість яєць у річному вимірі знизилася. Пригальмувало зростання цін на свинину та курятину, хоча їхня вартість залишалася порівняно високою під впливом обмеженої пропозиції.

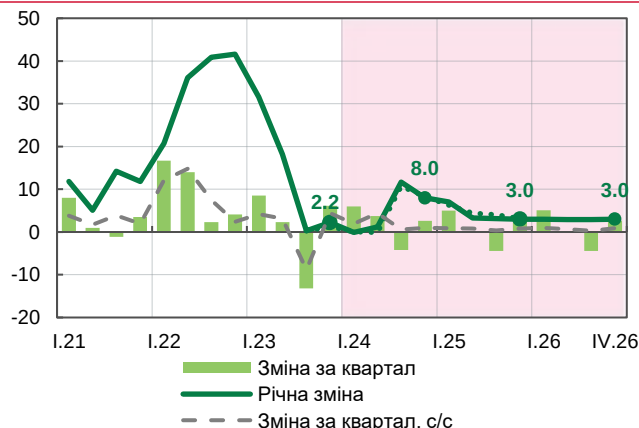
У результаті індекс цін на сирі продукти харчування у IV кварталі 2023 році лише незначно перевищував рівень попереднього року (зростання становило 2.2% р/р у грудні), а подорожчання оброблених продуктів харчування суттєво сповільнилося (до 5.9% р/р з 10.6% р/р у вересні). Вплив цих чинників збережеться також у першому півріччі цього року. Тож продовольча інфляція залишиться низькою (до 3% у річному вимірі).

Графік 1.9. 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.

Графік 1.10. Ціни на сирі продовольчі товари, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

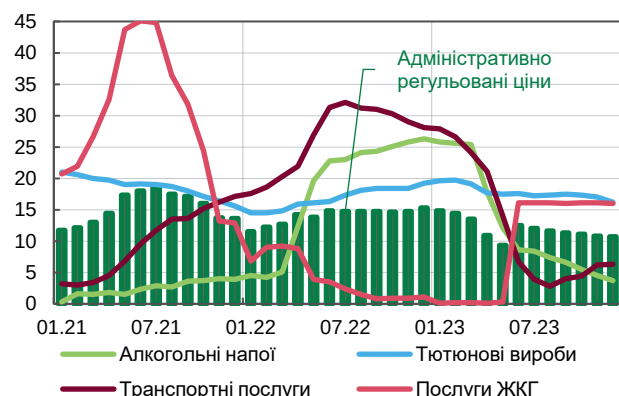
Водночас ефект високих урожаїв поступово вичерпується, передусім через скорочення пропозиції дешевшої продукції нижчої якості. Додатковий тиск на ціни переважно сирих продуктів (екзотичні фрукти та тепличні овочі) у бік підвищення чинила блокада західних кордонів. У другому півріччі продовольча інфляція пришвидшиться на тлі низької бази порівняння через менші врожаї внаслідок очікуваного повернення погодних умов до середньо-кліматичних норм. Однак, якщо не буде суттєвих шоків пропозиції, з 2025 року продовольча інфляція сповільниться до 3%. Цьому сприятимуть зростання виробництва продуктів харчування, підвищення врожаїв, зокрема за рахунок деокупованих територій та розмінованих посівних площ, і повноцінне відкриття портів. Світові ціни на продовольство також матимуть тенденцію до зниження. Проте зростання доходів населення та збільшення споживання на тлі повернення мігрантів визначатимуть незначне подорожчання продуктів харчування внаслідок збільшення попиту.

Адміністративна інфляція залишатиметься високою через подальше підвищення акцизів і потреби в приведенні тарифів на послуги ЖКГ до обґрунтованих рівнів

Темпи зростання адміністративно регульованих цін знизилися до 10.7% р/р у грудні 2023 року. Фіксація тарифів на окремі послуги ЖКГ, зокрема газ, гарячу воду та опалення, стримувала зростання адміністративної та загальної інфляції, а також сприяла зниженню інфляційних очікувань. Повільніше дорожчали алкогольні напої та тютюнові вироби, що відображало, ймовірно, зменшення тиску з боку виробничих витрат в умовах контрольованої ситуації на валютному ринку та конкуренції з боку тіньової пропозиції.

На прогнозованому горизонті адміністративна інфляція залишатиметься високою. Це здебільшого визначатиметься подальшим подорожчанням тютюнової продукції через підвищення акцизів у межах євроінтеграційних зобов'язань України. Крім того, після зниження безпекових ризиків очікується скасування мораторію на підвищення тарифів на окремі послуги ЖКГ (детальніше – в розділі "Припущення та ризики прогнозу" на стор. 39).

Графік 1.11. Компоненти адміністративної інфляції, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

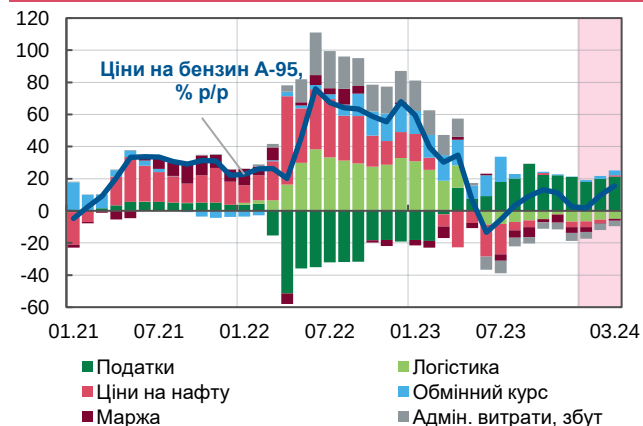
Графік 1.12. Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Зниження світових цін на нафту в 2023 році сприяло сповільненню зростання цін на пальне. Однак їх очікуване підвищення навесні 2024 року та помірне зниження надалі зумовлять дещо швидше подорожчання пального цього року. Це матиме непрямий проінфляційний вплив і на вартість транспортних послуг та окремих товарів. Надалі вартість пального стабілізується завдяки поступовому зниженню світових цін на нафту.

Графік 1.13. Внески чинників у зміну ціни на бензин А-95*, в. п.



* Січень – березень 2024 року – оцінки НБУ.
Джерело: ДССУ, minfin.com.ua, розрахунки НБУ.

Графік 1.14. Ціни на пальне, % р/р



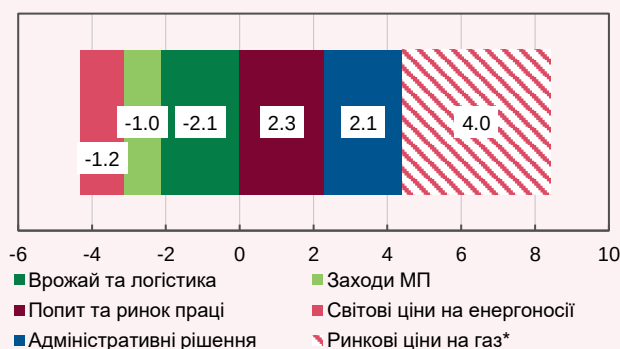
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Вставка 1. Чинники, що зумовили досягнення інфляційної цілі у 2023 році

Підтримка цінової стабільності є пріоритетним завданням для НБУ, попри тимчасовий відхід від режиму інфляційного таргетування з початком повномасштабної війни. Після стрімкого сплеску інфляції у 2022 році ціновий тиск вдалося суттєво знизити. Споживча інфляція в грудні 2023 року сповільнилася до рівня цілі $5\% \pm 1$ в. п. Цьому передусім сприяли високі врожаї, що в умовах все ще обмеженої експортної логістики суттєво позначилися на пропозиції та відповідно вартості продуктів харчування. Вагому роль відіграли також заходи НБУ з підтримання курсової стійкості. Додатковим чинником послаблення цінового тиску було зниження світових цін на енергоносії. Мораторій на підвищення тарифів на послуги ЖКГ для населення також стримував вплив все ще високих світових цін на природний газ. Водночас пожвавлення споживчого попиту, зокрема за рахунок м'якої фіскальної політики та відновлення зростання реальних заробітних плат, і відповідно більші витрати бізнесу на оплату праці тиснули на ціни в бік зростання.

У 2023 році економіка України демонструвала ознаки відновлення завдяки адаптації домогосподарств та бізнесу до умов воєнного стану, а також низки сприятливих шоків. Ці фактори дали змогу сповільнити інфляцію до 5.1% р/р у грудні. Наближення до цільового рівня стало наслідком взаємно компенсуючого впливу ефектів, що тиснули на інфляцію з різних боків.

Графік 1. Декомпозиція відхилення інфляції від цілі в грудні 2023 року, в. п.



* Різниця між ринково обґрунтованими цінами на газ та тарифами для населення була компенсована мораторієм на підвищення тарифів на послуги ЖКГ.
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Таблиця 1. Порівняння значень окремих змінних у 2022 та 2023 роках

Показник	2022	2023
Ціна на нафту Brent, дол. за бар., середня за рік	99.8	82.6
Ціна на газ на хабі TTF (Нідерланди), дол. за тис.м3, середня за рік	1356	466
Врожай зернових, млн т	53.9	60.1*
Врожай овочів, млн т	7.5	8.4*
Дефіцит зведеного бюджету (без грантів), % ВВП	25.3	27.1
Зростання реальної заробітної плати, % р/р	-11.4	3.5

* Оцінки НБУ.
Джерело: Refinitiv, ДКСУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

До чинників, що посилювали інфляційний тиск, можна віднести:

- **Споживчий попит та диспропорції на ринку праці.** М'яка фіскальна політика та зростання реальних доходів громадян забезпечили помітне пожвавлення внутрішнього попиту. Водночас він був нерівномірним на різні товари та послуги. Крім того, через диспропорції на ринку праці зберігалися складнощі з пошуком кваліфікованих працівників. На тлі відновлення економіки це підживлювало зростання реальних зарплат, що зі свого боку відображалось на цінах через виробничі витрати підприємств;
- **адміністративні рішення.** Складна ситуація в енергетиці зумовила підвищення тарифів на е/е для населення в червні. Також з липня 2023 року повернуто оподаткування пального, що діяло до повномасштабного вторгнення. Це мало прямий додатний внесок у річну зміну ІСЦ у 2023 році (близько 0.7 в. п.). Крім того, вагомих проінфляційним чинником було підвищення акцизів на тютюнову продукцію з метою їх поступового приведення до європейських рівнів;
- **відхилення окремих тарифів на послуги ЖКГ від ринкових цін на газ для населення.** Попри значне зниження у 2023 році, світові ціни на природний газ залишалися значно вищими, ніж враховано в тарифах на низку послуг ЖКГ для населення (природний газ, опалення та гарячу воду). Їх приведення до ринкової ціни тиснуло на ціни в бік зростання.

обґрунтованого рівня могло б створити значний додатний внесок у зростання ІСЦ (близько 4 в. п.), однак цей вплив не був реалізований завдяки дії мораторію на підвищення тарифів на окремі послуги ЖКГ.

Натомість інфляцію стримували:

- **зменшення тиску витрат на сировину, матеріали та логістику.** По-перше, зниженню інфляції сприяло налагодження перерваних ланцюгів постачання та створення альтернативних шляхів. По-друге, надзвичайно сприятливі погодні умови забезпечили високу врожайність зернових та овочевих культур. Попри налагодження логістики всередині країни, ціни на українське збіжжя залишалися нижчими за світові через все ще обмежену експортну логістику та високі безпекові ризики. Це стримувало внутрішню продовольчу інфляцію та подорожчання окремих видів послуг (зокрема харчування поза домом) унаслідок менших витрат на сировину та корми;
- **заходи монетарної політики.** До жовтня 2023 року обмінний курс залишався фіксованим. Попри перехід до більшої гнучкості у жовтні, НБУ зберігав присутність на ринку, згладжуючи надмірні курсові коливання. Тож курс коливався як у бік послаблення, так і зміцнення під впливом ситуативних змін у попиту та пропозиції на валютному ринку. Крім того, заходи з поліпшення монетарної трансмісії підтримували привабливість гривневих фінансових інструментів навіть після переходу до циклу зниження облікової ставки в другому півріччі. Така політика дала змогу забезпечувати курсову стійкість та стримувала зростання цін, передусім завдяки поліпшенню інфляційних і курсових очікувань громадян та бізнесу;
- **ціни на енергоносії.** Зниження світових цін на нафту наприкінці року майже нівелювало ефект від повернення оподаткування пального, що діяло до вторгнення. Водночас падіння світових цін на природний газ хоч і не мало прямого ефекту на споживчу інфляцію, однак сповільнювало зростання ІСЦ через зменшення виробничих витрат.

Аналіз чинників впливу на інфляцію свідчить про послаблення дії значної частини негативних шоків, що реалізувались у 2022 році. Поступове економічне відновлення узгоджувалося з нормалізацією та пом'якшенням монетарної політики, до яких НБУ вдався у другій половині року.

У 2024 році значний від'ємний внесок від сприятливих шоків пропозиції продовольчих товарів очікувано вичерпається, що спричинить тимчасове пришвидшення інфляції. Крім того, зберігатиметься додатний внесок від адміністративних рішень, зокрема через підвищення акцизів на тютюнові вироби. Значні диспропорції на ринку праці й надалі тиснутимуть на ціни в бік підвищення через канал витрат бізнесу (детальніше – в розділі "Інфляційний розвиток" на стор. 8), а збереження м'якої фіскальної політики підтримуватиме інфляцію з боку попиту. Водночас зусилля НБУ спрямовуватимуться на стримування інфляційного тиску та повернення інфляції до цілі на горизонті монетарної політики.

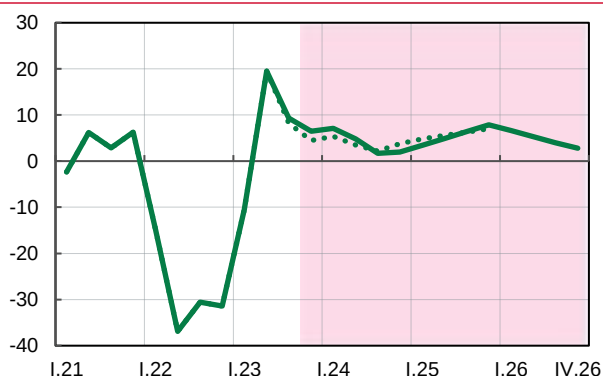
Розділ 2. Економічний розвиток

- У IV кварталі 2023 року зростання реального ВВП перевершило очікування завдяки вищому врожаю пізніх сільськогосподарських культур, розбудові альтернативних експортних шляхів та стабільній ситуації в енергетиці. Це стало підставою для поліпшення оцінки зростання реального ВВП у 2023 році до 5.7%.
- У 2024 році економіка надалі зростатиме завдяки збереженню м'якої фіскальної політики та високій адаптивності бізнесу і населення до умов війни. Проте темпи зростання будуть нижчими (3.6%), ніж у минулому році, у зв'язку з очікуваним зменшенням врожаїв та посиленням тиску на ринку праці.
- У 2025–2026 роках зростання пришвидшиться й становитиме 5.8% та 4.5% відповідно завдяки зниженню безпекових ризиків, поліпшенню споживчих та інвестиційних настроїв, упровадженню євроінтеграційних реформ. ВВП наблизиться до потенційного рівня наприкінці 2025 року, проте на прогнозованому горизонті ще не повернеться на рівень до повномасштабного вторгнення.

Економічне відновлення триває, хоча цього року воно буде стриманим через все ще високі безпекові ризики та вичерпання ефектів надсприятливих погодних умов

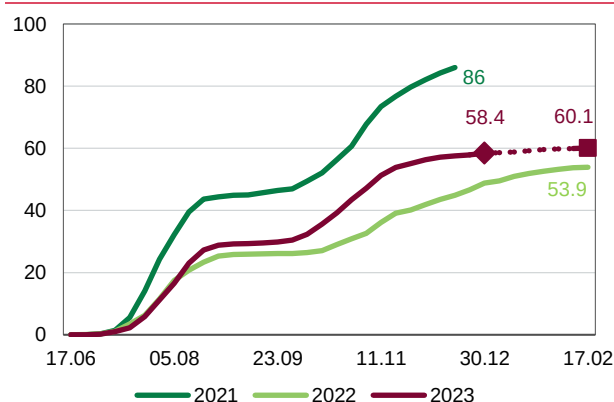
У IV кварталі реальний ВВП, за оцінками НБУ, зріс на 6.5% р/р, а загалом за 2023 рік – на 5.7%. Зростання відновилося за переважною більшістю видів економічної діяльності. Відновлення було швидшим, ніж передбачав попередній прогноз НБУ. Цьому сприяли передусім більші врожаї пізніх культур, а також вища стійкість населення та бізнесу до кризових умов.

Графік 2.1. Реальний ВВП, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2. Обсяги врожаю зернових та зернобобових, млн т, кумулятивно



2023 рік – оперативні дані Мінагрополітики станом на 29.12.2023 та оцінка НБУ загального обсягу врожаю.
Джерело: ДССУ, Мінагрополітики.

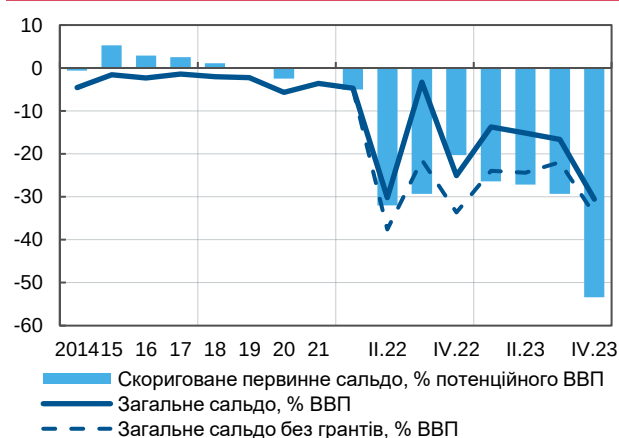
Яскравим проявом адаптивності економічних агентів до війни стала ситуація в енергетиці наприкінці 2023 року. Інтенсифікація обстрілів, глибина руйнувань об'єктів енергетики минулої зими та збільшення навантаження через холодну погоду очікувано призвели до дефіциту е/е. Проте він виявився ситуативним та локальним. За оцінками НБУ, дефіцит е/е у IV кварталі становив лише близько 3%, що менше за попередні очікування. Крім того, він був переважно локальним та майже повністю компенсувався імпортом е/е, тож не мав додаткового негативного впливу на економічну активність. Це позитивно вплинуло на роботу як промислових підприємств, зокрема дало змогу підтримувати стабільні обсяги металургійного виробництва, так і сектору послуг. Водночас підготовка до опалювального сезону з урахуванням ризиків обстрілів стимулювала зростання добувної промисловості, зокрема добування газу та вугілля.

Завдяки сприятливим погодним умовам урожайність пізніх культур, насамперед кукурудзи, перевищила як жовтневий прогноз НБУ, так і минулорічні показники. Зібраний станом на кінець 2023 року врожай зернових та зернобобових культур

виявився майже на 8% більшим, ніж підсумковий показник 2023 року⁴. Більшими були й урожаї соняшнику, сої та цукрового буряку. Переробка значних урожаїв підтримала зростання в харчовій промисловості. Водночас зміщення активного збору врожаїв на початок осені 2023 року було одним із чинників певного сповільнення зростання реального ВВП у IV кварталі.

Надзвичайно м'яка фінансова політика другий рік поспіль стимулювала відновлення як споживчого, так й інвестиційного попиту. Особливо значним фінансовий імпульс був наприкінці 2023 року, його ефекти відобразатимуться й на початку поточного року. Попри зміцнення власної ресурсної бази, значні видатки бюджету зумовили масштабне розширення дефіциту зведеного бюджету та від'ємного циклічно скоригованого первинного сальдо в IV кварталі 2023 року. За рік у цілому дефіцит зведеного бюджету сягнув рекордних понад 1760 млрд грн без урахування грантів у доходах або 27% ВВП (торік – 25.3% ВВП).

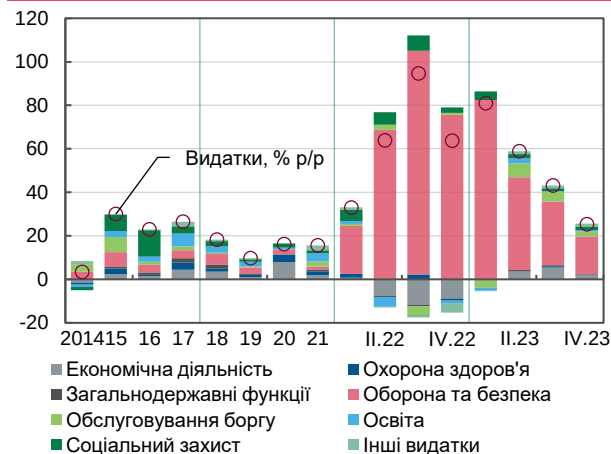
Графік 2.3. Сальдо СЗДУ за різними вимірами*, % ВВП



* Загальне сальдо – сальдо зведеного бюджету з урахуванням позичок з ЄКР, наданих ПФУ. Скориговане первинне сальдо – різниця між с/с доходами, у структурі яких податкові надходження скориговано на циклічні зміни ВВП, та с/с первинними видатками. Із доходів вираховано одноразові надходження (кошти від спецконфіскації, ефекти від рішення Стокгольмського арбітражу тощо). Від'ємне значення означає м'яку політику. Номінальний ВВП у 2023 році – оцінка НБУ.

Джерело: ДКСУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4. Внески в річну зміну видатків зведеного бюджету, в. п



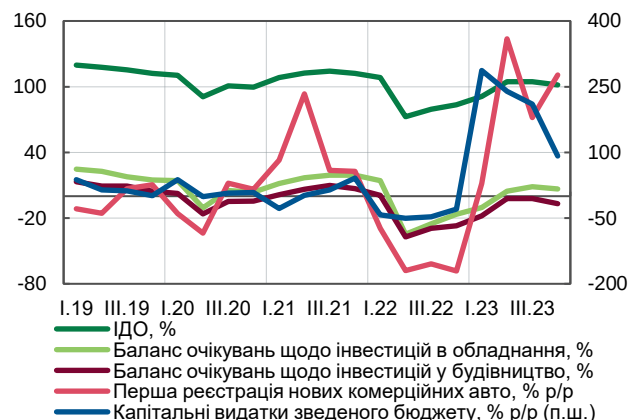
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Пріоритетними напрямками бюджетного фінансування залишалися безпека й оборона. Державні замовлення, зокрема оборонні, у тому числі за рахунок капітальних видатків бюджету, підтримали подальший процес локалізації виробництва зброї. Це позитивно позначилося на машинобудуванні та металургії. Значними були й капітальні видатки бюджету на проекти відновлення та ремонту інфраструктури, компенсацію населенню пошкодженого майна, що було вагомим чинником зростання інвестицій. Пожвавлювалася інвестиційна діяльність і приватного сектору завдяки поліпшенню фінансових результатів підприємств⁵. Зокрема, інвестиції спрямовувалися в промислове обладнання та комерційні автомобілі, а також у розбудову логістичної інфраструктури. Останнє, у свою чергу, зумовило зростання обсягів будівельних робіт, насамперед нежитлового будівництва, та виробництва будівельних матеріалів. Перевезення будівельних матеріалів та сільськогосподарських вантажів підтримували сектор транспортних послуг. Водночас у IV кварталі зростання капітальних видатків бюджету в річному вимірі сповільнилося, що стало ще одним чинником пригальмування зростання реального ВВП наприкінці року.

⁴ Фактичні врожаї за підсумками 2023 року зі значною вірогідністю будуть ще вищими через дозбирання кукурудзи в зимовий період поточного року. Зокрема, згідно з інформацією Мінагрополітики, станом на кінець 2023 року необробленими залишалися більше 10% площ під цією культурою.

⁵ У III кварталі 2023 прибутки надалі зростали в промисловості, торгівлі, транспорті, фінансовій діяльності, хоча зростання прибутковості в багатьох видах діяльності дещо сповільнилося. Тривало скорочення збитків підприємств торгівлі, транспорту, фінансової діяльності.

Графік 2.5. Окремі індикатори інвестиційного ...



Джерело: ДССУ, ДКСУ, НБУ, Укравтопром.

Графік 2.6. ... та споживчого попиту

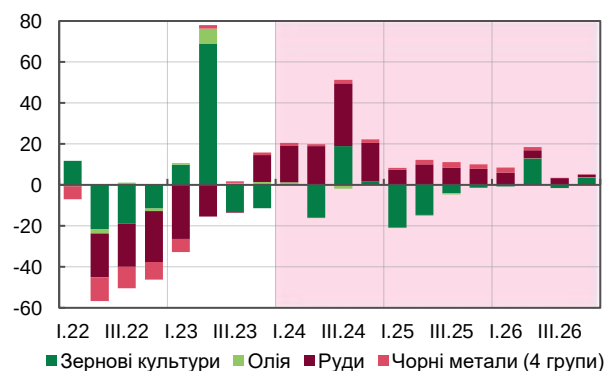


* Нові та вживані, без урахування розмитнення авто на іноземній реєстрації, ввезених із порушенням митного режиму. ** З 03.2022 метод опитування змінено з віч-на-віч на телефонний інтерв'ю. Джерело: InfoSapiens, Укравтопром.

Значні поточні видатки бюджету, зокрема на соціальні програми та грошове утримання військовослужбовців, разом із відновленням зростання зарплат у приватному секторі були вагомими чинниками подальшого відновлення споживчого попиту. Це підтримало сектор послуг і роздрібну торгівлю. Водночас відновлення внутрішнього попиту супроводжувалося динамічним зростанням імпорту, яке тимчасово сповільнилося наприкінці року. Це було спричинено насамперед блокадою західних кордонів, що позначилася на закупівлях продукції машинобудування, а також окремих продовольчих та промислових товарів. Водночас блокада не вплинула на обсяг закупівель енергоносіїв завдяки переорієнтації їх транспортування на інші види транспорту.

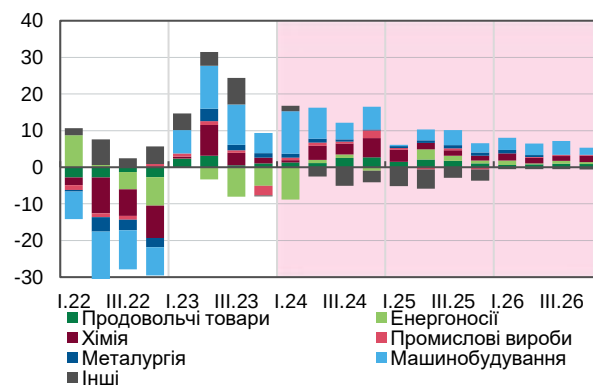
Падіння експорту товарів і послуг у IV кварталі значно сповільнилося попри нові логістичні труднощі, пов'язані з блокадою. Підтримку експорту надавали заходи із подальшого розширення можливостей альтернативних шляхів (детальніше – у вставці "Розвиток зовнішніх торговельних шляхів України: час повертати своє" на стор. 22). Так, завдяки нарощуванню потужностей нового морського маршруту, поставки зернових культур збільшилися порівняно з попереднім кварталом, хоча все ще залишалися нижчими, ніж у відповідному кварталі попереднього року, коли на повну потужність функціонував "зерновий коридор". Однак новим морським шляхом постачалася ширша номенклатура товарів, що забезпечило зростання обсягів експорту не лише окремих продовольчих товарів, а й продукції ГМК. У результаті від'ємний внесок чистого експорту в зростання реального ВВП у IV кварталі 2023 року, за оцінками НБУ, зменшився.

Графік 2.7. Внески в річну зміну фізичних обсягів експорту окремих товарів, в. п.



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.8. Внески в річну зміну імпорту товарів, в. п.



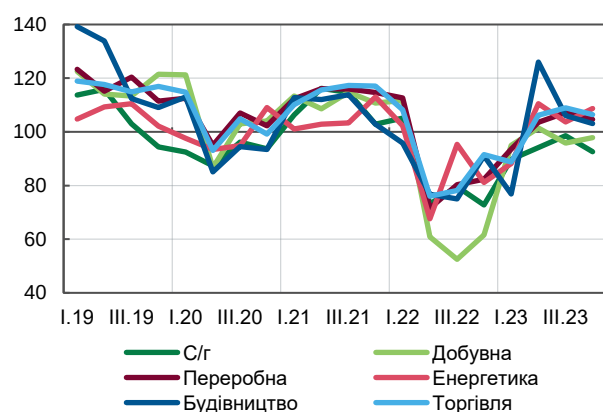
Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Функціонування нового морського шляху забезпечуватиме агросектор необхідними логістичними потужностями для вивезення врожаїв 2023–2024 років,

сприятиме поступовому нарощуванню експортних поставок продукції ГМК. Очікується, що у 2024 році середньомісячні поставки товарів через новий морський коридор становитимуть близько 7 млн т, з яких 4 млн т – продовольство. Це підтримає сільське господарство, промислові види діяльності, транспорт та оптову торгівлю.

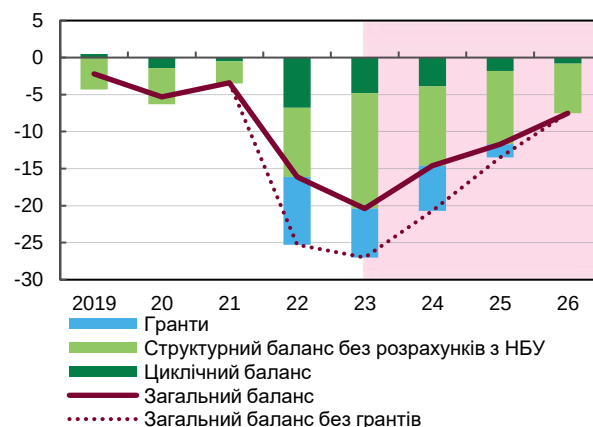
Водночас усе ще високі безпекові ризики стримуватимуть економічне зростання в поточному році, а глибина втрат і руйнувань – на всьому прогностному горизонті. Так, бізнес доволі стримано оцінює результати діяльності у 2023 році, так і перспективи 2024 року, про що свідчить певне погіршення ІДО в IV кварталі, а також результати інших опитувань⁶. Додатково від'ємний внесок у зростання реального ВВП у 2024 році генеруватиме сільське господарство через очікуване зниження врожаїв. Це разом з обмеженими виробничими потужностями внаслідок руйнувань стримуватиме потенціал експорту.

Графік 2.9. ІДО за окремими видами діяльності, %



Джерело: НБУ.

Графік 2.10. Сальдо зведеного бюджету, % ВВП



Джерело: ДКСУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Проте стимулюючий характер фіскальної політики та необхідність відновлення основних фондів підприємств і розширення логістичних потужностей через наслідки війни формує потенціал для подальшого зростання споживчого попиту та інвестиційної активності. Як і торік, у 2024 році очікується високий рівень державних інвестицій у посилення та підтримку оборонного потенціалу країни, у тому числі завдяки продовженню локалізації виробництва зброї. Водночас разом із подальшою потребою в товарах для забезпечення обороноздатності країни та очікуваною активізацією внутрішнього споживчого попиту, значними темпами зростатиме й імпорт. Це зумовить збереження від'ємного внеску чистого експорту в зміну ВВП на всьому прогностному горизонті. Тож у 2024 році економіка України також зростатиме, але повільніше, ніж у 2023 році (3.6%).

Економічне зростання підтримуватиме й відновлення ринку праці, яке, однак, гальмуватимуть значні кваліфікаційні диспропорції та міграція

Упродовж 2023 року попит на робочу силу динамічно зростав. Хоча наприкінці року активність на ринку праці сезонно знизилася, кількість нових вакансій майже досягла рівня грудня 2021 року. Результати опитувань підприємств свідчили про відновлення попиту на робочу силу, хоча загалом очікування щодо нарощування зайнятості залишалися стриманими⁷, а зростання кількості працівників упродовж поточного року очікують лише підприємства торгівлі та сфери послуг.

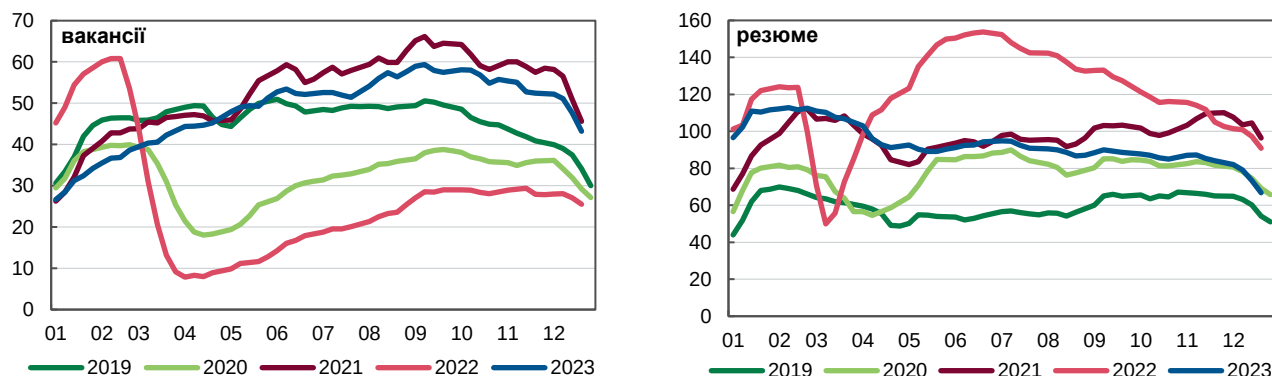
Такі результати відображають передусім збереження високих безпекових ризиків у 2024 році. З іншого боку, вони також можуть ураховувати обмежену внаслідок міграції та мобілізації пропозицію робочої сили та значні труднощі з пошуком кваліфікованих працівників. Так, після певної активізації повернення мігрантів в

⁶ За опитуванням Advanter (листопад 2023), половина (51%) бізнесів закінчили 10 місяців із фінансовими показниками, нижчими за очікувані, лише 14% зазначили перевищення очікувань. На 2024 рік 36% бізнесів очікує поліпшення стану власного бізнесу, 28% очікують погіршення.

⁷ Баланс очікувань підприємств щодо кількості працівників у наступні 12 місяців поліпшився з -16.4% у I кварталі 2023 року до -6.5% у IV кварталі за рахунок зменшення частки тих, хто очікував скорочення кількості працівників (з 25.4% у I кварталі до 20.3% у IV кварталі 2023 року) та зростання частки тих, хто очікував їх збільшення (з 9% у I кварталі до 13.9% у IV кварталі 2023 року).

Україну влітку з наближенням зими та посиленням ризиків для опалювального сезону кількість виїздів з України очікувано зросла, хоч і незначно. За оцінкою ООН, кількість зовнішніх мігрантів становила 6.3 млн осіб на кінець 2023 року, збільшившись приблизно на 200 тис. осіб за рік, за оцінкою НБУ⁸. Кількість ВПО, за даними МОМ, становила 3.7 млн осіб (станом на вересень). Значна частина зовнішніх мігрантів усе ще планує повернутися в Україну, але надалі зростала частка тих, хто вже адаптувався в країні-реципієнті⁹.

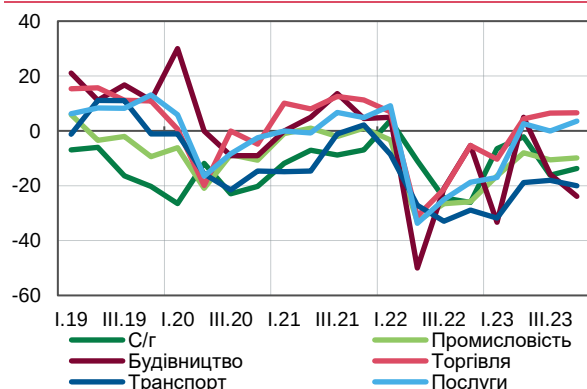
Графік 2.11. Нові вакансії та резюме на work.ua (тримісячна ковзна середня), тис.



Джерело: work.ua, розрахунки НБУ.

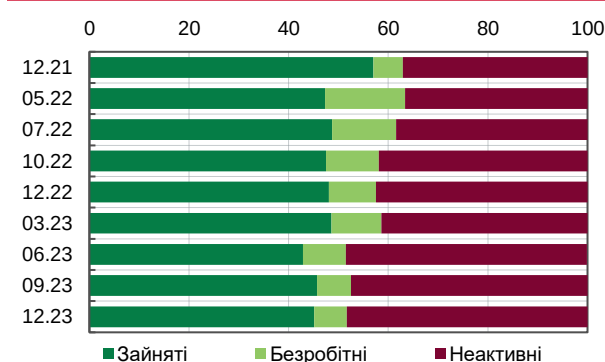
Крім того, у другому півріччі 2023 року посилилася тенденція до зниження рівня участі в робочій силі¹⁰, передусім серед чоловіків, що може бути пов'язано з воєнними діями. Значно нижчим, ніж до повномасштабної війни, залишався й рівень участі жінок у робочій силі, хоча наприкінці року цей показник відновив помірне зростання. Скорочення загальної участі в робочій силі може свідчити й про скорочення зайнятості серед пенсіонерів, певне розчарування та припинення пошуку роботи серед тих, хто змінив місце проживання, втратив роботу внаслідок руйнування чи пошкодження виробничих потужностей. У результаті кількість резюме, що використовується як індикатор пропозиції робочої сили, залишалася значно нижчою за показники 2021 року та навіть скорочувалася протягом року.

Графік 2.12. Очікування щодо зміни кількості працівників у наступні 12 міс. за видами діяльності (баланс очікувань), в. п.



Джерело: НБУ.

Графік 2.13. Структура вибірки за статусом зайнятості*, % респондентів



** До зайнятих віднесено тих, хто обрав такі відповіді: "Працює за наймом"; "Самозайнятий"; "Зареєстрований приватний підприємець" та "Інше". До безробітних зараховано тих, хто відповідав "Тимчасово не працюю, але шукаю роботу".

Джерело: InfoSapiens, розрахунки НБУ.

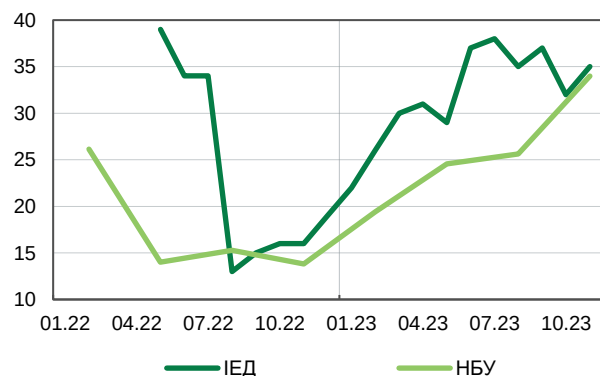
⁸ У червні 2023 року ООН переглянула підхід до оцінки кількості українських мігрантів: раніше оцінка ґрунтувалася на потоках мігрантів зі статистики перетинів кордону, наразі – на кількості мігрантів, які мають статус тимчасового захисту або подібний, на дату відповідно до звітності країн-реципієнтів. У результаті оцінка кількості мігрантів за кордоном зменшилася до 6.3 млн осіб (з 8.2 млн), переважно за рахунок зменшення кількості мігрантів у рф та білорусі. ООН не здійснювала ретроспективних розрахунків. Для своїх оцінок НБУ використав наявну інформацію з опитувань, дані ДПСУ щодо перетинів кордону та дані Єврокомісії про кількість осіб із тимчасовим захистом.

⁹ Зокрема, за оцінкою [PAO Research](#), у Чехії в листопаді 2023 року вже працювали 78% економічно активних біженців з України (у тому числі 58% повний робочий день, 14% частковий робочий день і 7% - віддалено в Україні) порівняно з 53% у серпні 2022 року.

¹⁰ Тобто населення у віці 15 років і старше, яке працює або активно шукає роботу.

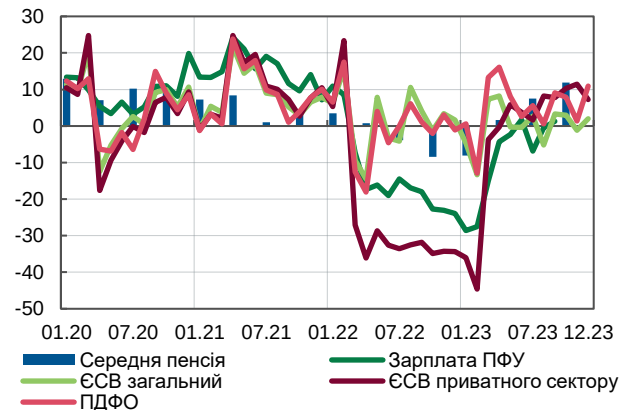
Унаслідок зростання попиту на робочу силу в умовах обмеженої пропозиції все більше підприємств відчувають брак кваліфікованих працівників. Це також є свідченням структурних змін та посилення диспропорцій на ринку праці. У результаті, за оцінками НБУ, рівень безробіття в IV кварталі 2023 року хоч і знизився порівняно з III кварталом, але залишався високим. Водночас відмінності між окремими категоріями безробітних посилюються. Якщо до повномасштабної війни рівні безробіття для чоловіків та жінок були досить близькими¹¹ і шок I кварталу 2022 року майже однаково збільшив безробіття серед представників обох статей, то надалі скорочення безробіття серед чоловіків відбувалося значно швидше, що, ймовірно, пов'язано із мобілізаційними процесами.

Графік 2.14. Брак працівників, як чинник, що обмежує розвиток бізнесу згідно з опитуваннями, % відповідей



Джерело: ІЕД, НБУ.

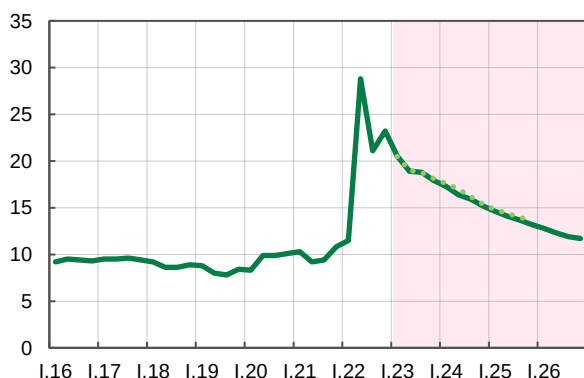
Графік 2.15. Непрямі показники для оцінки доходів населення у реальному вимірі*, % р/р



Джерело: work.ua, розрахунки НБУ.

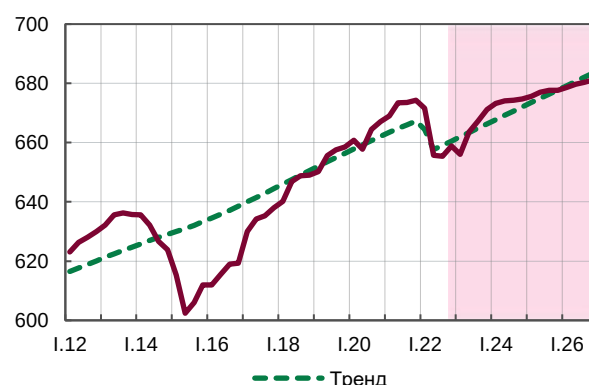
Попит на робочу силу надалі посилюватиметься на прогнозованому горизонті, особливо в міру послаблення безпекових ризиків. Це сприятиме зниженню рівня безробіття. Проте він залишатиметься значним та перевищуватиме свій природний рівень через довгострокові ефекти війни. Зокрема, обмеженою залишатиметься пропозиція робочої сили: у 2024 році через мобілізацію, у наступні роки – через повільне повернення мігрантів з-за кордону. На ринку праці зберігатимуться диспропорції через зміну структури економіки як унаслідок руйнування під час війни, так і, вірогідно, нерівномірного відновлення галузей та регіонів у повоєнний час. Диспропорції на ринку праці на тлі пожвавлення економічної активності та поліпшення фінансового стану підприємств серед іншого тиснутимуть у бік підвищення зарплат у приватному секторі.

Графік 2.16. Рівень безробіття за МОП, с/с, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.17. Реальна зарплата, рівень (логарифми)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Пришвидшення темпів відновлення економіки з 2025 року сприятиме подальшому зростанню реальних заробітних плат, які перевищать свій довоєнний рівень до

¹¹ За даними ДССУ, у 2021 році рівень безробіття серед жінок дорівнював 10.1%, серед чоловіків – 9.5%. У 2016–2021 роках розрив між рівнями безробіття для обох статей становив у середньому 1.9 в. п. та коливався між 0.6 в. п. та 3.4 в. п.

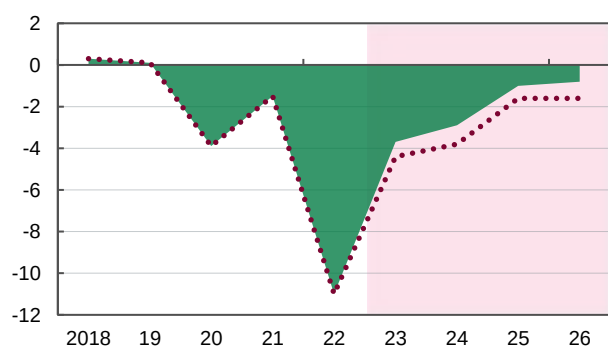
кінця наступного року. Надалі вагомим чинником збільшення зарплат стане посилення конкуренції за робочу силу з закордонними роботодавцями.

У 2025–2026 роках зростання економіки пришвидшиться. Проте обмежений виробничий потенціал, диспропорції на ринку праці та інші структурні зміни стримуватимуть зростання економічного потенціалу

Реальний ВВП зросте на 5.8% у 2025 році та на 4.5% у 2026 році. Зниження безпекових ризиків обумовить загальне поліпшення очікувань, дасть змогу оптимізувати логістику та налагодити виробничі процеси. Крім того, зберігатиметься стимулюючий характер фіскальної політики, що стане можливим завдяки все ще значним обсягам міжнародної фінансової допомоги. Якщо у 2024 році значний дефіцит бюджету (майже 21% ВВП без урахування грантів) зумовлюватиметься високими видатками на оборону, то в наступні роки – суттєвими потребами на відновлення об'єктів інфраструктури, виробничих потужностей, а також соціальної підтримки. Водночас розширення власної ресурсної бази та зниження безпекових ризиків дадуть змогу скоротити дефіцит бюджету до 13.5% та 7.5% ВВП у 2025–2026 роках відповідно. У повоєнний час очікується суттєве збільшення внеску приватного сектору у відбудову. Завдяки євроінтеграційним реформам зростатиме інвестиційна привабливість країни, що стимулюватиме зовнішні інвестиції. Водночас зростання зайнятості та заробітних плат, а також повернення мігрантів підживлюватиме споживчий попит.

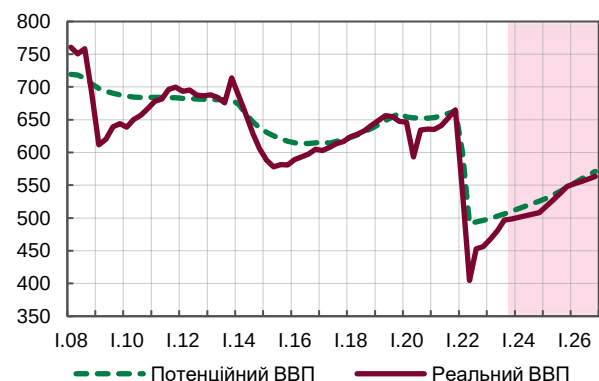
Завдяки адаптації економіки до воєнних умов потенційний ВВП відновив зростання вже у 2023 році. На прогнозованому періоді цей тренд триватиме, особливо після зниження безпекових ризиків. Цьому сприятиме поступове повернення вимушених мігрантів та відновлення зруйнованих чи зупинених виробничих потужностей. Вагому роль також відіграватиме пожвавлення євроінтеграційних процесів (детальніше – у вставці "Євроінтеграція та сценарії пришвидшеного зростання економіки України" на стор. 43). Проте потенційний ВВП на прогнозованому періоді не досягне рівня до повномасштабного вторгнення через масштаб втрат капіталу, ринків збуту та робочої сили внаслідок війни. Пришвидшене зростання потенційного ВВП є можливим лише за умови реалізації масштабного плану відбудови за участю міжнародних організацій, пов'язаної з цим активності приватних інвесторів та/або використання конфіскованих активів РФ, що наразі не враховано в базовому сценарії прогнозу.

Графік 2.18. Розрив ВВП, % потенційного ВВП



Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ.

Графік 2.19. Реальний та потенційний ВВП, с/с, у постійних цінах 2016 року



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Розрив ВВП поступово скорочуватиметься, але в найближчі роки залишатиметься від'ємним через високе безробіття, значні ризики, що пригнічують відновлення інвестиційної діяльності та споживчий попит, а також неоптимальну логістику. Навіть після зниження безпекових ризиків частина виробничих потужностей залишатиметься недозавантаженою через диспропорції на ринку праці та відносно повільне повернення українських експортерів на втрачені зовнішні ринки збуту. ВВП наблизиться до потенційного рівня наприкінці 2025 року, проте на прогнозованому горизонті ще не повернеться на рівень до повномасштабного вторгнення.

Вставка 2. Розвиток зовнішніх торговельних шляхів України: час повертати своє

Попри значні негативні наслідки російської агресії, у тому числі для зовнішньої торгівлі, Україна поступово відновлює свої позиції на міжнародних ринках. Цьому сприяє активний розвиток альтернативних шляхів постачань, зокрема за підтримки міжнародних партнерів. Так, у 2022-2023 роках зросла роль автомобільних і залізничних шляхів. Незважаючи на численні виклики, позитивні зрушення відбувалися й у транспортуванні морськими шляхами. Завдяки інвестиціям у портову та припортову інфраструктуру суттєво розширився потенціал дунайського судноплавства. Протягом липня 2022 року – липня 2023 року функціонував "зерновий коридор", який у найпродуктивніші місяці своєї роботи забезпечував близько третини загального експорту товарів. У серпні 2023 року Україні насамперед завдяки успіхам ЗСУ вдалося відкрити новий морський коридор для торговельних суден. Обсяги поставок ним у грудні 2023 року перевищили найпродуктивніші місяці роботи "зернового коридору". Більше того, крім продовольчих товарів, цим морським шляхом експортується ширша номенклатура товарів порівняно із зерновим коридором та здійснюються пробні поставки імпорتنих товарів. Розвиток зовнішньоторговельних шляхів дає змогу диверсифікувати транспортні перевезення та компенсувати втрати, що виникають через ускладнення на одному з цих напрямів. Загалом наявних потужностей вистачить не лише для вивезення врожаїв 2023–2024 років, а й для поступового повернення на інші традиційні ринки, зокрема збуту продукції ГМК на ринки далекого зарубіжжя.

Повномасштабна війна зруйнувала традиційні ланцюги постачання та призвела до погіршення зовнішньоторговельної позиції України. Блокування морських шляхів, руйнування виробничих потужностей, теракти проти портової та енергетичної інфраструктури спричинили різке падіння експорту товарів. Імпорт зазнав менших втрат як через нижчу залежність від моря, так і значні потреби в товарах для забезпечення обороноздатності країни та економічного відновлення, а також значну міграцію за кордон.

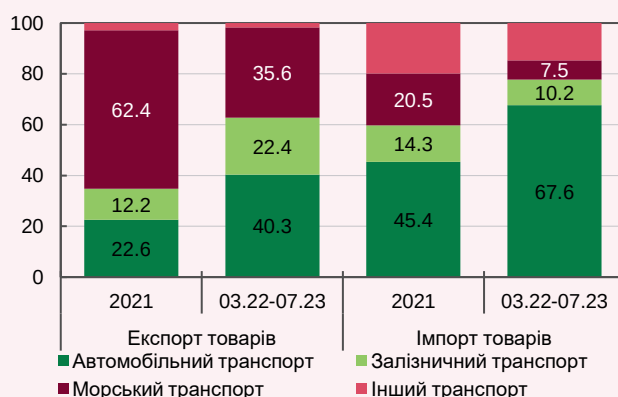
Водночас практично одразу розпочалася робота з **розширення наявних та розбудови нових логістичних шляхів**. Зокрема, **активізувалися перевезення дунайськими портами**, колишнім другорядним логістичним маршрутом. Протягом 2023 року тривала робота зі збільшення їх спроможності: відкрито 23 термінали, виконано експлуатаційне днопоглиблення, нарощено лоцманський склад, удосконалено диспетчеризацію та операційні процеси. У результаті, [за даними АМПУ](#), обсяг перевалки дунайськими портами у 2023 році збільшився до 29 млн т, що вдвічі перевищувало показник 2022 року та майже вшестеро показник 2021 року.

Розширення пропускної здатності залізничних переходів сприяло збільшенню експорту товарів залізничним транспортом. Так, у березні – грудні 2023 року обсяг загальних залізничних перевезень збільшився на 23% порівняно з відповідним періодом попереднього року, обсяг експортних перевезень – на 14%. У структурі експорту залізницею переважали зернові (40.6%), руди (35.2%) та чорні метали (8.1%). Щомісяця загальні перевезення залізницею становили в середньому 12.6 млн т вантажів, з яких експортні перевезення – 4.7 млн т. Рекордним став листопад 2023 року, коли залізницею було перевезено 14.1 млн т вантажів, що могло бути спричинено переорієнтацією на ці шляхи внаслідок блокади автомобільних шляхів на кордоні з Польщею. Проте пропускна спроможність залізниці все ще залишається обмеженою, передусім через різну ширину колій в Україні та країнах ЄС, значний ступінь зношення як рухомого складу, так і основних засобів залізничних станцій, ускладнені бюрократичні процедури.

Запровадження морського "зернового коридору" в липні 2022 року розширило можливості для вивезення врожаїв. У найпродуктивніші місяці своєї роботи він забезпечував близько третини загального експорту товарів (детальніше – в ["Інфляційному звіті" за квітень 2023 року](#) на стор. 39). Попри очевидні переваги,

функціонування цього маршруту стикалося з численними викликами через високу залежність від політичної волі країни-агресора. російські інспектори затягували перевірки суден, вимагали нерегламентовану документацію. Це періодично призводило до великих черг суден і затримок поставок. Регулярні обстріли портової інфраструктури та погрози російських чиновників припинити роботу "коридору" створювали високу невизначеність щодо його подальшого функціонування. Крім того, "зернова угода" поширювалася лише на продовольчі товари, що обмежувало логістичні та, відповідно, виробничі можливості інших експортоорієнтованих видів економічної діяльності. Зрештою, вихід росії із зернової угоди поклав край роботі "зернового коридору" в липні 2023 року.

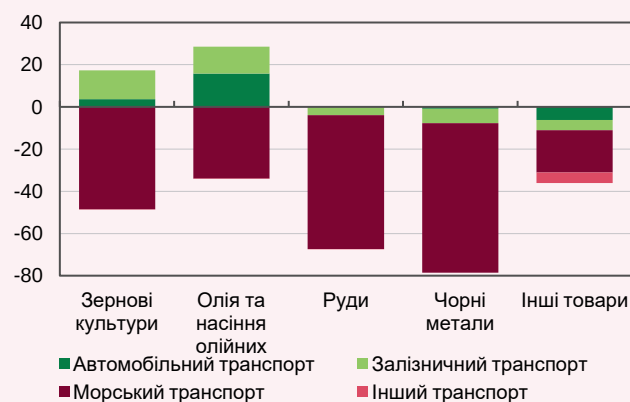
Графік 1. Транспортування зовнішньоторговельних потоків¹², млрд дол.



Джерело: ДМСУ.

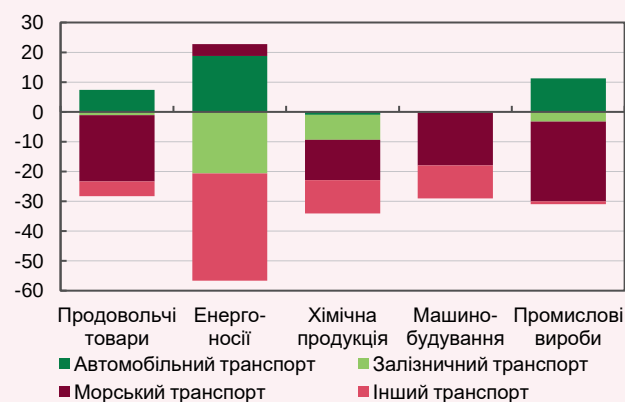
Проте вже в серпні 2023 року Україні за вагомої підтримки сил оборони України та міжнародних партнерів вдалося налагодити **новий морський шлях Чорним морем** визначеними маршрутами. З моменту його створення обсяги відвантажень морем зростали щомісяця. Якщо у вересні було відвантажено 250 тис. т¹³ продукції, то вже в грудні – майже 7 млн т, що перевищило показники найпродуктивніших місяців роботи "зернового коридору". Крім того, на відміну від "зернового коридору" цим шляхом перевозяться не лише продовольчі товари, а й продукція ГМК та хімічної промисловості. Тож окремі українські товари, зокрема руда і метали, частково повернулися на традиційні ринки. Також у межах цього шляху здійснювалися пробні поставки імпортованих товарів.

Графік 2. Внески в зміну середньомісячного експорту товарів за рахунок транспортних шляхів протягом 03.22 – 07.23 порівняно з 2021 роком, в.п.



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Графік 3. Внески в зміну середньомісячного імпорту окремих товарів за рахунок транспортних шляхів протягом 03.22 – 07.23 порівняно з 2021 роком, в.п.



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Активна розбудова альтернативних шляхів вплинула насамперед на відновлення експортних поставок продовольчих товарів. Налагодження перевезень автомобільним і залізничним транспортом забезпечувало додатний внесок у зміну

¹² Останні наявні дані ДМСУ за липень 2023 року.

¹³ Дані протягом всього періоду оцінені як 90% від дедвейту суден, що пройшли коридором

експорту продовольчих товарів протягом повномасштабної війни. Розбудова і відновлення морських шляхів найбільше позначилися саме на експорті продовольства. Протягом липня 2022 – червня 2023 років 75% агротоварів постачалося через дунайські порти та "зерновий коридор". У результаті втрати експорту агропродукції з початку вторгнення були меншими порівняно з експортом інших товарів, зокрема продукції ГМК.

Збільшення перевезень автомобільним транспортом також підтримувало відновлення експорту та було одним із чинників збереження високого рівня імпорту товарів у 2022 році та його зростання у 2023 році. Саме автоперевезення відіграли найбільшу роль у транспортуванні бензину та дизпалива у 2022 році в умовах надвисокого попиту на них через зруйновані окупантами виробничі потужності та складські запаси нафтопродуктів. Також зросла роль автомобільного транспорту в імпорті промислових та продовольчих товарів.

Низька диверсифікація транспортних шляхів для імпорту призвела до значного його скорочення під впливом блокади західних кордонів. За даними системи єЧерга, більше половини автомобільних міжнародних перевезень проходить через кордон з Польщею. Саме тому блокада вантажопотоків з польського боку кордону з 6 листопада 2023 року мала відчутний вплив на обсяги зовнішньої торгівлі. У період блокади (06 листопада 2023 року – 16 січня 2024 року) середньоденна кількість вантажівок, що перетнули кордон з Польщею, зменшилася порівняно з відповідним показником жовтня 2023 року на 45%, загальна кількість вантажівок – на 28%. Переорієнтація на інші автомобільні напрямки стримувалася високою завантаженістю прикордонних переходів, додатковими логістичними витратами та короткостроковими приєднаннями до блокади перевізників інших країн. У результаті висока частка автомобільних перевезень в імпорті призвела до більших його втрат порівняно з експортом (детальніше – у частині "Внутрішні припущення та ризики" на стор. 39).

За оцінками НБУ, наявних логістичних потужностей, зокрема завдяки новому морському коридору, **буде достатньо для вивезення врожаїв 2023-2024 років та нарощування фізичних обсягів експорту іншої продукції.** Також завдяки морському коридору розшириться географія та номенклатура торгівлі, пожвавиться виробництво окремих галузей економіки. Диверсифікація шляхів транспортування зменшить логістичні ризики та полегшуватиме можливості переорієнтації на інші шляхи. З подальшим посиленням безпеки проходження морського коридору роль морського транспорту в зовнішній торгівлі зростатиме, що сприятиме зниженню вартості логістики та вищій конкурентоздатності українських товарів на зовнішніх ринках.

Розділ 3. Монетарні умови та фінансові ринки

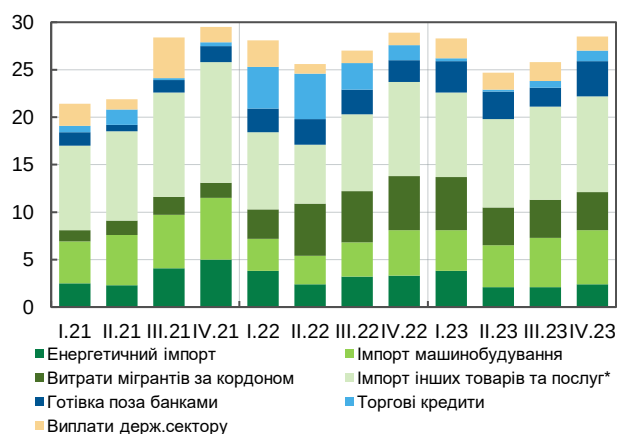
- Заходи НБУ і надалі спрямовуються на забезпечення курсової стійкості як основного засобу збереження помірної інфляції у 2024 році та приведення її до цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п. на горизонті монетарної політики. НБУ зберігає активну присутність на валютному ринку, а ситуація на ньому залишалася контрольованою, попри дію сезонних чинників та невизначеність із надходженням зовнішнього фінансування.
- Підтримувати курсову стійкість дають змогу високі міжнародні резерви, які на кінець 2023 року зросли до 40.5 млрд дол., незважаючи на нижчі, ніж очікувалося, обсяги зовнішнього фінансування у IV кварталі. На прогнозованому горизонті міжнародна допомога залишатиметься основним джерелом припливу капіталу в країну. Обсяг резервів коливатиметься в межах 37–42 млрд дол. і буде достатнім для забезпечення курсової стійкості. Разом із внутрішніми ринковими залученнями це дасть змогу профінансувати все ще значні фіскальні потреби уряду.
- У міру формування передумов НБУ дозволить більшу курсову гнучкість, проте він і надалі вживатиме кроки із забезпечення привабливості гривневих активів. Це дасть змогу підтримувати курсову стійкість та утримувати помірну інфляцію, підживлюючи інтерес до державних цінних паперів, роль яких у фінансуванні дефіциту бюджету поступово зростатиме. Водночас за таких умов потенціал для пом'якшення процентної політики до кінця 2024 року буде доволі обмеженим.

Ситуація на валютному ринку в IV кварталі 2023 року та на початку 2024 року залишалася контрольованою

Попри перехід до режиму керованої гнучкості, забезпечення курсової стійкості залишається основним засобом досягнення інфляційних цілей та підтримки макрофінансової стабільності. НБУ зберігає присутність на валютному ринку та компенсує структурний дефіцит на ньому, даючи змогу курсу коливатися в обидва боки під впливом ситуативних змін у попиті та пропозиції валюти.

Так, у жовтні – першій половині листопада співвідношення попиту та пропозиції на валютному ринку поліпшилося. Значною мірою це зумовлювалося ефектом блокади окремих пунктів пропуску на західному кордоні України, яка мала більший вплив на імпорт, ніж на експорт (детальніше – у вставці "Розвиток зовнішніх торговельних шляхів України: час повертати своє" на стор. 22). Натомість експортні надходження навіть незначно збільшилися внаслідок нарощування пропускної спроможності нового морського маршруту та дунайських портів. У результаті інтервенції НБУ з продажу валюти зменшилися, а курс гривні зміцнився.

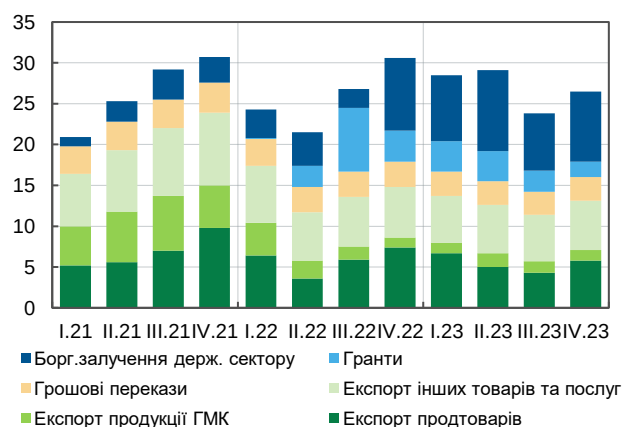
Графік 3.1. Основні компоненти відпливу валюти, млрд дол.



* Без урахування гуманітарної допомоги.

Джерело: НБУ.

Графік 3.2. Основні компоненти валютних надходжень у країну, млрд дол.

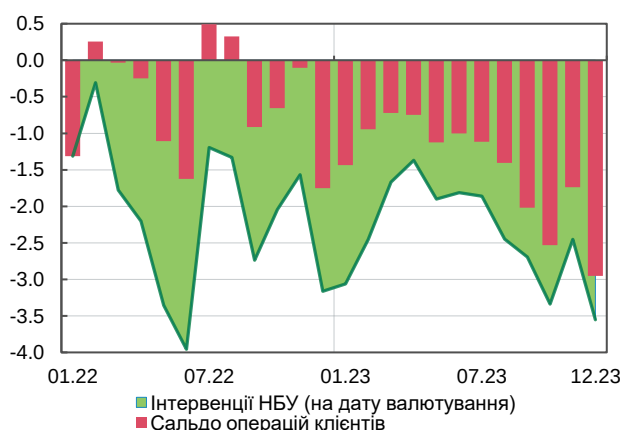


Джерело: НБУ.

Водночас з другої половини листопада чистий попит на іноземну валюту знову збільшився. Це зумовлювалося як сезонними чинниками, так і об'єктивними наслідками війни. Так, підвищився попит на імпортовані продовольчі товари, товари проміжного споживання для аграріїв, пальне та окрему продукцію машинобудування й фармацевтичної промисловості. Крім того, посилення невизначеності щодо надходження офіційного фінансування та рекордні бюджетні видатки призвели до підвищеного попиту на валюту. Значним каналом відпливу валюти залишалися витрати вимушених мігрантів за кордоном. У результаті відплив валюти в цілому за квартал збільшився. Приплив валюти приватного сектору також збільшився передусім завдяки нарощуванню поставок новим морським коридором, однак його стримували зниження світових цін та значні цінові дисконти на експортні товари в умовах усе ще високих воєнних ризиків для судноплавства.

За таких умов НБУ в грудні суттєво наростив інтервенції з продажу іноземної валюти (до 3.6 млрд дол.), а обмінний курс гривні в середньому послабився на 2.6% порівняно з листопадом. Від'ємне сальдо інтервенцій НБУ загалом за квартал збільшилося до 9.3 млрд дол. (порівняно з 7 млрд дол. у III кварталі). Достатні обсяги інтервенцій та заходи НБУ з підтримання привабливості гривневих інструментів забезпечили контрольованість валютного ринку. У результаті в IV кварталі обмінний курс гривні в середньому майже не змінився порівняно з попереднім кварталом.

Графік 3.3. Сальдо операцій з 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 3.4. Курси гривні до долара



Джерело: НБУ.

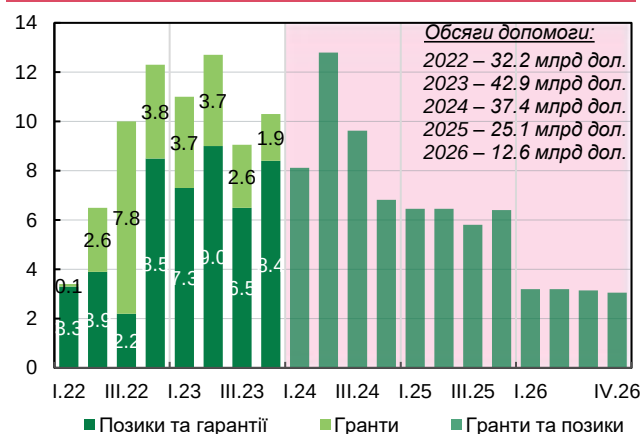
У міру формування належних передумов НБУ поступово дозволить все більші курсові коливання відповідно до зміни ринкової кон'юнктури. Збільшення гнучкості курсу є необхідним кроком для відновлення його ролі як засобу адаптації економіки до зовнішніх та внутрішніх шоків. Так, після переходу до режиму керованої гнучкості суттєво збільшилися обсяги операцій банків без участі НБУ. Це свідчить про збільшення глибини міжбанківського валютного ринку, а, відповідно, й посилення його стійкості до ситуативних чинників.

Посилився й зв'язок між готівковим і безготівковим сегментами валютного ринку. За винятком останніх днів року, різниця між готівковим та офіційним курсами зменшувалася, зокрема завдяки скасуванню в грудні обмежень для банків та небанківських фінансових установ на [продаж готівкової іноземної валюти населенню](#). Крім того, НБУ вжив низку інших заходів, спрямованих, зокрема, на збільшення [ритмічності надходження іноземної валюти](#), можливостей для [експорту та імпорту електроенергії](#), [страхування ризиків у сфері морського транспорту та експортних операцій](#).

Завдяки високим міжнародним резервам НБУ і надалі компенсуватиме дефіцит валюти на ринку та забезпечуватиме курсову стійкість

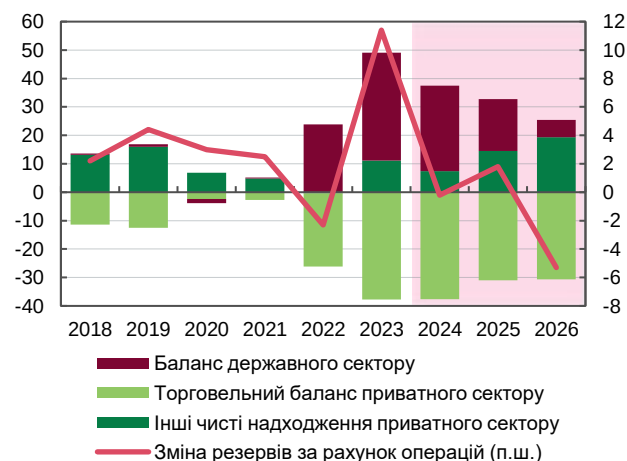
Суттєве збільшення обсягів міжнародної фінансової допомоги, насамперед у грудні, перевищило продаж НБУ іноземної валюти. Це сформувало чистий приплив валюти в IV кварталі. У результаті обсяги валових міжнародних резервів збільшилися до 40.5 млрд дол. на кінець 2023 року, що на 13 млрд дол. вище рівня, який був до повномасштабного вторгнення.

Графік 3.5. Міжнародна фінансова допомога, млрд дол.



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

Графік 3.6. Валові міжнародні резерви, зміна за рахунок операцій, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

У 2024 році резерви залишатимуться близькими до рівня 2023 року. Попри дещо менші обсяги міжнародної допомоги, вона повністю фінансуватиме все ще високий відплив валюти з приватного сектору. Останній зумовлюватиметься тривалим збереженням значного дефіциту торгівлі товарами, витратами вимушених мігрантів за кордоном та попитом населення на готівкову валюту. Нарощування експорту обмежуватимуть руйнація виробничих потужностей, відновлення яких є тривалим процесом, диспропорції на ринку праці та повільне відновлення позицій експортерів на традиційних ринках збуту на тлі слабого зовнішнього попиту та логістичних складнощів. Обсяг імпорту товарів збільшуватиметься швидше через значні потреби в забезпеченні обороноздатності та повоєнної відбудови.

Із 2025 року очікується зменшення як обсягів міжнародної допомоги, так і відпливу валюти з приватного сектору. В умовах зниження безпекових ризиків збільшаться інвестиційні та боргові залучення приватного сектору та зменшиться попит населення на валюту. Також очікується зменшення імпорту послуг за статтею "подорожі" унаслідок як поступового повернення мігрантів, так і подальшої їх адаптації до життя за кордоном, а також зміни їх резидентності. Крім того, пожвавлення світової економіки сприятиме збільшенню надходжень від ІТ-послуг та грошових переказів. Особливо відчутними більшість цих процесів буде у 2025 році, у результаті обсяги валових резервів зростуть до 42 млрд дол. Але у 2026 році очікується відчутне скорочення міжнародної фінансової допомоги, що призведе до зменшення резервів до 37 млрд дол.

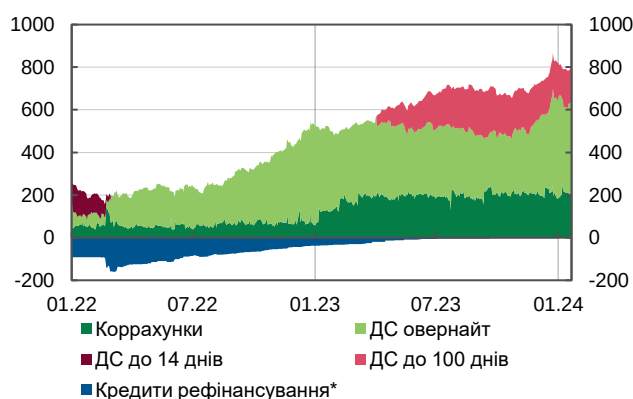
Пом'якшення процентної політики в другому півріччі 2023 року узгоджувалося зі збереженням привабливості гривневих інструментів і водночас підтримало кредитування

За поточних умов керована гнучкість обмінного курсу відіграє ключову роль у забезпеченні цінової та фінансової стабільності, водночас облікова ставка є допоміжним інструментом. Політика збереження привабливості гривневих активів сприяє мінімізації ризиків для валютного ринку, стримуючи попит на іноземну валюту. З метою посилення сигнальної ролі облікової ставки, поліпшення розуміння учасниками ринку стану монетарних умов, напряду змін у монетарній політиці НБУ [у жовтні 2023 року модернізував операційний дизайн](#) монетарної політики за системою "нижньої межі" (детальніше – у вставці "Світовий досвід

застосування різних систем побудови операційних дизайнів процентної політики" на стор. 31). У результаті такого переходу ставки на міжбанківському ринку та облікова ставка фактично перебувають на одному рівні, а частка операцій, яку НБУ проводить із банками за обліковою ставкою, збільшилася з близько 40% до понад 70%.

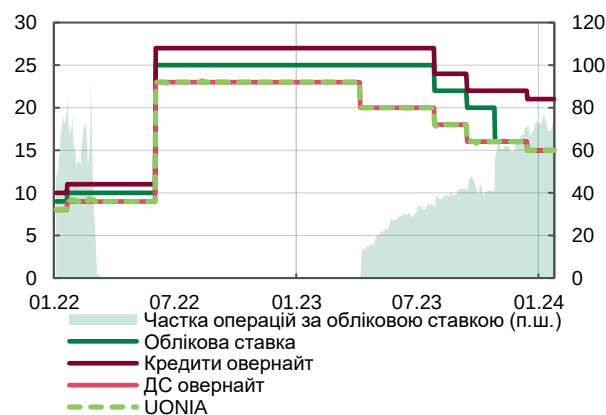
Це посилює спроможність НБУ впливати на стан грошово-кредитного ринку в умовах значного профіциту ліквідності банківської системи, який у IV кварталі надалі розширювався. Основним чинником збільшення ліквідності було суттєве нарощування урядом видатків. Останні перевищили інтервенції НБУ з продажу іноземної валюти та обсяги сезонного збільшення готівки в обігу наприкінці року. Ліквідність розширюватиметься і в 2024 році передусім через значні витрати уряду. Надалі через скорочення фінансування бюджетного дефіциту за рахунок міжнародної допомоги ліквідність банківської системи поступово знижуватиметься, проте залишатиметься значною.

Графік 3.7. Ліквідність банківської системи та залишок за операціями НБУ, млрд грн



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

Графік 3.8. Коридор процентних ставок НБУ, UONIA та частка операцій за обліковою ставкою, %

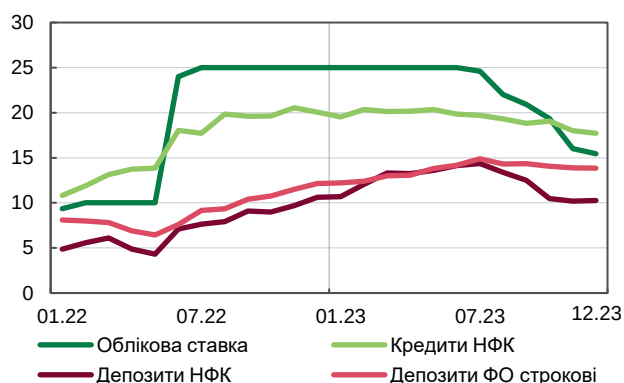


Джерело: НБУ.

Очікувана помірна інфляційна динаміка на прогностичному горизонті в умовах керованої ситуації на валютному ринку дала змогу НБУ [знизити](#) в грудні облікову ставку до 15%. Водночас реакція депозитних ставок для населення на попередні зниження облікової ставки була стриманою передусім за рахунок неконвенційного дизайну монетарної політики НБУ. Зокрема, закладені в 3-місячні депозитні сертифікати стимули утримували банки від суттєвого зниження ставок за строковими вкладками та підживлювали конкуренцію за гривневі кошти населення. Так, середньозважена ставка за гривневими строковими депозитами фізичних осіб протягом IV кварталу 2023 року знизилася лише на 0.5 в. п., тоді як за аналогічними депозитами НФК – на 2.2 в. п. Тож, попри номінальне зниження ставок, ставки за гривневими інструментами в реальному вимірі залишалися додатними та в грудні навіть підвищилися, урахувавши подальше поліпшення інфляційних очікувань. Це, зі свого боку, сприяло подальшому зростанню строкових депозитів населення. Незважаючи на посилення девальваційного тиску на валютному ринку наприкінці року, доларизація депозитів населення у грудні залишилася на рівні жовтня – близько 34%, тоді як у січні – березні 2023 року цей показник перевищував 37%. Такі тенденції узгоджувалися зі спрямованістю заходів НБУ з підтримки привабливості гривневих інструментів.

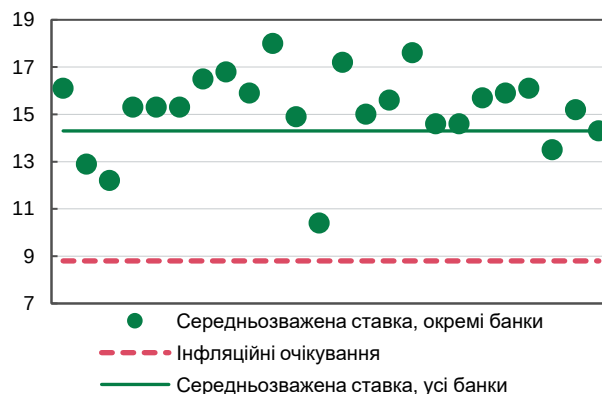
Продовження циклу пом'якшення процентної політики сприяло й здешевленню кредитування. Середньозважені ставки за гривневими кредитами для НФК за IV квартал знизилися на 1.1 в. п. – до 17.7%. Зниження ставок за несубсидійованими кредитами сприяє відновленню ринкових відносин клієнт-банк та позитивно впливає на обсяги кредитування. Знижувалися ставки і за гривневими кредитами населенню, однак їх вартість залишалася значно вищою, ніж кредитів підприємств, через високу частку незабезпечених, а, відповідно, надризикових позик. У результаті банківське кредитування поступово відновлювалося. Зокрема, у IV кварталі залишки гривневих кредитів НФК підвищилися на 1.4%, а домогосподарств – на 3.9%.

Графік 3.9. Середньозважені процентні ставки за гривневими продуктами банків та середньомісячна облікова ставка, %



Джерело: НБУ.

Графік 3.10. Середньозважені процентні ставки окремих банків* за гривневими депозитами ФО на строк понад 3 місяці (грудень 2023 року) та інфляційні очікування**, %

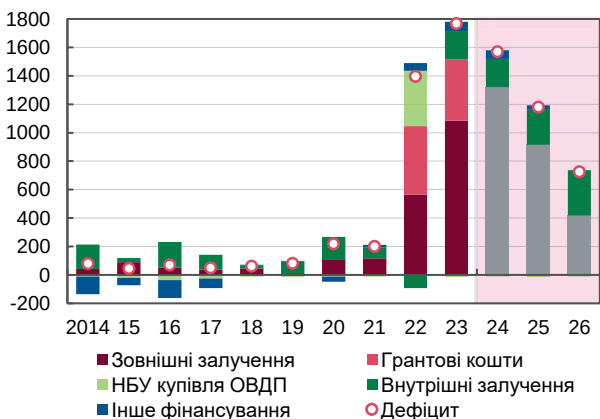


* Банки, залишки гривневих строкових депозитів ФО яких станом на 01.01.2024 перевищували 1 млрд грн. ** Згідно з грудневим опитуванням ДГ.
Джерело: НБУ, Info Sapiens.

Приваблива дохідність гривневих ОВДП сприяла поживленню внутрішнього ринку запозичень, роль якого у фінансуванні бюджетних потреб зростатиме й надалі

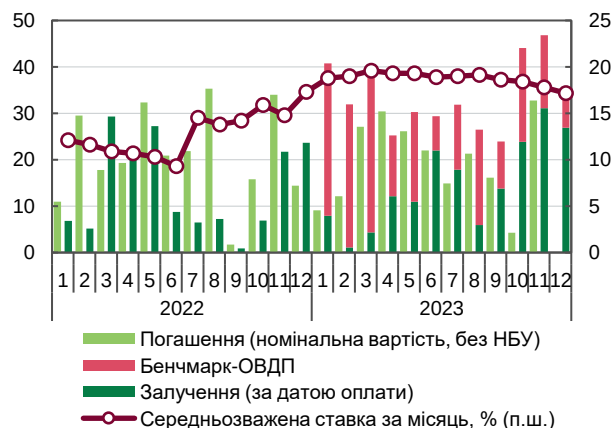
Незважаючи на певне зміщення донизу кривої дохідності, ставки за ОВДП у реальному вимірі навіть дещо підвищилися на тлі поліпшення інфляційних очікувань. Крім того, якщо на початку року визначальним чинником нарощування запозичень на внутрішньому ринку було запровадження бенчмарк-ОВДП, вкладення в які враховувалися банкам у покриття обов'язкових резервів, то до кінця року ключову роль відігравала саме приваблива дохідність.

Графік 3.11. Фінансування* дефіциту державного бюджету, млрд грн



* Чисті залучення. Запозичення в грн включають випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу банків, ФГВО та інших державних підприємств. Дефіцит з 2022 року – без урахування грантів у доходах. Дефіцити у 2024–2026 роках – прогноз НБУ. Сіра заливка – усього міжнародна допомога.
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.12 Первинне розміщення* та погашення гривневих ОВДП, млрд грн та їх дохідність



* За результатами проведення аукціонів з розміщення ОВДП до відображення цінових ефектів унаслідок дорозміщення цінних паперів.
Не включають ОВДП, випущені у 2022 році для докапіталізації Укрфінжитла та викуп НБУ військових ОВДП.
Джерело: розрахунки НБУ.

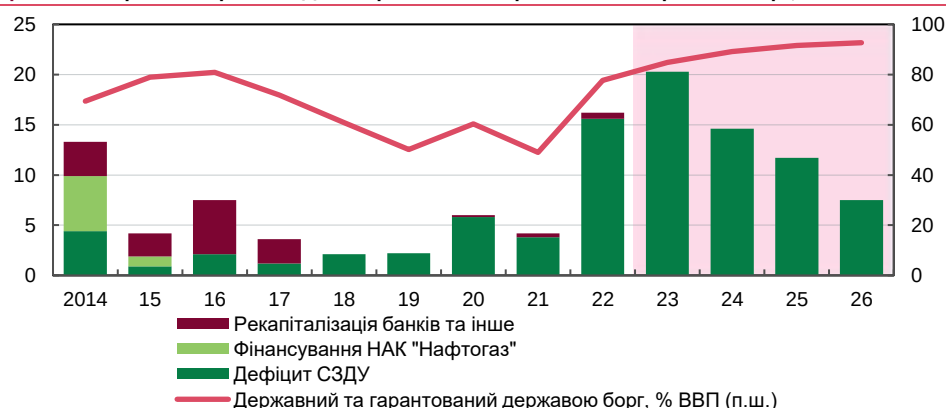
У результаті ринковий попит на ОВДП залишався значним. У IV кварталі обсяги розміщення ОВДП були найбільшими за рік, передусім за рахунок випуску гривневих паперів, а в цілому за рік внутрішні залучення удвічі перевищили минулорічні обсяги. Роль внутрішнього боргового ринку посилюватиметься на прогнозному горизонті, зважаючи на поступове зменшення міжнародної допомоги. Активна боргова політика на внутрішньому ринку є важливою передумовою для подальшого уникнення монетарного фінансування бюджетних потреб.

Водночас потенціалу внутрішнього ринку буде недостатньо для покриття фіскальних потреб уряду. Високі безпекові ризики та потреби відбудови формуватимуть значні дефіцити бюджету, попри їх поступове зуження. Основним

джерелом фінансування дефіциту залишатиметься міжнародна допомога. Обсяг прямої бюджетної підтримки у 2023 році становив 42.5 млрд дол., з якої у IV кварталі – майже 10 млрд дол. У 2024–2026 роках офіційне фінансування, попри зменшення, залишатиметься значним (детальніше – у розділі "Припущення та ризики прогнозу" на стор. 39). Для отримання такої підтримки необхідна подальша співпраця з партнерами та виконання країною зобов'язань перед МВФ.

Зменшення частки грантів у загальному обсязі міжнародної допомоги та збільшення внутрішніх залучень визначатимуть висхідну динаміку державного та гарантованого державою боргу. У середньостроковій перспективі борг перевищить 90% ВВП із майже 85% на кінець 2023 року, за оцінкою НБУ. Водночас такий рівень боргу не створюватиме значного додаткового тиску на бюджет у найближчі роки через нижчу вартість і тривалий середній термін до погашення завдяки пільговим умовам надання міжнародної допомоги.

Графік 3.13. Широкий дефіцит СЗДУ й державний та гарантований державою борг, % ВВП

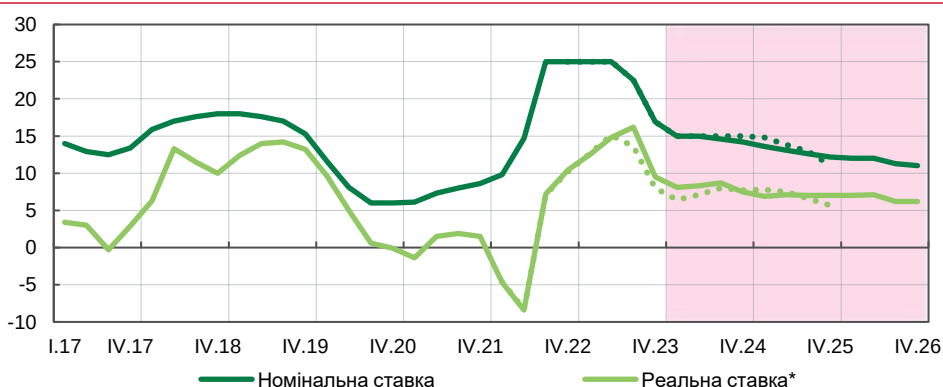


Джерело: МВФ, ДКСУ, МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Прогноз передбачає поступове зниження облікової ставки з другої половини 2024 року, однак НБУ адаптуватиме монетарну політику в разі зміни балансу ризиків для інфляції та курсової стійкості

НБУ в січні [зберіг](#) облікову ставку на рівні 15%. Це рішення узгоджується з необхідністю підтримання курсової стійкості, збереження однозначної інфляції у 2024 році та її поступового повернення до цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п. упродовж 2025 року. Процентна політика НБУ й надалі спрямовуватиметься на забезпечення привабливості гривневих інструментів – підтримання такого рівня процентних ставок, який даватиме змогу убезпечити гривневі заощадження від інфляційного знецінення. У міру зниження інфляційного тиску та поліпшення безпекової ситуації НБУ поступово нормалізуватиме монетарну політику. Це дасть змогу почати цикл активнішого зниження ставок у 2025 році. Проте в реальному вимірі ставки залишатимуться порівняно високими, що узгоджуватиметься із необхідністю підтримувати привабливість гривневих активів під час реалізації Стратегії.

Графік 3.14. Облікова ставка в номінальному та реальному вимірах, у середньому за період, %



* Дефльована на модельні очікування (КПМ).

Джерело: розрахунки НБУ.

Вставка 3. Світовий досвід застосування різних систем побудови операційних дизайнів процентної політики

Масштабне застосування центробанками світу неконвенційних інструментів для стимулювання економік згенерувало низку небажаних монетарних ефектів. Серед них – суттєве зростання структурного профіциту ліквідності банків. У результаті послабилася дієвість ключової процентної ставки як орієнтира вартості фінансових ресурсів та індикатора майбутніх змін у монетарній політиці. Це обумовило потребу переосмислення традиційних підходів до побудови операційних дизайнів процентної політики для відновлення її дієвості і формування належних монетарних умов.

Ключова процентна ставка є **дієвим монетарним інструментом**, тільки якщо короткострокові процентні ставки на міжбанківському ринку надійно "заякорені" до неї. Короткострокові ставки на міжбанківському грошовому ринку є відправною точкою для всієї кривої дохідності. Тож для того, щоб зміни ключової ставки впливали на економіку, міжбанківські ставки мають залишатися максимально наближеними до рівня ключової ставки ЦБ та змінюватися синхронно з нею. Для цього ЦБ має проводити за ключовою ставкою свої основні операції, які мають найбільший вплив на ліквідність банків. Також необхідно здійснювати й інші, допоміжні операції для тонкого налаштування ліквідності та обмеження відхилень міжбанківських ставок від ключової ставки.

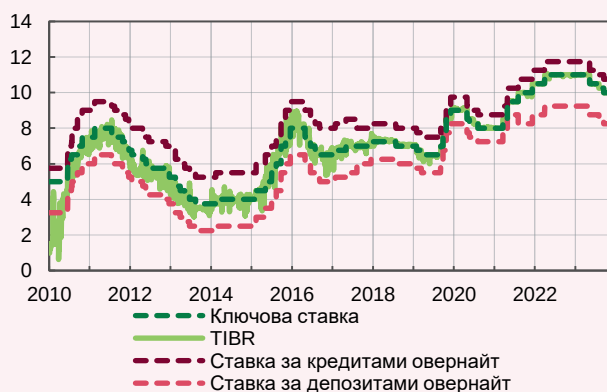
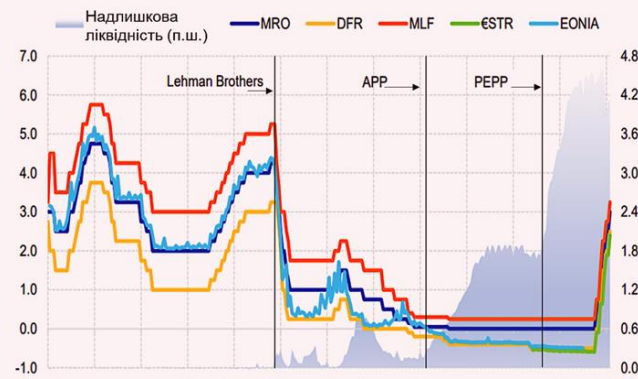
Сукупність операцій з певними параметрами, які ЦБ здійснює для регулювання ліквідності банків та створення належних монетарних умов, є операційним дизайном (далі – ОД) процентної політики. Визначальними чинниками, що забезпечують дієвість ОД, є спектр таких операцій, механізм їх здійснення, строковість, особливості доступу банків, а також інші параметри.

Традиційно виокремлюють два основні підходи до побудови ОД – системи "середини коридору" (mid-corridor) та системи "нижньої межі" (floor system). Їх назви відображають операційні цілі процентної політики. Однак основна відмінність між системами полягає передусім у підходах до управління ліквідністю банківської системи, які й покликані забезпечувати "заякорення" міжбанківських ставок до ключової ставки, а також виконання інших цілей і завдань ЦБ.

Системи "середини коридору" вимагають від ЦБ якісного прогнозування та підтримання загального обсягу ліквідності банківської системи на відносно збалансованому рівні. ЦБ прогнозує ймовірні потреби всієї банківської системи в ліквідності й надалі регулює її обсяг шляхом проведення операцій за ключовою або близькими до неї ставками. Ліквідність не завжди розподіляється серед банків рівномірно. Банки, в яких виникає тимчасовий дефіцит чи навпаки надлишок ліквідності, мають змогу щодня позичати чи розміщувати бажаний обсяг коштів у ЦБ завдяки інструментам постійного доступу. Ставки за цими операціями зазвичай прив'язані до ключової ставки на однаковій відстані й утворюють відповідно верхню (ceiling) та нижню (floor) межі "коридору" ставок ЦБ.

Водночас за такого ОД різниця між ключовою ставкою та ставками за операціями постійного доступу робить останні менш привабливими для банків порівняно з ринковими. Це створює для них стимули перерозподіляти ліквідність між собою, що сприяє розвитку міжбанківському ринку та вдосконаленню бізнес-процесів банків. Тому не дивно, що система "середини коридору" набула найбільшого поширення серед ЦБ світу, стала "традиційною". Її наразі досить успішно застосовують ЦБ Грузії, Філіппін, Чилі, Вірменії, Ізраїлю та інші ЦБ.

Водночас переваги системи "середини коридору" реалізуються лише в умовах балансу, а краще – дефіциту ліквідності. Так, ЦБ Грузії в умовах посилення профіциту ліквідності (як от у 2012 – 2017 роках) хоча й вдавалося утримувати міжбанківську ставку в межах "коридору", усе ж вона була набагато більш волатильною, ніж у періоди дефіциту ліквідності (як от у 2018 – 2022 роках).

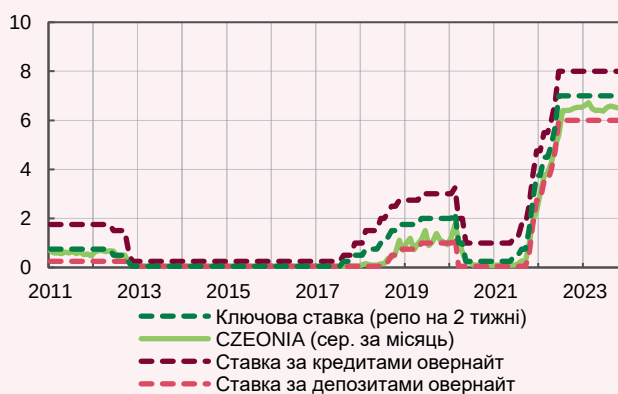
Графік 1. Процентні ставки ЦБ та міжбанківська ставка овернайт у Грузії, %Джерело: [ЦБ Грузії](#).**Графік 2. Процентні ставки ЄЦБ*, міжбанківська ставка овернайт, %, та надлишкова ліквідність, трлн євро**

* MRO – ставка за основною операцією рефінансування, DFR – ставка за депозитами ЄЦБ овернайт, MLF – ставка за кредитами рефінансування ЄЦБ овернайт; APP – програма викупу активів ЄЦБ; PEPP – антикризова програма викупу активів ЄЦБ під час пандемії.

Джерело: [Schnabel, 2023](#).

За стрімкого та значного розширення профіциту ліквідності банків системи "середини коридору" втрачають свою ефективність. Проблема посилюється, якщо ліквідність зростає під впливом незалежних від ЦБ чинників, таких як масштабні витрати уряду, приплив іноземного капіталу чи міжнародної допомоги. За таких умов ЦБ стає операційно складно і витратно точно прогнозувати потреби банків у ліквідності та підтримувати її на відносно збалансованому рівні. Без цього ставки за короткостроковими операціями між банками здебільшого тяжіють до "нижньої межі" коридору, а не до ключової ставки ЦБ. У результаті послаблюється роль останньої як орієнтира вартості фінансових ресурсів та індикатора майбутніх змін у монетарній політиці.

Через профіцит ліквідності низка ЦБ, офіційно не оголошуючи про відхід від систем "середини коридору", де-факто застосовують систему "нижньої межі". Так, з кінця 2015 року через надлишкову ліквідність, створену програмою викупу активів, система "середини коридору" ЄЦБ де-факто трансформувалася в систему "нижньої межі". Про це у своїх виступах зазначали зокрема [Ізабель Шнабель](#), член виконавчої ради ЄЦБ, та [Марк Ресінек](#) із ЦБ Німеччини. У Чехії та Польщі структурний профіцит ліквідності також суттєво зріс через програми викупу держаних цінних паперів на вторинному ринку та цільове рефінансування банків. Тож із початку циклу посилення монетарної політики у 2021 році POLONIA та CZEONIA здебільшого рухалися в нижній частині "коридору" процентних ставок.

Графік 3. Процентні ставки ЦБ та міжбанківська ставка овернайт у Чехії, %Джерело: [ЦБ Чехії](#).**Графік 4. Процентні ставки ЦБ та міжбанківська ставка овернайт у Канаді, %**Джерело: [ЦБ Канади](#).

ЦБ багатьох інших країн безуспішно намагалися утримати міжбанківські ставки всередині "коридору" процентних ставок у періоди суттєвого зростання профіциту

ліквідності. Серед них ЦБ Румунії (2016–2017 роки; з кінця 2022 року і дотепер), Сербії (з 2013 року і дотепер), Єгипту (2007 рік – березень 2011 року; вересень 2013 року – початок 2017 року; вересень 2017 року – березень 2020 року; з середини 2022 року і дотепер) та інші.

ОД за системою "нижньої межі" дають змогу ЦБ результативніше досягати цілей в умовах значного та стійкого зростання профіциту ліквідності. За таких ОД ключова ставка визначає ставку за операціями з вилучення ліквідності на термін овернайт. Тож, допоки превалює структурний профіцит ліквідності, короткострокові ринкові ставки стійко тяжіють до ключової ставки. Це посилює сигнальну функцію останньої, спрощує розуміння учасниками ринку дій ЦБ. Такі ОД є набагато менш чутливими до помилок прогнозу та коливань ліквідності, ефективно працюють навіть якщо міжбанківський ринок є слабким і нерозвиненим. Для обмеження можливих сплесків ринкових ставок під час екстраординарних коливань ліквідності ЦБ здійснює операції постійного доступу з надання ліквідності на термін овернайт за ставкою вище ключової.

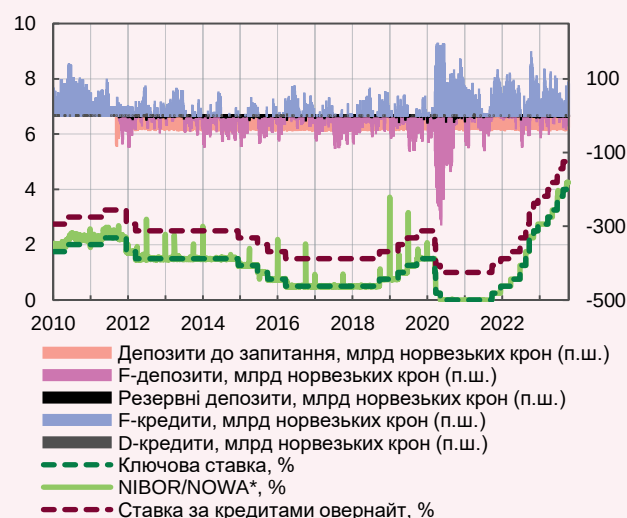
Система "нижньої межі" в її класичному форматі офіційно застосовується ЦБ Великобританії (з 2009 року), Канади (з 2020 року), Нової Зеландії (з 2020 року). Так, ЦБ Канади до Глобальної фінансової кризи загалом [ефективно застосовував](#) систему "середини коридору". Проте під час кризи для підтримки ставки за операціями овернайт на рівні ефективної нижньої межі ЦБ тимчасово офіційно запровадив систему "нижньої межі". На початку кризи COVID-19 через суттєве зростання профіциту ліквідності в умовах кількісного пом'якшення ЦБ знов [офіційно перейшов](#) на цю систему та працює за нею й дотепер.

Вважається, що основними недоліками класичної системи "нижньої межі" порівняно із системою "середини коридору" є потенційно вищі процентні витрати ЦБ, нижчі стимули для розвитку міжбанківського ринку, а отже, й вищий ризик професійної "атрофії" казначейств банків. Однак зазначені недоліки на практиці є скоріше негативними ефектами від суттєвого розширення профіциту ліквідності, яке часто відбувається з незалежних від ЦБ причин.

Різноманітні модифікації дають змогу частково нівелювати недоліки класичної системи "нижньої межі". Так, ЦБ Норвегії одним із перших запровадив систему "нижньої межі" в середині 1990-х років через надмірну чутливість короткострокової ринкової ставки до похибок прогнозу структурної ліквідності в умовах масштабних та непередбачуваних операцій уряду. Із жовтня 2011 року ЦБ Норвегії запровадив квоти на розміщення банками ліквідності на термін овернайт під ключову ставку. Решту вільної ліквідності, що перевищує квоту, банки, як і раніше, могли розмістити на термін овернайт на депозиті в ЦБ у необмеженому обсязі. Проте ставка, за якою розміщувався цей надлишок, була нижчою за ключову. У результаті за такої системи банки, які накопичують ліквідність понад квоту, зацікавлені розміщувати її на міжбанківському ринку.

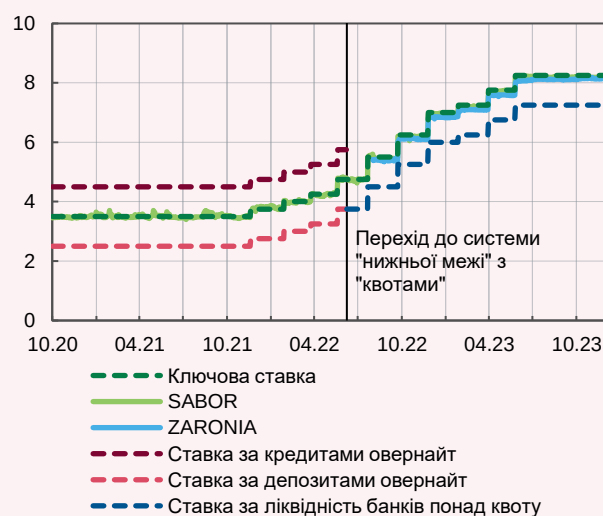
Отже, на відміну від традиційної системи "нижньої межі", модифікована система з "квотами" залежно від різниці між ключовою ставкою та ставкою з вилучення ліквідності на термін овернайт обмежує зацікавленість банків накопичувати ліквідність понад квоту, створює стимули для активізації міжбанківського ринку та сприяє рівномірнішому розподілу ліквідності.

ЦБ ПАР з 1998 року для реалізації процентної політики досить ефективно використовував систему, що передбачала наявність структурного дефіциту ліквідності. Водночас із середини 2000-х років у банківській системі сформувався профіцит ліквідності, зумовлений накопиченням міжнародних резервів. Тож ЦБ [офіційно оголосив](#) про перехід до модифікованої системи "нижньої межі" з "квотами" (на кшталт як в Норвегії).

Графік 5. Процентні ставки та обсяги операцій з регулювання ліквідності ЦБ Норвегії, міжбанківська ставка

* NOWA – з 30.09.2011.

Джерело: ЦБ Норвегії.

Графік 6. Процентні ставки ЦБ та міжбанківські ставки в ПАР, %

Джерело: ЦБ ПАР.

ОД за системи "нижньої межі" також залишає можливості для використання додаткових елементів, які дають змогу ЦБ ефективніше досягати одночасно кількох завдань. Так, НБУ в жовтні 2023 року перейшов від системи "середини коридору" до модифікованої системи "нижньої межі". Особливістю ОД НБУ є здійснення операцій з лімітованими тримісячними депозитними сертифікатами за ставкою на 4 в. п. вищою від ключової. Обсяги таких операцій обмежені їх прив'язкою до динаміки портфелів гривневих депозитів населення з терміном від трьох місяців, що сприяє посиленню конкуренції банків за вкладників. Свого часу, попри суттєве розширення профіциту ліквідності, такі операції відчутно посилили зростання ставок за гривневими депозитами та облігаціями у відповідь на підвищення ключової ставки. Завдяки вищій привабливості гривні скоротився попит на іноземну валюту, зросла строковість та знизилася доларизація вкладів населення. Наразі в умовах циклу пом'якшення процентної політики операції з тримісячними депозитними сертифікатами дають змогу НБУ таргетовано стримувати зниження ставок за довгостроковими депозитами населення. Це важливо для виконання завдання з підтримання достатньої привабливості гривневих інструментів, що, зі свого боку, є важливою передумовою забезпечення курсової стійкості та повернення інфляції до цілі 5% на горизонті політики.

Вставка 4. Валютні інтервенції ЦБ країн ЦСЄ: рятівне коло й для тих, хто вміє плавати

Поширеною є думка, що ЦБ зазвичай використовують валютні інтервенції або в умовах фіксації обмінного курсу, або в кризовий період. Водночас досвід інших країн, та ЦСЄ зокрема, свідчить, що використання валютних інтервенцій за різних режимів та макроекономічних умов може мати значні вигоди як для монетарної політики, так і для економіки загалом. Зокрема, інтервенції використовуються для згладжування короткострокової волатильності обмінного курсу, мінімізації зовнішніх шоків і ризиків для фінансової стабільності. Доповнення валютних інтервенцій вербальними підвищує довіру до центральних банків та ефективність участі ЦБ на валютному ринку. Причому найяскравіше така квінтесенція проявляється в турбулентні періоди. Накопичення валютних резервів як буферу для майбутніх шоків здатне додатково підвищити довіру до ЦБ.

Мотиви валютних інтервенцій. Валютні інтервенції відіграють центральну роль у країнах з фіксованим обмінним курсом – для підтримання курсу на визначеному рівні або в певних межах. І хоча мотиви інтервенцій за курсової гнучкості є менш очевидними, вони є вагомим інструментом монетарної політики загалом, так само, як і процентна ставка. Зазвичай інтервенції здійснюються з метою послаблення ризиків для фінансової стабільності, зменшення перенесення впливу зміни курсу на інфляцію, акумуляції міжнародних резервів, нівелювання стійких шоків, пов'язаних зі значними потоками капіталу ([Nordstrom et al., 2009](#), [Chamon et al., 2019](#)).

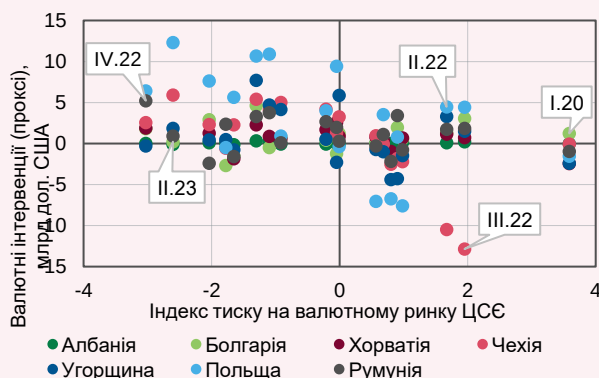
На думку [Ghosh et al. \(2016\)](#), для країн ЕМ використання валютних інтервенцій за режиму ІТ може бути оптимальним вибором політики. Такі ЦБ мають дві цілі (інфляція та обмінний курс) і два інструменти для їх досягнення (ключова ставка та валютні інтервенції). Водночас використання інтервенцій як додаткового інструменту за режиму інфляційного таргетування не перешкоджає довірі до ЦБ. Навпаки, це може підвищити довіру до інфляційної цілі, особливо коли країна стикається з такими зовнішніми шоками, як волатильні потоки капіталу. Валютні інтервенції зазвичай є асиметричними з переважанням купівлі іноземної валюти ([Adler et al. \(2020\)](#)). Вважається, що вони є ефективними в досягненні цілей переважно в короткостроковому періоді (до місяця), в окремих випадках – у середньостроковому (до шести місяців) ([Patel and Cavallino, 2019](#); [BIS, 2022](#)). Участь ЦБ на спотовому ринку залишається найпоширенішим механізмом здійснення інтервенцій як для розвинених країн, так і для країн ЕМ, проте деякі країни ЕМ останніми роками наростили, принаймні епізодично, інтервенції й на ринках деривативів.

Особливості інтервенцій ЦСЄ. Регіон ЦСЄ включає різні країни як за економічним розвитком, так і монетарною політикою¹⁴. Мотиви здійснення валютних інтервенцій ЦБ цих держав відповідають загальним тенденціям країн ЕМ (виняток – Чехія, що належить до розвинених країн), хоча й мають свої особливості. Інтервенції здійснюються здебільшого на ринках спот, є асиметричними з переважанням купівлі іноземної валюти, а мотивом для них є зазвичай мінімізація впливу зовнішніх шоків. Участь ЦБ на валютних ринках посилилася в період пандемії Covid-19, коли вони з метою підтримки економік пом'якшували монетарну політику, збільшували банківську ліквідність та реагували на стрімкі зміни на валютних ринках. Надалі інтервенції також застосовувалися для стримування шоків, що виникли внаслідок вторгнення росії в Україну. Інтервенції мають не лише трансакційну, але й вербальну (пресрелізи,

¹⁴ Словенія, Словаччина, Естонія, Латвія і Литва є членами Єврозони, Хорватія – із січня 2023 року, Болгарія – учасник механізму ERM II із липня 2020 року та використовує обмінний курс як номінальний якор монетарної політики. Для аналізу особливостей застосування валютних інтервенцій ЦБ ЦСЄ взято Албанію, Болгарію, Польщу, Румунію, Угорщину, Чехію та Хорватію до 2023 року. Із обраних країн офіційні дані щодо валютних інтервенцій публікують лише ЦБ Албанії, Чехії і Хорватії. Отже, для порівняння всієї групи взято розрахункові проксі інтервенцій за методологією [Adler et al. \(2021\)](#). Проксі розраховані як зміна в резервах ЦБ відповідно до статистики Платіжного балансу за вирахуванням доходу на резерви, з поправкою на зміни в інших іноземних активах і зобов'язаннях та валютних активах і зобов'язаннях відносно резидентів, плюс трансакції з деривативами. Для розрахунку відносних показників взято абсолютні обсяги інтервенцій, ігноруючи напрям купівля(+)/продаж(-).

пресконференції) форму, адже, як свідчать [дослідження](#), ефективність валютних інтервенцій у такому разі підвищується.

Графік 1. Валютні інтервенції та середньозважений індекс тиску на валютному ринку країн ЦСЄ*, I.2019 – III.2023



* Індекс тиску на валютному ринку - середньозважений за номінальним ВВП 2022 року, на основі розрахованих індивідуальних індексів ЕМР країн ([Kaminsky et al., 1998](#); [Tanner, 2002](#)). Додатне значення означає тиск у бік зміцнення курсу. Джерело: [Adler et al. \(2021\)](#), WEO, Bloomberg, розрахунки НБУ.

Графік 2. Валютні інтервенції (проксі) на ринках спот і деривативів країн ЦСЄ*, млрд дол. США



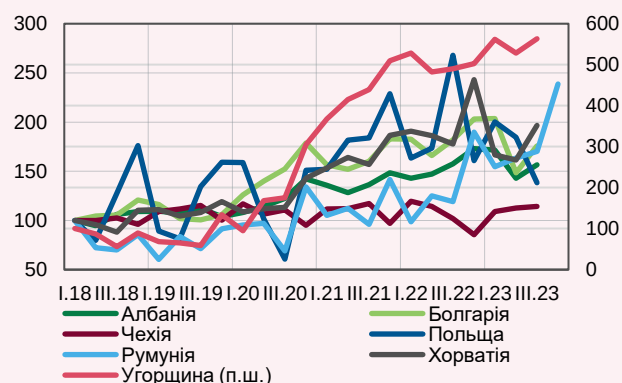
* Албанія, Болгарія, Польща, Румунія, Угорщина, Чехія, Хорватія. Джерело: [Adler et al. \(2021\)](#), розрахунки НБУ.

Так, ЦБ Болгарії і Хорватії (остання – до 2023) здійснюють валютні інтервенції в умовах де-факто фіксованих обмінних курсів до євро, тоді як ЦБ Румунії – в умовах режиму керованого плавання. ЦБ Угорщини має вільно плаваючий курс, однак здійснює валютні інтервенції дискреційно з метою запобігання надмірній волатильності на ринку. ЦБ на різних етапах також вдавався до [непрямих](#) і таргетованих форм інтервенцій (наприклад, зобов'язання продажу євро для забезпечення потреб для покриття енергетичного імпорту). Водночас Банк Польщі, який активно використовує режим IT і також має вільно плаваючий обмінний курс золотого, не відкидає можливості здійснювати інтервенції для збереження макроекономічної і фінансової стабільності. Зокрема у 2016 році частка операцій Банку Польщі в загальних обсягах торгів на валютному ринку (найбільшому [валютному ринку](#) серед країн ЦСЄ) зросла до 2.2% у II кварталі, але вже у 2022 році скоротилася до близько 0.7%.

Частка валютних інтервенцій ЦБ країн ЦСЄ в загальному обсязі торгів на їхніх валютних ринках змінювалася від 0.01% до понад 6% у період з 2007 до 2022 року (за розрахунками на основі даних BIS). Зокрема, зростання інтервенцій на ринках спот спостерігалось в період значних коливань валютних потоків у 2007 році, насамперед у Болгарії (понад 6% в операціях із купівлі валюти у III кварталі) та Румунії (близько 4% в операціях купівлі та продажу валюти в I та III кварталах). Потреба в зниженні волатильності курсу збільшила участь ЦБ Угорщини у I та IV кварталах 2010 року до понад 3% (із купівлі та продажу відповідно). Стимування зовнішнього тиску на валютний ринок від вторгнення росії в Україну, в середньому збільшило частки інтервенцій ЦБ країн ЦСЄ у 2022 році до 0.6-2% порівняно з 0.2-1.2% у 2019 році.

Профіцит ліквідності та міжнародні резерви. Для багатьох країн ЦСЄ характерними є періоди формування значного профіциту банківської ліквідності. Це пов'язано з різними чинниками: значним припливом іноземного капіталу; більшою схильністю банків до операцій із ЦБ, ніж на міжбанківському ринку; використанням нетрадиційних заходів політики як то монетарного пом'якшення або програми викупу активів. Надлишкова ліквідність може [знижувати](#) ефективність трансмісійного механізму, що підвищує необхідність використання інших інструментів політики, зокрема й валютних інтервенцій.

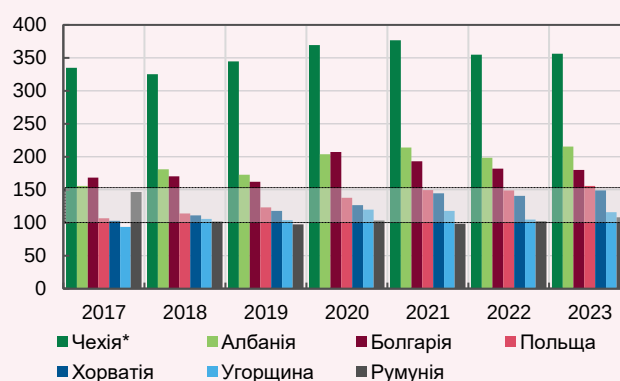
Графік 3. Профіцит ліквідності*, індекс, І.2018 = 100



* Динаміка зобов'язань ЦБ відносно інших депозитних корпорацій як індикатор надлишкової банківської ліквідності (операційне значення).

Джерело: МВФ IFS, розрахунки НБУ.

Графік 4. Адекватність офіційних резервів, % АРА-метрики



* АРА-метрика є показником адекватності резервів для країн ЕМ (адекватний рівень 100-150%). Чехія – розвинена країна. Джерело: МВФ.

Країни регіону також використовують валютні інтервенції з метою нарощування міжнародних резервів на випадок майбутніх шоків. Однак процес накопичення резервів здійснюється виключно відповідно до чітко визначених правил та в заздалегідь установлені терміни. Наприклад, нарощування резервів ЦБ Польщі здійснюється переважно шляхом [купівлі](#) іноземної валюти в Міністерства фінансів. Банк Албанії купує іноземну валюту під час [аукціонів](#), для яких завчасно оголошується графік, а метою є виключно накопичення резервів.

Приклад Чехії: відкритість та довіра. Для Чехії як розвиненої країни характерні низькі обсяги валютних інтервенцій відносно розміру валютного ринку (до 1%). Проте в окремі періоди (протягом 2013–2016 років, період дії курсового зобов'язання) вони зростали до майже 5%. Так, після досягнення ключовою ставкою технічного нульового рівня ЦБ Чехії в [листопаді 2013 року](#), попри де-юре плаваючий режим обмінного курсу, запровадив нижнє допустиме значення курсу і послабив крону за допомогою інтервенцій. ЦБ [комунікував](#) готовність здійснювати інтервенції надалі без обмежень у часі та обсягах для досягнення цілі, завдяки чому зберіг довіру. Після досягнення цілей у квітні 2017 року він відмовився від курсового зобов'язання та поступово повернувся до традиційної монетарної політики за режиму інфляційного таргетування. Однак у березні 2022 року ЦБ виходив на валютний ринок для обмеження стрімкого послаблення крони через вторгнення росії в Україну, а в травні 2022 року застосував [режим інтервенцій](#) для попередження довгострокового послаблення крони в умовах високої інфляції. В результаті частка інтервенцій з продажу валюти на ринку сягала 2.9-3.6% у II та III кварталах 2022 року. Формально режим інтервенцій завершено в серпні 2023 року (хоча вони не проводилися з жовтня 2022 року). Надалі ЦБ поновив програму продажу частини інвестиційного доходу на міжнародні резерви для сповільнення зростання обсягів міжнародних резервів.

Досвід України. З початку повномасштабного вторгнення НБУ зафіксував обмінний курс гривні. Фіксація курсу забезпечувалася інтервенціями з продажу валюти НБУ та низкою адміністративних обмежень на валютні операції та рух капіталу. В умовах високої невизначеності, спричиненої бойовими діями, такі кроки дали змогу зберегти монетарну та фінансову стабільність. У минулому Україна вже мала досвід багаторічного використання режиму фіксованого курсу. Він створював ілюзію стабільності та призводив до накопичення значних макрофінансових дисбалансів, коригування яких завершувалося глибокими валютними та економічними кризами. Саме тому НБУ неодноразово наголошував, що фіксація курсу навіть в умовах війни є тимчасовим рішенням. У жовтні 2023 року НБУ перейшов до режиму керованої гнучкості.

У міру формування відповідних передумов НБУ дозволить все більшу гнучкість курсу, а роль процентної ставки посилюватиметься. Проте НБУ й надалі залишатиметься присутнім на ринку, компенсуючи структурний дефіцит валюти.

Ураховуючи значну чутливість інфляційних очікувань до обмінного курсу, поєднання класичної процентної політики та валютних інтервенцій видається оптимальним режимом. З одного боку, більша гнучкість обмінного курсу дасть змогу пристосуватися економіці країни до шоків, циклів та коливань на ринку, та запобігти виснаженню міжнародних резервів. З іншого боку, використання валютних інтервенцій для згладжування високої волатильності сприятиме макрофінансовій стабільності та дасть змогу досягти інфляційної цілі в середньостроковій перспективі. І хоча важко проводити паралелі країни в умовах війни зі світовим досвідом, подальша особлива роль валютних інтервенцій у монетарній політиці України цілком відповідатиме світовим тенденціям.

Розділ 4. Припущення та ризики прогнозу

4.1. Внутрішні припущення та ризики

- Ключовим ризиком цього макропрогнозу є розвиток безпекової ситуації, зокрема тривалість ведення бойових дій, їх характер та інтенсивність. За умови інтенсифікації бойових дій або довшого збереження високих безпекових ризиків на прогнозованому горизонті втрати потенціалу української економіки будуть більшими, а інфляційний тиск – сильнішим.
- Посилюються ризики недостатньої ритмічності та зниження обсягів міжнародного фінансування, що може погіршити макроекономічну стабільність.

Значно посилилися ризики триваліших бойових дій або їх загострення у 2024 році, що може призвести до погіршення всіх основних показників прогнозу

Основним припущенням прогнозу НБУ є суттєве зниження високих безпекових ризиків із 2025 року. Триваліша або інтенсивніша, ніж у базовому сценарії, війна погіршить перспективи відновлення економіки України, ділові та споживчі настрої, відчутніше загострить демографічні проблеми та ситуацію на ринку праці. Девальваційні та інфляційні очікування будуть гіршими. Тиск на державні фінанси зберігатимуть високим. Проте інфляцію стримуватимуть пригнічений попит та подальше збереження мораторію на підвищення тарифів на окремі послуги ЖКГ. У разі реалізації такого сценарію НБУ змушений буде вдатися до жорсткішої монетарної політики, ніж передбачає базовий сценарій цього прогнозу.

Триваліша війна та нові масштабні руйнування, спричинені терактами РФ, можуть також загальмувати процес поступової фіскальної консолідації, що очікується з 2025 року

Прогнозом НБУ передбачається поступове скорочення дефіциту бюджету з очікуваних 20.7% ВВП у 2024 році до 13.5% та 7.5% ВВП у 2025-2026 роках, зокрема за рахунок нарощування власних доходів на тлі відновлення економіки. Державні фінанси дуже вразливі в умовах війни з огляду на непередбачуваний її характер, а потенціал оптимізації видатків є обмеженим. Є суттєвий ризик їх вимушеного збільшення насамперед у разі довшого періоду високих безпекових ризиків чи пошкоджень критичної інфраструктури. Це може збільшити дефіцит бюджету та вимагатиме пошук додаткових джерел його фінансування. Крім того, це негативно позначиться на показниках зовнішньої стійкості та вимагатиме швидшої фіскальної консолідації в подальшому.

Систематичні збої в ритмічності міжнародної допомоги та/або суттєвіше зниження її обсягів значно підважать стійкість державних фінансів, що може погіршити макроекономічну стабільність

Прогноз передбачає збереження значної зовнішньої фінансової підтримки. У 2024–2026 роках очікується залучення міжнародного фінансування в розмірі 37.4 млрд дол., 25.1 млрд дол. та 12.6 млрд дол. відповідно. Важливим є дотримання донорами домовленостей не лише щодо обсягів фінансування, а й щодо ритмічності таких надходжень, що забезпечуватиме щомісячне виконання всіх запланованих видатків бюджету. Наприкінці 2023 року – на початку 2024 року ритмічність цих надходжень втратилася та значно посилилася невизначеність щодо затвердження зовнішньої фінансової допомоги на поточний рік серед найбільших донорів. Ємність внутрішнього фінансового ринку є досить обмеженою і в разі подальшого затримання надходжень зовнішньої допомоги посилюватиметься загроза поновлення емісійного фінансування бюджету з боку НБУ. Зниження обсягів фінансування також призведе до скорочення міжнародних резервів, що негативно позначиться на показниках зовнішньої стійкості держави. Це погіршуватиме курсові та інфляційні очікування, а отже, вимагатиме від НБУ проведення жорсткішої монетарної політики, ніж передбачено базовим сценарієм.

НБУ очікує незначний дефіцит е/е. Однак теракти РФ проти енергетичної інфраструктури є ще одним значним ризиком для економіки

Якщо не буде нових значних руйнувань, то у 2024 році очікується незначний дефіцит е/е переважно під час опалювального сезону. З одного боку, значно посилено захист ППО, тривають ремонти та пристосування енергетичної системи до викликів війни, а з іншого, – енергосистема значно постраждала, а росія не припиняє обстрілів, тоді як пожвавлення економічної активності збільшує споживання е/е. Однак очікується, що дефіцит буде нівельовано імпортом е/е, тому він майже не вплине на економічну активність. У подальшому завдяки ремонтам та поставкам нового обладнання дефіциту е/е не очікується.

Ризиком є посилення атак РФ на енергетичну інфраструктуру, що може зумовити більший, ніж очікується, дефіцит власних потужностей з виробництва е/е. Для покриття значного дефіциту може не вистачити технологічних можливостей для імпорتنних поставок е/е. У результаті відбуватимуться відключення як побутових, так і промислових споживачів, що обмежуватиме економічну активність. Темпи зростання ВВП будуть меншими, ніж у базовому сценарії. Проте рівень готовності бізнесу та населення до потенційних відключень е/е є вищим, ніж минулої зими, що обмежуватиме негативний вплив дефіциту е/е на економіку.

Припускається збереження значних обсягів поставок товарів новим морським маршрутом і розширення їх номенклатури. Атаки РФ можуть ускладнити транспортування морем. Однак не виключене й подальше нарощування логістичних потужностей цього маршруту

Цей прогноз ґрунтується на припущенні, що припинення роботи "зернового коридору" буде повністю компенсовано поставками продовольства новим морським маршрутом, який був відкритий у серпні. Середньомісячні обсяги поставок товарів через новий морський коридор становитимуть близько семи млн т. Пропускної здатності буде достатньо не лише для вивезення врожаїв 2023–2024 років, а й для нарощування експорту продукції ГМК.

Збереження позитивних тенденцій забезпечить більші обсяги експорту, а подальше підвищення ефективності заходів валютного нагляду – своєчасне надходження валютної виручки. Це сприятиме швидшому економічному відновленню, посилюватиме спроможність НБУ підтримувати курсову стійкість та пришвидшить процес пом'якшення валютних обмежень. Однак обстріли росією портової інфраструктури можуть негативно позначитися на судноплаванні. Це ускладнить вивезення експортної продукції та призведе до зниження валютних надходжень і, відповідно, погіршення фінансового стану експортерів.

НБУ припускає, що часткове блокування кордонів з деякими країнами ЄС для вантажних перевезень буде усунено до II кварталу. Довше збереження обмежень чи їх посилення призведе до додаткових економічних втрат

Блокування західних кордонів протестувальниками зумовлює зниження потоків експорту й імпорту товарів. Максимальний негативний ефект від таких обмежень припав на листопад 2023 року. За оцінками НБУ, прямі втрати становили близько 160 млн дол. для експорту товарів та 500 млн дол. для імпорту. Однак досить швидка переорієнтація торговельних потоків на інші види транспорту та маршрути, зокрема морський коридор, дала змогу повністю нівелювати втрати для експорту і частково – для імпорту. Крім того, у середині січня було оголошено про припинення блокування кордону польськими протестувальниками, що знизить втрати імпорту в січні до 150–200 млн дол. НБУ очікує, що окремі обмеження з боку країн-сусідів триватимуть у лютому-березні, а далі припиняться. Втрати імпорту за цей період становитимуть 100 млн дол. щомісяця.

Очікується поступове повернення мігрантів разом зі зниженням безпекових ризиків із 2025 року. Проте затяжний характер війни посилює ризики неповернення значної частини громадян

У 2024 році з огляду на збереження високих безпекових ризиків очікується продовження відпливу мігрантів, хоча і незначне (близько 100 тис. осіб за

підсумками року). Після зниження безпекових ризиків у 2025 році в Україну повернеться орієнтовно 400 тис. осіб. Відбудова житла, інфраструктури та збільшення кількості робочих місць унаслідок зростання економіки України зумовлять активніше повернення у 2026 році – близько 800 тис. осіб.

Проте ті, хто краще адаптувався в країнах-реципієнтах, можуть відмовитися від повернення на батьківщину або відкласти повернення. Крім того, посилюються ризики повільнішого повернення мігрантів на тлі затяжного характеру війни, високої інтенсивності бойових дій, обстрілів цивільної інфраструктури. Після завершення війни еміграційні процеси можуть посилитися через об'єднання родин за кордоном після зняття обмежень на виїзд чоловіків або на тлі все ще складної економічної ситуації. Це додатково послаблюватиме як відновлення внутрішнього попиту внаслідок зменшення кількості потенційних споживачів, так і пропозиції робочої сили. Посилюватимуться й диспропорції на ринку праці, що тиснутиме в бік збільшення затрат бізнесу на зарплати з відповідним їх перенесенням на ціни, що, однак, частково компенсуватиметься слабшим попитом.

НБУ припускає збереження незмінних тарифів на більшість послуг ЖКГ на період високих безпекових ризиків. Терміни і параметри коригування цих тарифів є сферою невизначеності цього прогнозу

Прогнозом припускається збереження дії мораторію на окремі тарифи послуг ЖКГ (зокрема опалення та гарячу воду) до завершення дії воєнного стану. Далі очікується поетапне приведення тарифів у відповідність до економічно обґрунтованого рівня протягом кількох років.

Невизначеність з термінами та величиною коригування тарифів, насамперед енергетичних, є окремим ризиком для прогнозу інфляції. Відтермінування рішень щодо приведення тарифів на послуги ЖКГ у відповідність до економічно обґрунтованих рівнів накопичуватиме квазіфіскальні дисбаланси та погіршуватиме фінансовий стан державних енергокомпаній. Відповідно, посилюватимуться ризики нестабільності на внутрішньому ринку енергоресурсів, погіршуватиметься інвестиційний потенціал галузі. Ціновий тиск відкладатиметься на майбутнє. Натомість пришвидшене підвищення вартості енергоносіїв, що усуне дисбаланси в енергетичному секторі, буде джерелом додаткового інфляційного тиску та зумовить потребу в значному збільшенні субсидій для населення.

У 2024 році очікується незначне зменшення врожаю через повернення до середньої врожайності. Надалі врожаї поступово збільшуватимуться, хоча погодні умови та зміни клімату можуть посилити волатильність їх обсягів

Надсприятливі погодні умови 2023 року підтримали економічне відновлення України та призвели до стрімкого зниження інфляції. Зі значною імовірністю погодні умови у 2024 році та надалі повернуться до середніх кліматичних норм. Це зумовить незначне зменшення врожаю у 2024 році (зернових та зернобобових культур – до близько 56 млн т). Після зменшення безпекових ризиків очікується розширення посівних площ завдяки деокупації та розмінуванню. Тож обсяги врожаїв на прогнозованому горизонті збільшуватимуться. Проте збільшення посівних площ буде поступовим через значні фінансові та часові витрати на розмінування, тому обсяги врожаїв ще довго не досягнуть рекордних показників 2021 року. У результаті очікується, що врожай зернових та зернобобових становитиме близько 59 млн т у 2025 році та 61 млн т у 2026 році. Проте не виключено відхилення температури від середніх кліматичних норм, що додасть волатильності обсягам врожаїв із відповідним впливом на продовольчу інфляцію.

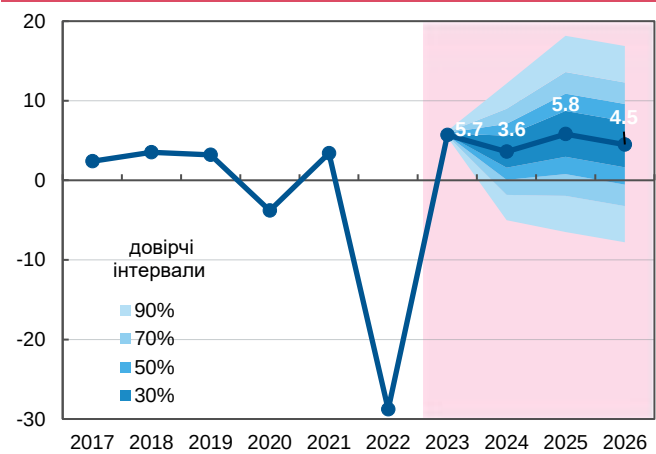
Значний стимул для відновлення можуть надати масштабні проєкти відбудови України, особливо в поєднанні з пришвидшеною євроінтеграцією

Для відновлення зруйнованої інфраструктури та виробничих потужностей Україна потребуватиме значних інвестицій, що можуть бути залучені лише за реалізації масштабних проєктів відбудови країни, та/або передавання Україні заморожених російських активів. Ці проєкти не закладено в базовий сценарій макроекономічного прогнозу, оскільки акумуляція таких ресурсів та деталізація відповідної програми

потребуватимуть тривалого часу. Одним із джерел фінансування такої програми можуть бути заморожені міжнародні активи агресора. Упродовж останніх місяців західні партнери активізували розгляд питань, пов'язаних із передаванням цих активів та коштів від їх використання Україні.

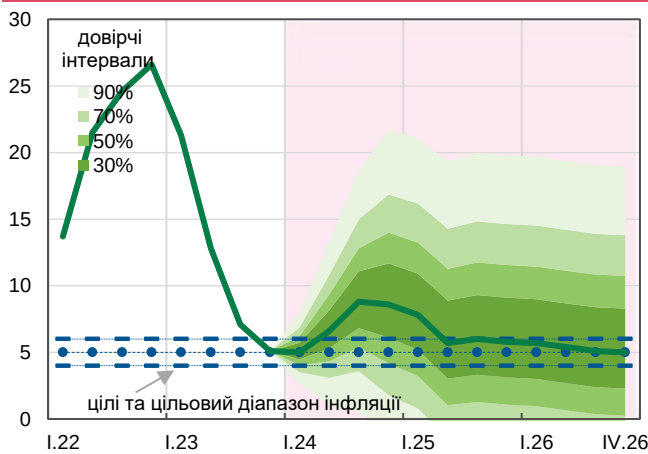
Упровадження програм відновлення, особливо на тлі євроінтеграційних реформ (детальніше про це у вставці "Євроінтеграція та сценарії пришвидшеного зростання економіки України" на стор. 43), суттєво пришвидшить економічне зростання. Це також значно посилить фундаментальний інфляційний тиск через активніше зростання доходів населення. Тому НБУ буде вимушений утримувати жорсткішу монетарну політику. Водночас зниження премії за ризик та ревальваційні ефекти від припливу капіталу гальмуватимуть інфляційний тиск.

Графік 4.1.1. Прогноз реального ВВП, %, р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 4.2.1. Прогноз ІСЦ та інфляційні цілі, %, р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

Прогнози ключових макроекономічних змінних наведено у формі 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.

Таблиця 4.1.1. Ймовірність настання основних ризиків

		Низька <15%	Середня 15–25%	Висока 25–50%
Ступінь впливу на базовий сценарій	Слабкий			Продовження часткового блокування кордонів з окремими країнами ЄС для вантажних перевезень
	Помірний		Посилена еміграція Нарощування потужності морських шляхів експорту	Пошкодження енергетичної та портової інфраструктури
	Сильний		Виникнення додаткових бюджетних потреб і значних квазіфіскальних дефіцитів, зокрема в енергетичній сфері Швидка реалізація масштабного плану відбудови України "план Маршалла"	Триваліший термін війни, ескалація, еко-тероризм окупантів Зниження обсягів чи втрата ритмічності надходження міжнародної допомоги

Джерело: оцінки НБУ.

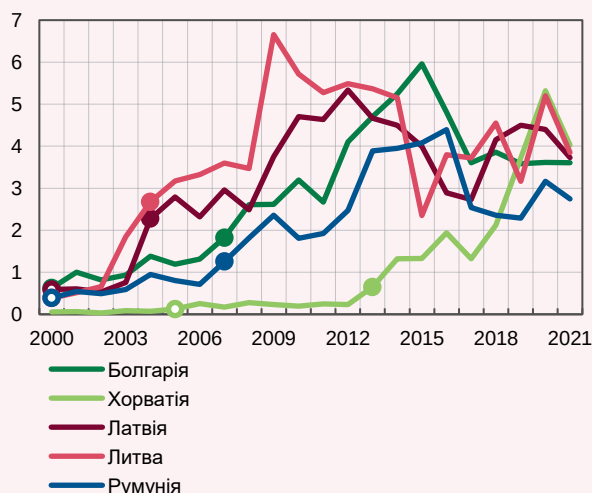
Вставка 5. Євроінтеграція та сценарії прискореного зростання економіки України

Економіка України поступово відновлюється, переважно за рахунок надолуження втрат, спричинених повномасштабним вторгненням росії. Проте стійке економічне зростання високими темпами можливе лише завдяки сталому підвищенню рівня продуктивності. Останнє можна забезпечити за допомогою реформ та зближенням з більш розвиненими економіками за важливої передумови – збереження макроекономічної стабільності. Рушієм цих процесів має стати європейська інтеграція. Процес інтеграції, навіть до офіційного вступу до Європейського Союзу, стимулюватиме зовнішню торгівлю та залучення інвестицій, посилить інституційну спроможність країни. Це підвищить ефективність використання ресурсного потенціалу, зменшить корупцію та поглибить ринкову конкуренцію. За умови повільного проведення реформ у межах євроінтеграції економіка України може зростати приблизно на 4% упродовж десятиліття, водночас швидка трансформація забезпечить економічне зростання на рівні близько 7%.

Перспектива членства в ЄС починає стимулювати економічну активність ще за кілька років до фактичного набуття цього статусу завдяки "ефекту очікування". За оцінкою [Campos et al. \(2019\)](#), у країнах ЦСЄ, що приєдналися до ЄС у 2004 році, рівні продуктивності праці та ВВП на одну особу у 2003 році були в середньому на майже 10% вищі, ніж якби не було можливості вступу. Стимули для економічного зростання створювало фактичне виконання вимог для вступу до ЄС. Проте вплив був неоднорідним у розрізі країн: вищий ступінь відкритості торгівлі та фінансової інтеграції посилював вигоди від набуття членства. Інші дослідження ([Ciešlik and Turgut, 2021](#); [Hagemeyer et al., 2021](#)) свідчили про позитивні результати насамперед у довгостроковій перспективі, хоча в країнах з кращою інфраструктурою вони проявлялися слабше. Водночас завдяки зростанню інвестицій протягом перших років після вступу закладалася основа для подальшого економічного зростання, як наприклад у Хорватії ([Rukavina, 2021](#)).

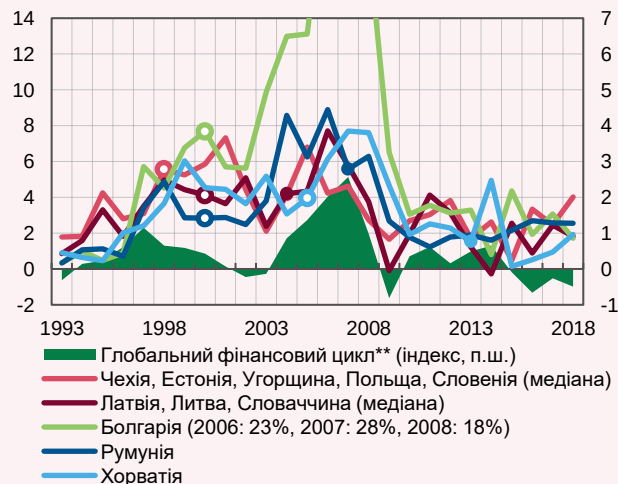
Конвергенція країн ЦСЄ спиралася на приплив ПІІ, поліпшення економічної свободи, системну трансформацію інституцій, а також фінансування ЄС, спрямоване на підтримку реформ ([Rapacki and Próchniak, 2009](#)). Хоча обсяг останнього здебільшого не перевищував 1% ВВП, на відміну від структурних фондів, доступних після вступу. Натомість приплив ПІІ до країн-кандидатів, зокрема з тогочасних членів ЄС, відігравав більшу роль в умовах проведення реформ і [приватизації](#).

Графік 1. Витрати з бюджету ЄС за окремими країнами, % ВВП*



* Порожня крапка позначає рік початку переговорів, крапка із заливкою – рік вступу.
Джерело: European Commission, Eurostat.

Графік 2. Прямі іноземні інвестиції (ПІІ), потоки, % ВВП*



** [Miranda-Agrippino and Rey \(2020\)](#).
Джерело: UNCTAD, [Silvia Miranda-Agrippino](#)

Підвищення рівня продуктивності економіки позитивно пов'язане з якістю державних інституцій та верховенством права. [Ari and Pula \(2021\)](#) визначають слабку судову систему як основне гальмо економічного зростання в Україні. Повноцінні реформи, зокрема перезапуск судової системи, можуть наблизити темпи зростання реального ВВП до 7% річних.

[Dieppe \(2021\)](#) також наголошує на вирішальній ролі верховенства права та захисту прав власності. Іноземні інвестори ([Dragon Capital, 2020](#)) визначили корупцію, відсутність довіри до судової системи та монополізацію ринку олігархами в Україні як три основні перешкоди для інвестицій. Зменшення корупції та зміцнення верховенства права позитивно вплине на інші сфери діяльності.

Країни, що розвиваються, наздоганяють більш розвинені країни за рахунок торгівлі з ними та припливу іноземних інвестицій. Відкриті економіки стають продуктивнішими завдяки спеціалізації, участі в глобальних ланцюгах поставок та імпорту передових технологій. Зближенню з більш розвиненими країнами сприяє виробництво товарів з вищим ступенем обробки, хоча цей процес значно повільніший в економіках з високою зайнятістю в с/г ([Dieppe, 2021](#)).

Стабільне макроекономічне середовище сприяє приватним інвестиціям та інноваціям, пришвидшує зближення з більш розвиненими країнами та посилює вплив інших чинників зростання продуктивності. [Dieppe \(2021\)](#) пов'язує стабільність із низькою інфляцією та низьким спредом обмінного курсу на "чорному" ринку. Пріоритет цінової стабільності в мандаті НБУ є важливою передумовою успішної європейської інтеграції.

За допомогою модельних симуляцій розглянуто два сценарії розвитку України – помірний та сприятливий, які передусім різняться повнотою реформ та швидкістю євроінтеграції. Очікувано, що темпи економічного зростання суттєво відрізняються залежно від сценарію: вищі темпи та швидше скорочення розриву в доходах з економіками ЄС вимагає довгострокової політичної рішучості в імплементації реформ. За помірного сценарію з частковими реформами ВВП України на одну особу у 2033 році перевищить 10 тис. дол. США. Це становить менше 70% від рівня Румунії у 2021 році. За умови сприятливого сценарію ці показники зростуть до майже 15.5 тис. дол. США та більше 100% відповідно.

Таблиця 1. Макроекономічні сценарії довгострокового розвитку України

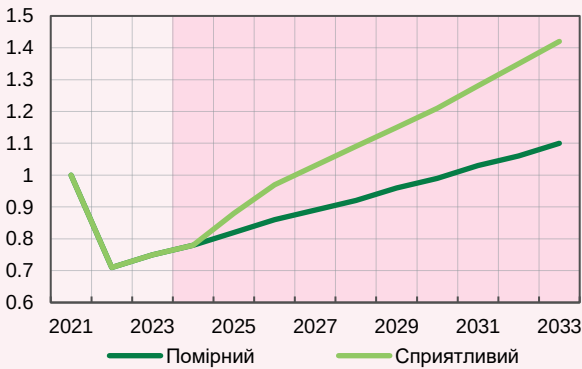
	Помірний	Сприятливий
Реформи	Часткові (посилення ринкової конкуренції, доступ до ринку ЄС, цінова стабільність)	Повні (+ посилення антикорупційних органів та перезапуск судової системи)
Населення	32.5 млн осіб у 2033 році (на 14% нижче ніж у 2021), 4 млн мігрантів повертаються	34.7 млн осіб у 2033 році (на 9% нижче ніж у 2021), всі 6.3 млн мігрантів повертаються
Реальний ВВП	3.9% середнє зростання у 2024–2033 роках	6.6% середнє зростання у 2024–2033 роках

Джерело: розрахунки НБУ.

Зближення з рівнями доходів економік ЄС відбуватиметься за рахунок зростання реального ВВП та зміцнення реального обмінного курсу. Успішна реалізація сприятливого сценарію відновлення України та приплив іноземних коштів на початковому етапі може призвести навіть до тимчасового "перегріву" економіки та відповідного збільшення темпів зростання споживчих цін. За цього сценарію НБУ зберігатиме жорсткішу порівняно з помірним сценарієм монетарну політику для стримування інфляції. Водночас інфляційна ціль і надалі залишатиметься вищою, ніж в країнах ЄС, і забезпечуватиме простір для реальної конвергенції. Проте в разі її швидкої реалізації підтримання низької інфляції вимагатиме зміцнення номінального обмінного курсу.

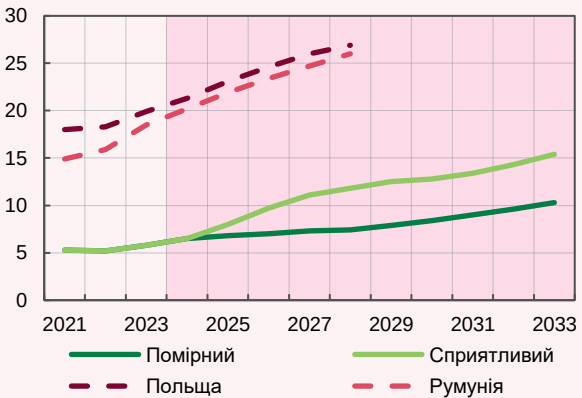
Сприятливий сценарій економічного зростання передбачає тривале збереження значного дефіциту торговельного балансу, адже приплив інвестицій стимулюватиме як інвестиційний, так і споживчий імпорт.

Графік 3. Реальний ВВП, 2021=1



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 4. ВВП на особу, тис. дол. США



Джерело: прогноз МВФ (квітень 2023), розрахунки НБУ.

4.2. Зовнішні припущення та ризики

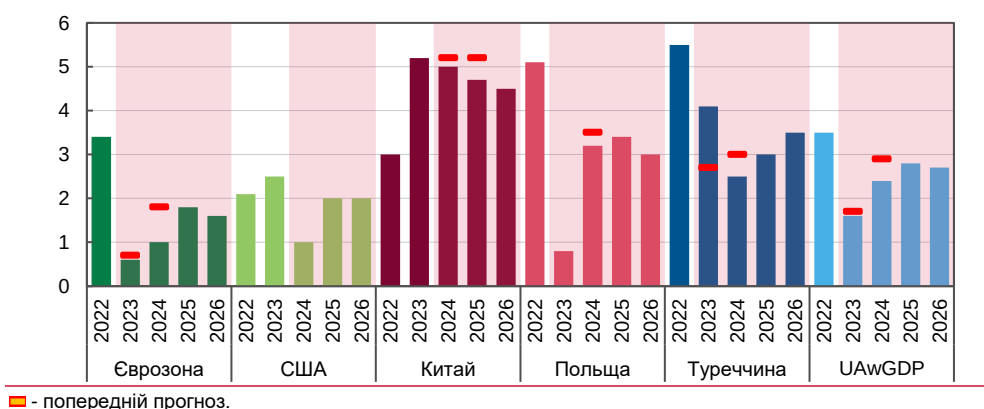
- Очікується, що економічне зростання країн – ОТП України у 2024–2026 роках поступово поживається завдяки активізації споживчого попиту та міжнародної торгівлі.
- Зовнішній інфляційний тиск поволі згасатиме з огляду на тенденцію до зниження світових цін на товарних ринках та здешевлення вартості перевезень. Проте сповільнення базової інфляції буде стриманим передусім через стійкі ринки праці. Це також буде основним ризиком збереження інфляції на високих рівнях.
- З огляду на стійкість інфляції світові фінансові умови залишатимуться жорсткими на тлі все ще високих ставок провідних ЦБ, попри їх очікуване зниження.

Основним зовнішнім припущенням є поживлення зовнішнього попиту в умовах сповільнення інфляції, хоча послаблення економіки Китаю є вагомим ризиком збільшення зовнішнього попиту

Зовнішній попит, виражений середньозваженим показником річних темпів економічного зростання країн – ОТП України (UAWGDP), наприкінці 2023 року залишався млявим. Підвищення вартості запозичень (у результаті дії ефекту перенесення від зростання процентних ставок), звуження глобальних торговельних потоків, вичерпання запасів і все ще висока інфляція стримували економічне зростання як розвинутих країн, так і країн ЕМ.

Економічне зростання країн – ОТП у першому півріччі 2024 року залишатиметься млявим. Насамперед спостерігатиметься слабка динаміка ВВП Єврозони, зокрема через ефекти від посилення монетарної політики ЄЦБ у 2023 році. На відміну від США, де приватне споживання підтримувалося використанням надлишкових заощаджень під час пандемії, у Єврозоні їх рівень є високим і буде таким надалі. Слабкість економіки Єврозони негативно впливатиме на зростання в країнах ЦСЄ. Однак отримання коштів із Фонду відновлення та стійкості (RRF, терміном до грудня 2026 року), зокрема Польщею та Угорщиною (які тимчасово заблоковані через відступ від демократичних стандартів), сприятиме поживленню інвестиційної активності в цих країнах. Реальні зарплати як у Єврозоні, так і в країнах ЦСЄ зростатимуть на тлі поступового сповільнення поточної інфляції та під тиском посилення переговорних вимог працівників компенсувати втрати в доходах унаслідок високої інфляції. Це підтримає поживлення приватного споживання.

Графік 4.2.1. Реальний ВВП окремих країн – ОТП України та UAWGDP, % р/р



Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Зовнішній попит поживається в другому півріччі 2024 року та зростатиме порівняно високими темпами у 2025–2026 роках. Стійкі ринки праці в умовах очікуваного послаблення інфляційного тиску (зокрема завдяки здешевленню енергоносіїв) підсилуватимуть споживчий попит. Завершення циклу скорочення запасів товарів і пов'язане з цим поживлення виробничої активності, а також позитивний ефект

від [державного фінансування](#) приватного сектору попередніх років у Єврозоні, будуть додатковими чинниками зростання країн – ОТП. Крім того, попри очікуване сповільнення, зростання економіки Китаю залишатиметься достатньо високим насамперед завдяки фіскальним стимулам.

Зниження безпекових ризиків за одночасного посилення зовнішнього попиту та пожвавлення світової торгівлі у 2025 – 2026 роках стануть вагомими чинниками пришвидшення економічного відновлення України.

Ризиком для цього припущення може бути несприятливий розвиток подій у Китаї, де, попри вжиті стимулюючі заходи, криза на ринку нерухомості все ще не вирішена. Якщо вона триватиме, то сповільнення економіки Китаю може виявитися швидшим, ніж прогнозується. Це призведе до звуження зовнішнього попиту, зокрема на сировинні товари, які переважають в українському експорті.

Зростання світової торгівлі відновиться, однак посилення її фрагментації на тлі геополітичної напруженості може загальмувати цей процес

Барометр [торгівлі товарами](#) СОТ свідчить про поступове пожвавлення світової торгівлі. Цей процес триватиме й надалі. Очікується, що зростання світової [торгівлі товарами](#) відновиться до 3–4% у 2024 році з подальшим пришвидшенням до 4–6% у 2025–2026 роках. Цьому сприятимуть підвищення ділової впевненості, зменшення логістичних проблем (у тому числі завдяки зниженню безпекових ризиків на Близькому Сході та в Україні), відновлення споживчого попиту на товари довготривалого вжитку.

Однак циклічне зростання світової торгівлі може не матеріалізуватися через поглиблення фрагментації торгових відносин на тлі посилення геополітичної напруженості. Свідченням фрагментації стало збільшення заходів обмеження міжнародної торгівлі з боку [країн G-20](#). Останнє може послабити позиції українських експортерів на традиційних ринках.

Економічне пожвавлення супроводжуватиметься стрімкішим нарощуванням пропозиції порівняно з попитом, що призведе до зниження світових цін як на основні товари імпорту, так і експорту України

Ціни на нафту після тимчасової сезонної корекції вгору в I кварталі 2024 року надалі знижуватимуться. Активне нарощування виробництва США та окремими країнами Латинської Америки й Африки в умовах не обмеженого видобутку в Ірані та Анголі тиснутиме на ціни в бік зниження. Однак політика скорочення видобутку країнами ОПЕК+ (триватиме до кінця 2024 року), жорсткіші заходи з боку Саудівської Аравії, обмеження експорту росією та відносно стійкий попит з боку США утримуватимуть ціни від значного падіння. Ціни на природний газ на європейському ринку після сезонного зростання в опалювальний період також поволі знижуватимуться. Цьому сприятимуть збільшення виробництва СПГ у США, Австралії та Катарі, постачання російського дешевого газу до Китаю та Індії (що зменшує конкуренцію за СПГ), збалансоване накопичення запасів. Водночас ескалація конфлікту між ХАМАС та Ізраїлем, в який можуть бути втягнуті й інші країни, є вагомим ризиком, реалізація якого може призвести до зростання цін на нафту та газ через можливі перебої в їх постачанні або ж подорожчання перевезень.

Ціни на пшеницю та кукурудзу коливатимуться у вузькому діапазоні завдяки збалансуванню попиту та пропозиції. Зменшення світового виробництва пшениці у 2023/2024 МР на тлі значного зростання споживання призведе до найстрімкішого скорочення світових запасів за останні сім років (згідно з прогнозом [USDA у грудні 2023 року](#)). Однак завдяки суттєво ліпшим за очікування врожаєм у основних країнах-експортерах (передусім країнах Чорноморського регіону та США) ціни коливатимуться у відносно вузькому діапазоні. Очікуване зростання попиту на кукурудзу з боку тваринництва Китаю та етанол, зокрема з боку авіаційної галузі США, тиснутиме в бік підвищення цін. Водночас більші обсяги світового виробництва та запасів кукурудзи у 2023/2024 МР, ніж раніше прогнозувалося, стримуватимуть це зростання. У наступні роки очікується, що завдяки

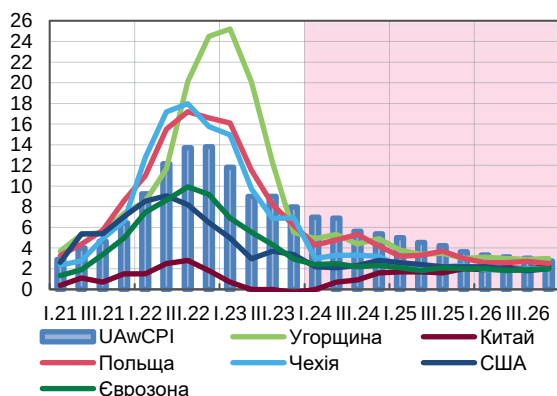
збалансованому ринку ціни на зернові будуть обмежено волатильні та рухатимуться в бічному тренді.

Зовнішній інфляційний тиск поступово слабшатиме, однак базова інфляція залишатиметься стійкою

Стрімке зниження споживчої інфляції в країнах – ОТП України, що розпочалося наприкінці 2022 року, пригальмувало в середині 2023 року. Причини: стійкий фундаментальний тиск унаслідок зростання заробітних плат, особливо у сфері послуг, і певне зростання цін на енергоносії. Однак унаслідок посилення фінансових умов і здешевлення цін на продовольство тенденція до зниження інфляції наприкінці року відновилася та триватиме у 2024–2025 роках зі стабілізацією у 2026 році.

Сповільненню інфляції сприятиме швидше нарощування пропозиції на ринках порівняно зі зростанням попиту. Серед іншого подешевшають й енергоресурси, на які припадає близько 40% коливань світової інфляції на дворічному горизонті. Помірніший тиск з боку витрат разом із корекцією вартості міжнародних перевезень (зокрема внаслідок зниження напруженості на Близькому Сході та відновлення повноцінного проходження суден через Панамський канал) також стримуватимуть зовнішню інфляцію. Слабкий зовнішній попит у першому півріччі 2024 року буде додатковим чинником послаблення цінового тиску.

Графік 4.2.2. UAwCPI (середній за квартал) та ІСЦ окремих країн – ОТП України на кінець періоду, %, р/р



Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Графік 4.2.3. Світові ціни на нафту марки Brent (дол./бар.) та природний газ на нідерландському ринку, ТТФ (дол./тис. м³)*



Джерело: Світовий банк, Refinitiv, прогноз НБУ.

На відміну від цін на енергоносії та продовольство, які мали тенденцію до зниження, базова інфляція в багатьох країнах, передусім розвинених, залишалася високою. Це зумовлено жорсткістю їх ринків праці після пандемічної кризи, тоді як базові індикатори ринку праці країн ЕМ ще не повернулися до допандемічних.

Очікується, що поживлення економічного зростання зміцнюватиме ринки праці в країнах – ОТП України. У результаті, вищі споживчі витрати, у тому числі завдяки фіскальному імпульсу (зокрема, враховуючи щільний виборчий графік), можуть стримувати сповільнення інфляції. Додатковим проінфляційним чинником буде волатильність на товарних ринках через невизначеність унаслідок зростання геополітичної напруженості. Тому конвергенція інфляції в більшості країнах – ОТП України до цілей очікується лише у 2025 році. Зовнішній інфляційний тиск зменшиться з близько 8% на кінець 2023 року до 3% та 2.6% на кінець 2025-2026 років відповідно.

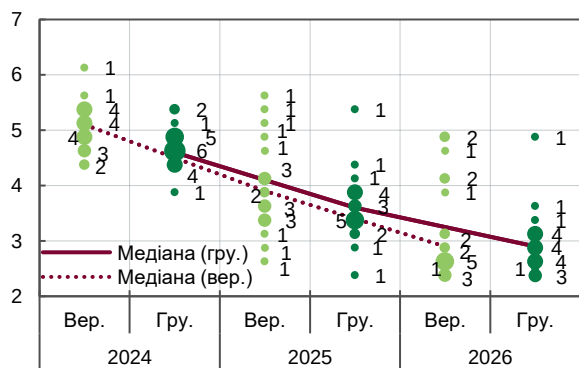
Світові фінансові умови попри очікуване зниження процентних ставок залишатимуться жорсткими

ЦБ більшості країн – ОТП України продовжують балансувати між протилежно спрямованими цілями: необхідністю знизити інфляцію та підтримати економічне зростання. Якщо ЦБ проводитимуть зам'яку монетарну політику – інфляція може знову пришвидшитися; якщо ж політика буде надто жорсткою – це може загальмувати економічне відновлення та навіть спровокувати рецесію. На початку

2024 року базові процентні ставки перебувають на своєму піку або близькі до нього в більшості країн. Інфляція слабшає, проте монетарна політика залишатиметься жорсткою, доки не з'являться переконливі ознаки стійкого зниження інфляційного тиску. Оскільки ЦБ намагаються провести "м'яку посадку", їхні зусилля у 2024 році призведуть до компромісного результату: відносно слабкого зростання за помірною зниження інфляції. Однак приведення до цілі потенційно вищої і більш волатильної інфляції в умовах нових джерел невизначеності – [геоекономічної фрагментації](#) і [кліматичних змін](#) – може потребувати жорсткішої політики, а отже, і вищих реальних ставок.

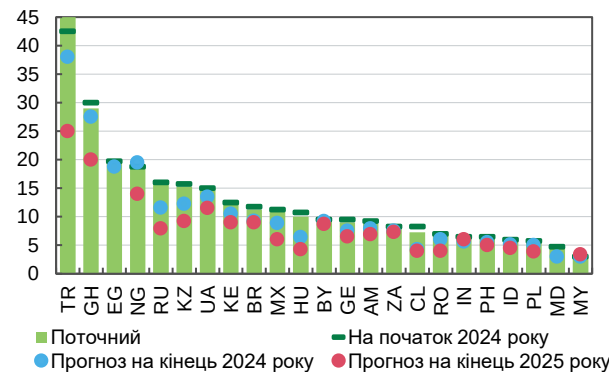
Очікування щодо наближення початку зниження процентних ставок провідними ЦБ дедалі посилюються. Члени ФРС вже почали обговорювати майбутнє пом'якшення політики і наразі прогнозують зниження ставки загалом на 75 б. п. протягом 2024 року. Представники ЄЦБ хоча і відкидають обговорення зниження ставок у найближчому майбутньому, однак деякі з них говорять про таку можливість улітку. Учасники фінансових ринків та інвестори також розійшлися у своїх поглядах щодо терміну початку зниження ставок. НБУ закладає в свій прогноз зниження ставок ФРС та ЄЦБ загалом у 2024 році на 75 б.п. кожен.

Графік 4.2.4. Кількість учасників FOMC, які очікують відповідну ставку на кінець року за результатами засідань



Джерело: ФРС (відповідно до засідань у вересні та грудні 2023).

Графік 4.2.5. Ключові процентні ставки в окремих країнах, ринки яких розвиваються, %



Джерело: офіційні сторінки центральних банків, Focus Economics, Oxford Economics, станом на 31.01.2024.

Водночас інфляція в країнах ЕМ знижується швидше, а траєкторія зниження базової інфляції є стійкішою порівняно з розвиненими країнами. Крім того, реальні ключові ставки ЦБ країн ЕМ перебувають високо в додатній площині. Це дає підстави очікувати подальшого пом'якшення політики на прогнозованому горизонті, хоча жорсткі глобальні фінансові умови обмежуватимуть його темпи.

Посилення ринкових очікувань щодо наближення циклів зниження процентних ставок провідними ЦБ уже зумовило зниження дохідностей державних цінних паперів, хоча вони залишалися на все ще доволі високих рівнях. З іншого боку, більшість чинників (очікувана реальна ставка, очікувана інфляція і премія за строковість) свідчить про потенційно вищий рівень довгострокових дохідностей у розвинених країнах порівняно з їх історичною ретроспективою. Відповідно, світові фінансові умови залишатимуться жорсткими в реальному вираженні щонайменше до середини 2025 року.

В умовах зниження дохідностей державних цінних паперів РЕОК гривні дедалі послаблюватиметься, хоча все ще буде міцнішим за свій рівноважний рівень

Сповільнення інфляції в США та посилення очікувань щодо наближення початку зниження ставок ФРС спричинили відновлення інтересу інвесторів до ризикових активів, зокрема країн ЕМ. Водночас зниження дохідностей державних цінних паперів та знецінення долара США сприяло зміцненню більшості валют країн – ОТП України.

Графік 4.2.6. Індеси РЕОК та НЕОК гривні, І.2015=1



Джерело: МВФ, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Очікується, що така динаміка спостерігатиметься й у наступні роки. Це на тлі вищої інфляції в Україні порівняно з її торговельними партнерами (за винятком Туреччини) та все ще високої премії за ризик зумовить послаблення РЕОК гривні. З одного боку, слабший РЕОК гривні сприятиме певному поліпшенню стану зовнішньоторговельного балансу України, особливо за одночасного зниження безпекових ризиків. З іншого боку, попри послаблення він залишатиметься міцнішим за свій рівноважний рівень, що стримуватиме інфляційний тиск в Україні.

Макроекономічний прогноз (січень 2024 року)

Показники	2023						2024						2025						2026					
	2019	2020	2021	2022	факт/ оцінка	прогноз 10.2023	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 10.2023	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 10.2023	I	II	III	IV	поточний прогноз	
РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше																								
Номінальний ВВП, млрд грн	3977	4222	5451	5239	6510	6625	1597	1721	2002	2261	7580	7730	1813	1976	2305	2616	8710	8900	2067	2219	2554	2850	9690	
Реальний ВВП	3.2	-3.8	3.4	-28.8	5.7	4.9	7.1	4.8	1.7	2.0	3.6	3.6	3.4	4.9	6.4	7.9	5.8	6.0	6.6	5.3	4.0	2.8	4.5	
Дефлятор ВВП	8.2	10.3	24.8	34.9	17.5	21.7	13.5	12.6	12.1	11.8	12.4	12.6	9.8	9.5	8.4	7.3	8.6	8.6	7.0	6.6	6.4	6.0	6.5	
ІСЦ (середнє за період)	7.9	2.7	9.4	20.2	12.8	13.0	-	-	-	-	7.0	9.0	-	-	-	-	6.8	7.5	-	-	-	-	5.4	
ІСЦ (на кінець періоду)	4.1	5.0	10.0	26.6	5.1	5.8	5.0	6.6	8.8	8.6	8.6	9.8	7.8	5.7	6.0	5.8	5.8	6.0	5.7	5.4	5.1	5.0	5.0	
Базова інфляція	3.9	4.5	7.9	22.6	4.9	5.7	4.0	4.8	5.5	6.4	6.4	8.6	5.7	4.5	3.8	3.1	3.1	3.0	3.1	3.1	3.0	2.9	2.9	
Небазова інфляція	4.8	5.9	13.5	30.6	5.7	6.0	6.2	8.4	12.8	11.3	11.3	11.3	10.1	7.0	8.6	9.0	9.0	9.6	8.6	7.9	7.4	7.2	7.2	
Сирі продовари	3.9	4.1	11.8	41.6	2.2	1.2	-0.1	1.2	11.6	8.0	8.0	8.3	7.0	3.3	3.1	3.0	3.0	3.1	3.0	2.9	2.9	3.0	3.0	
Адміністративно регульовані ціни	8.6	9.9	13.6	15.3	10.7	11.4	11.6	12.9	14.2	14.7	14.7	15.6	14.0	11.5	15.9	17.5	17.5	18.8	16.8	14.9	13.1	12.5	12.5	
Номінальна заробітна плата, (у середньому за період)	18.4	10.4	20.9	6.0	17.1	17.7	22.3	17.9	13.1	12.9	16.2	15.8	12.6	12.9	12.7	9.9	12.0	14.0	8.8	7.8	7.7	8.5	8.2	
Реальна заробітна плата (у середньому за період)	9.8	7.4	10.5	-11.4	3.5	3.9	16.5	11.2	4.7	3.9	8.7	6.9	4.0	6.1	5.9	3.6	4.9	6.2	2.9	2.1	2.5	3.3	2.7	
Рівень безробіття, % (МОП, у середньому за період)	8.2	9.5	9.8	21.1	19.0	19.1	-	-	-	-	16.2	16.5	-	-	-	-	13.9	14.2	-	-	-	-	12.2	
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР																								
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	-87	-224	-187	-845	-1328	-1352	-	-	-	-	-1108	-1035	-	-	-	-	-1022	-1010	-	-	-	-	-726	
% ВВП	-2.2	-5.3	-3.4	-16.1	-20.4	-20.4	-	-	-	-	-14.6	-13.4	-	-	-	-	-11.7	-11.3	-	-	-	-	-7.5	
без урахування грантів у доходах, % ВВП	-2.2	-5.3	-3.4	-25.3	-27.1	-28.7	-	-	-	-	-20.7	-20.3	-	-	-	-	-13.5	-13.3	-	-	-	-	-7.5	
ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)																								
Поточний рахунок, млрд дол.	-4.1	5.3	-3.9	8.0	-9.7	-7.3	-4.1	-3.6	-3.1	-6.0	-16.9	-11.0	-5.4	-4.8	-4.5	-5.0	-19.8	-17.6	-6.1	-6.1	-6.4	-5.3	-23.8	
Експорт товарів та послуг, млрд дол.	63.6	60.7	81.5	57.5	50.9	51.7	13.2	12.1	13.3	14.7	53.3	54.6	13.5	13.3	15.5	17.1	59.4	59.0	15.1	15.0	16.1	18.1	64.3	
Імпорт товарів та послуг, млрд дол.	76.1	63.1	84.2	83.3	88.6	90.1	22.6	22.0	22.4	23.9	90.9	89.4	21.9	21.7	22.9	23.9	90.4	90.2	22.8	22.9	24.3	24.9	94.8	
Приватні грошові перекази в Україну, млрд дол.	11.9	12.0	14.0	12.5	11.6	11.7	3.1	3.1	3.2	3.1	12.5	12.6	3.1	3.3	3.5	3.7	13.6	13.7	3.6	3.6	3.7	3.9	14.8	
Фінансовий рахунок, млрд дол.	-10.1	3.3	-4.4	11.1	-19.1	-18.2	-2.4	-4.7	-3.5	-3.1	-13.7	-10.9	-4.4	-5.3	-5.8	-6.5	-22.1	-18.4	-4.0	-4.5	-4.7	-4.7	-18.0	
Зведений баланс, млрд дол.	6.0	2.0	0.5	-2.9	9.5	11.0	-1.7	1.0	0.4	-2.9	-3.2	-0.1	-0.9	0.4	1.3	1.5	2.3	0.8	-2.0	-1.5	-1.6	-0.7	-5.8	
Валові резерви, млрд дол.	25.3	29.1	30.9	28.5	40.5	41.8	38.9	41.8	42.5	40.4	40.4	44.7	39.1	39.6	40.4	42.1	42.1	45.0	40.3	38.9	37.4	36.9	36.9	
Місяців імпорту майбутнього періоду	4.8	4.2	4.5	3.9	5.3	5.6	5.2	5.6	5.6	5.4	5.4	6.0	5.1	5.1	5.2	5.3	5.3	5.7	5.3	5.3	5.2	5.5	5.5	
МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)																								
Грошова база, %	9.6	24.8	11.2	19.6	23.3	22.9	-0.8	4.1	6.8	11.6	11.6	16.2	1.1	5.0	6.0	10.1	10.1	9.8	-0.4	2.2	4.2	9.0	9.0	
Грошова маса, %	12.6	28.6	12.0	20.8	23.0	23.0	1.0	3.9	5.5	10.2	10.2	13.0	0.3	2.4	3.5	8.3	8.3	7.9	0.3	2.2	3.8	5.5	5.5	
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	2.8	2.3	2.6	2.1	2.1	2.2	-	-	-	-	2.2	2.2	-	-	-	-	2.4	2.4	-	-	-	-	2.5	

Коментар щодо динаміки основних показників макропрогнозу та чинників їх перегляду

Показники	2023	2024	2025	2026	Причини перегляду
Інфляція, %, на кінець періоду	5.1 -0.7	8.6 -1.2	5.8 -0.2	5	Значна пропозиція продуктів харчування, поліпшення очікувань в умовах контрольованої ситуації на валютному ринку та послаблення зовнішнього інфляційного тиску
Реальний ВВП, %	5.7 0.8	3.6 0	5.8 -0.2	4.5	Вищий врожай пізніх культур, розбудова альтернативних експортних шляхів та стабільна ситуація в енергетиці
Номинальний ВВП, млрд грн	6510 -115	7580 -150	8710 -190	9690	Нижчий дефлятор ВВП у зв'язку зі зниженням інфляційного тиску
Дефіцит бюджету (без урахування грантів у доходах), % ВВП	27.1 -1.6	20.7 0.4	13.5 0.2	7.5	Збільшення потреб бюджету на оборону у 2024-2025 роках з урахуванням доступних джерел фінансування
Сальдо поточного рахунку, млрд дол.	-9.7 -2.4	-16.9 -5.9	-19.8 -2.2	-23.8	Гірші умови торгівлі, пришвидшення валютної лібералізації, більші обсяги реінвестованих доходів, зменшення обсягу грантів
Міжнародні резерви, млрд дол.	40.5 -1.3	40.4 -4.3	42.1 -2.9	36.9	Зменшення обсягів міжнародної допомоги в 2023-2024 роках, зростання дефіциту торгівлі
Облікова ставка, %, у середньому за період	22.4 0	14.7 -0.3	12.9 -0.3	11.6	Нижчий інфляційний тиск, ніж очікувалося раніше

Показник переглянутий у бік зменшення (в.п.)

Показник переглянутий у бік збільшення (в.п.)

Припущення прогнозу

Показники		2021*	2022*	2023*	2024	2025	2026
Повна доступність портів Чорного моря			-	-	-	+	+
Офіційне фінансування	млрд дол.		32.2	42.9	37.4	25.1	12.6
Міграція (чиста)	млн осіб			-0.2	-0.1	0.4	0.8
Реальний ВВП країн - ОТП України (UAwGDP)	% p/p	6.5	3.5	1.6	2.4	2.8	2.7
Споживча інфляція в країнах - ОТП України (UAwCPI)	% p/p	6.4	13.8	8.0	5.4	3.6	2.7
Світові ціни:**							
Сталь, Steel Billet Exp FOB Ukraine	дол./т	615.0	618.1	539.7	541.4	497.2	493.7
	% p/p	57.9	0.5	-12.7	0.3	-8.2	-0.7
Залізна руда, China import Iron Ore Fines 62% FE	дол./т	161.7	121.4	120.6	95.5	75.2	73.9
	% p/p	48.5	-24.9	-0.7	-20.8	-21.3	-1.7
Пшениця, No.1 Hard Red Winter, ordinary protein, Kansas City	дол./т	265.8	360.2	274.4	253.3	254.7	253.1
	% p/p	43.3	35.5	-23.8	-7.7	0.6	-0.6
Кукурудза, Yellow #2 Delivery USA Gulf	дол./т	259.4	318.4	252.7	222.2	215.8	223.3
	% p/p	56.7	22.7	-20.6	-12.1	-2.9	3.5
Нафта, Brent	дол./бар.	70.4	99.8	82.6	85.3	74.7	73.1
	% p/p	66.4	41.8	-17.2	3.3	-12.4	-2.1
Газ, Netherlands TTF	дол./тис. м ³	574.8	1355.9	465.6	461.6	411.8	361.5
	% p/p	399.8	135.9	-65.7	-0.9	-10.8	-12.2
Обсяги транзиту газу	млрд м ³	41.6	20.6	15.0	15.0	0.0	0.0
Урожай зернових та зернобобових	млн т	86.0	53.9	60.1	56.1	58.6	61.0
Мінімальна зарплата**	грн	6042	6550	6700	7775	8370	8950

* Фактичні дані (ВВП країн - ОТП та міграція за 2023 рік - оцінка).

** У середньому за рік.

Абревіатури та скорочення

АПК	Агропромисловий комплекс	ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
АМПУ	Адміністрація морських портів України	ООН	Організація Об'єднаних Націй
ВВП	Валовий внутрішній продукт	ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти
ВПО	Внутрішньо переміщені особи	ОТП	Основні торговельні партнери
ГМК	Гірничо-металургійний комплекс	ПДФО	Податок з доходів фізичних осіб
ДГ	Домогосподарства	ПФУ	Пенсійний фонд України
ДКСУ	Державна казначейська служба України	РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ДМСУ	Державна митна служба України	рф	російська федерація
ДС	Депозитні сертифікати	с/г	Сільське господарство
ДССУ	Державна служба статистики України	СЗДУ	Сектор загального державного управління
е/е	Електроенергія	США	Сполучені Штати Америки
ЄКР	Єдиний казначейський рахунок	ФО	Фізичні особи
ЄС	Європейський Союз	ФРС	Федеральна резервна система США
ЄЦБ	Європейський центральний банк	ЦБ	Центральний банк
ЖКГ	Житлово-комунальне господарство	ЕМ	Emerging Markets, країни, ринки яких розвиваються
ЗСУ	Збройні сили України	ІТ	Інформаційні технології
ІДО	Індекс ділових очікувань	PMI	Purchasing Managers' Index, індекс ділової активності
ІЕД	Інститут економічних досліджень	UAWCPI	Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України
ІСЦ	Індекс споживчих цін	UAWGDP	Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України
КМП	Комітет з монетарної політики	UIIR	Український індекс міжбанківських ставок
МВФ	Міжнародний валютний фонд		
Мінагрополітики	Міністерство аграрної політики та продовольства України		
МОМ	Міжнародна організація з міграції		
МОП	Міжнародна організація праці		
МР	Маркетинговий рік		
МФУ	Міністерство фінансів України		
НБУ	Національний банк України		
НЕОК	Номінальний ефективний обмінний курс		
НФК	Нефінансові корпорації		
тис.	тисяча	в. п.	відсотковий пункт
млн	мільйон	бар.	барель
млрд	мільярд	р/р	у річному вимірі, річна зміна, до відповідного періоду попереднього року
грн	гривня	кв/кв	до попереднього кварталу, у квартальному вимірі
долар, дол.	долар США	с/с	у сезонно скоригованому вимірі
п.	пункт	м/м	до попереднього місяця, у місячному вимірі
б. п.	базисний пункт	п. ш.	права шкала