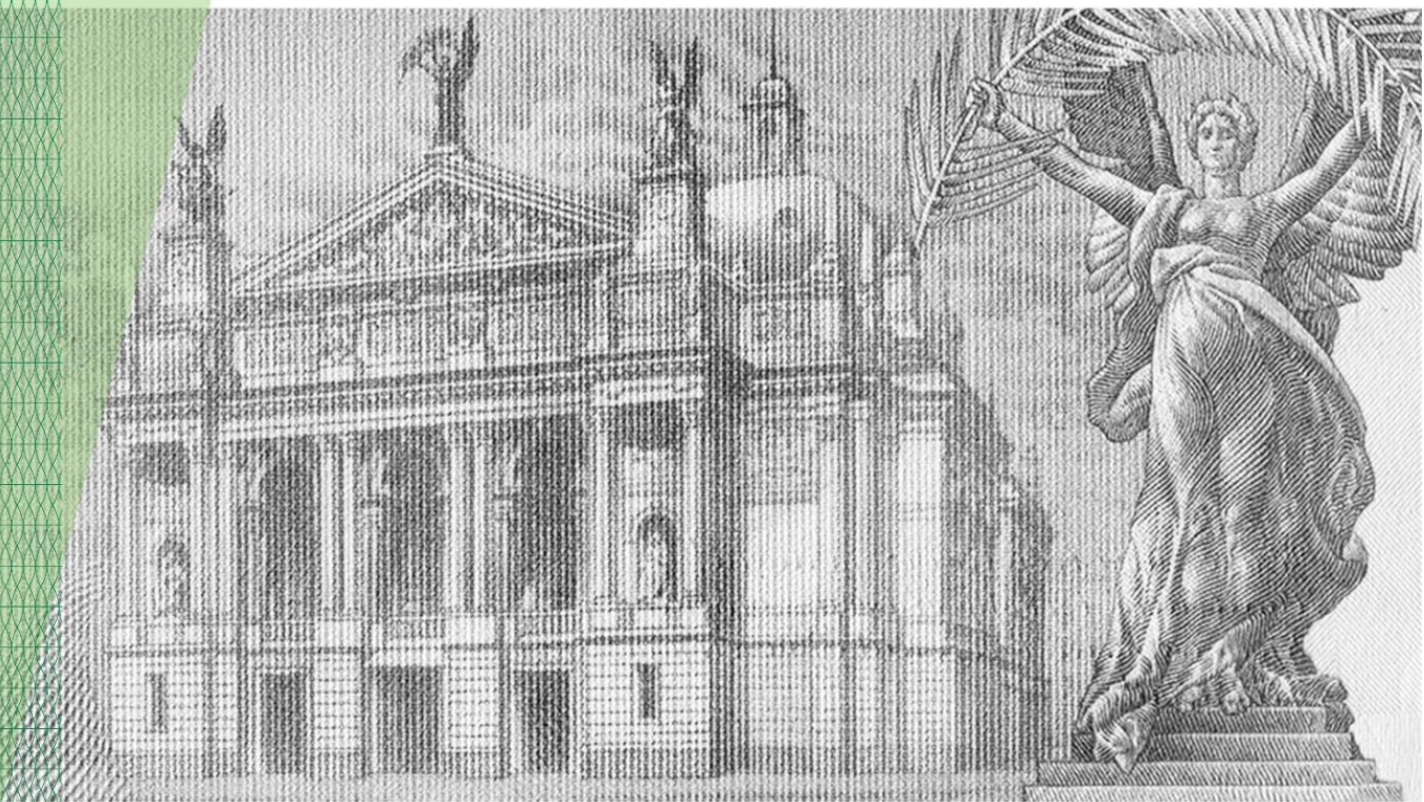




Національний
банк України

Інфляційний звіт

Квітень 2024 року



Попри широкомасштабну війну, НБУ залишається відданим мандату із забезпечення цінової та фінансової стабільності як запоруки стійкого відновлення економіки. На поточному етапі досягнення зазначених цілей забезпечується комбінацією інструментів процентної політики та курсової політики, а також валютних обмежень відповідно до [Основних засад грошово-кредитної політики на період воєнного стану та Стратегії пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування](#) (далі – Стратегія). Дотримуючись принципів керованої гнучкості обмінного курсу, НБУ зберігає активну присутність на валютному ринку та компенсує структурний дефіцит іноземної валюти для забезпечення помірних курсових коливань в обидва боки залежно від змін ринкової кон'юнктури. У поєднанні зі згладжуванням надмірної волатильності обмінного курсу це сприяє утриманню інфляційних та курсових очікувань під контролем, збереженню довіри до гривні та забезпеченню бажаної інфляційної динаміки. Водночас курсова гнучкість дає змогу посилити стійкість української економіки та валютного ринку до внутрішніх і зовнішніх шоків та зменшує ризик накопичення зовнішньоторговельних дисбалансів.

Подальше відновлення дієвості каналів монетарної трансмісії сприяє поступовому посиленню ролі облікової ставки як монетарного інструменту. Зміни облікової ставки та коригування операційного дизайну процентної політики гнучко враховують істотні зміни в балансі ризиків та передусім спрямовуються на підтримання стійкості валютного ринку, цінової і фінансової стабільності.

Усвідомлюючи нагальність коригування викривлень на ринку та підтримку економічного відновлення, НБУ здійснює пом'якшення валютних обмежень, яке визначається не часовими межами, а формуванням відповідних макроекономічних передумов.

Аналіз у поточному Інфляційному звіті (квітень 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 квітня 2024 року. Інфляційний звіт містить прогноз економічного розвитку країни у 2024–2026 роках, підготовлений Департаментом монетарної політики та економічного аналізу і 25 квітня 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 квітня 2024 року № 137-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

Зміст

Головне	4
Розділ 1. Інфляційний розвиток	7
Вставка 1. Інфляційні очікування: вплив довіри до НБУ, його комунікацій та рівня фінансової грамотності	13
Розділ 2. Економічний розвиток	16
Вставка 2. Як змінився ринок праці за два роки повномасштабного вторгнення	25
Вставка 3. Труднощі в торгівлі України з Польщею: причини та наслідки для української економіки	28
Розділ 3. Монетарні умови та фінансові ринки	31
Розділ 4. Припущення та ризики прогнозу	38
Вставка 4. Точність макроекономічних прогнозів	48
Розділ 5. Альтернативний сценарій прогнозу: повільна нормалізація	51
Абревіатури та скорочення	54

Головне

Базовий сценарій макроекономічного прогнозу НБУ ґрунтується на припущеннях про подальше проведення зважених монетарної та фіскальної політик з фокусом на забезпечення макророзробленої стабільності, послідовне виконання Україною зобов'язань за програмами співпраці з міжнародними партнерами, які зі свого боку не припинять надання фінансової підтримки в достатніх обсягах. НБУ припускає зниження безпечових ризиків та нормалізацію умов для функціонування економіки на прогнозованому горизонті. Це сприятиме повноцінному розблокуванню морських портів, розширенню можливостей для інвестиційної та господарської діяльності, поступовому поверненню в Україну вимушених мігрантів.

Упродовж I кварталу 2024 року споживча інфляція сповільнювалася швидше, ніж очікував НБУ

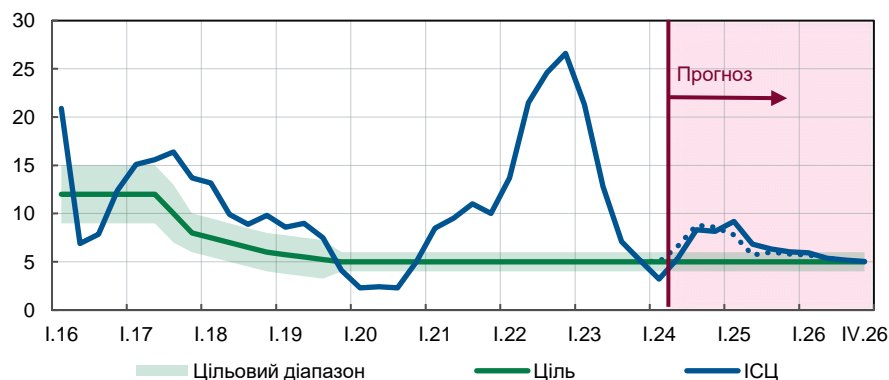
Фактична споживча інфляція сповільнилася до 3.2% р/р у березні та була нижчою за прогноз НБУ, оприлюднений в Інфляційному звіті за січень 2024 року. Відхилення від прогнозу зумовлювали передусім малопрогнозовані чинники, в тому числі тимчасового характеру. Так, тепла зимова погода забезпечила більшу пропозицію сирих продуктів харчування, а також сприяла послабленню тиску з боку витрат бізнесу, зокрема на енергоносії. Крім того, надалі відображалися ефекти від значних врожаїв попереднього року.

Базова інфляція теж сповільнювалася (до 4.2 р/р) та була доволі близькою до прогнозу НБУ. Послабленню фундаментального цінового тиску сприяли поліпшення інфляційних очікувань та ефекти перенесення від здешевлення сирих продовольчих товарів на оброблені продукти харчування та деякі послуги. Водночас подальше зростання витрат на оплату праці та наслідки блокади західних кордонів стримували більш стрімке сповільнення базової інфляції.

НБУ поліпшив прогноз інфляції до 8.2% на 2024 рік та очікує її закріплення у цільовому діапазоні 5% ± 1 в. п. упродовж наступних років

Як і раніше, НБУ прогнозує помірне посилення інфляційного тиску цього року з огляду на очікуване вичерпання ефектів більших врожаїв попереднього року, подальше відновлення споживання та підвищення витрат бізнесу в умовах війни. Водночас, урахувавши кращу фактичну інфляційну динаміку та ліпші інфляційні очікування, прогноз інфляції на кінець цього року знижено з 8.6% до 8.2%.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Упродовж наступних років інфляція знизиться та закріпиться у цільовому діапазоні 5% ± 1 в. п. Цьому сприятиме як поступова нормалізація умов для функціонування економіки, так і послаблення зовнішнього інфляційного тиску, а також послідовні заходи монетарної політики НБУ. Очікується, що наприкінці 2025 року інфляція сповільниться до 6%, а за підсумками 2026 року – до 5%.

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

Відновлення економіки триватиме, хоча буде стриманим, передусім через суттєві ураження енергетичних об'єктів

Зростання реального ВВП у I кварталі 2024 року, за оцінками НБУ, було слабшим, ніж очікувалося, насамперед через стримані бюджетні видатки в умовах невизначеності із надходженням зовнішнього фінансування. Додатковим чинником була блокада західного кордону, що стримувала активність окремих видів діяльності. Водночас стабільна робота морського коридору, сприятлива погода та збільшення внутрішнього попиту підтримували економічне зростання.

НБУ прогнозує подальше відновлення економічної активності, ураховуючи нещодавні зрушення в питаннях отримання міжнародної допомоги, що дасть змогу підтримувати м'яку бюджетну політику, а також очікуване поживлення внутрішнього та зовнішнього попиту. Водночас прогноз зростання реального ВВП погіршено через наслідки масштабних атак росії на енергетичну інфраструктуру України. Очікується, що економіка зросте на 3% у 2024 році та на 4.5–5% у 2025–2026 роках.

Збереження міжнародної фінансової підтримки та заходи з посилення стійкості державних фінансів дадуть змогу й надалі забезпечувати макрофінансову стабільність, необхідну для сталого відновлення економіки

Як і очікувалося, у березні від міжнародних партнерів надійшло близько 9 млрд дол. США, що дало змогу наростити міжнародні резерви до майже 44 млрд дол. США. Крім того, у квітні Україна отримала позитивні новини зі США про схвалення пакета військової та фінансової допомоги. Також надійшов черговий транш від ЄС у розмірі 1.5 млрд євро. Ураховуючи це, Україна може розраховувати на 38 млрд дол. США зовнішньої бюджетної допомоги цього року.

Водночас триває реалізація заходів з посилення спроможності України до самозабезпечення. Уряд зміцнює власну ресурсну базу та нарощує залучення на внутрішньому ринку. Зокрема, прогностичний сценарій припускає реалізацію додаткових фіскальних заходів з мобілізації доходів для забезпечення бездефіцитного фінансування бюджету. Зі свого боку НБУ удосконалює заходи валютного контролю. Разом із налагодженням ритмічності зовнішньої допомоги це дасть змогу профінансувати заплановані видатки бюджету та підтримувати контрольовану ситуацію на валютному ринку.

Ураховуючи баланс ризиків, а також сприятливі макрофінансові тенденції, зокрема кращу інфляційну динаміку, НБУ низив облікову ставку на 1 в. п. – до 13.5% у квітні

Попередні кроки з пом'якшення процентної політики та зміни в операційному дизайні монетарної політики очікувано позначилися на поступовому зниженні номінальної дохідності за гривневими депозитами та ОВДП. Водночас ці інструменти залишалися привабливими, а попит на них зберігається, ураховуючи загальне поліпшення інфляційних очікувань. Помірне зниження облікової ставки не має зашкодити збереженню інтересу до гривневих активів, адже вони й надалі забезпечуватимуть захист заощаджень від інфляційного знецінення.

Разом зі зниженням облікової ставки також на 1 в. п. зменшено розміри ставок за депозитними сертифікатами овернайт і тримісячними депозитними сертифікатами – до 13.5% та 16.5% відповідно. Крім того, НБУ суттєвіше знижує ставки за кредитами рефінансування – на 2 в. п. до 17.5%. В умовах циклу пом'якшення процентної політики втрачається доцільність зберігати суттєву різницю між ставкою за кредитами рефінансування та обліковою ставкою.

Ураховуючи достатньо комфортний рівень міжнародних резервів, контрольовану ситуацію на валютному ринку та очікування щодо подальшого надходження міжнародної допомоги, НБУ готує низку кроків з валютної лібералізації в найближчі тижні. Вони узгоджуватимуться зі Стратегією пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування. Ці кроки вже враховані в оновленому макроекономічному прогнозі,

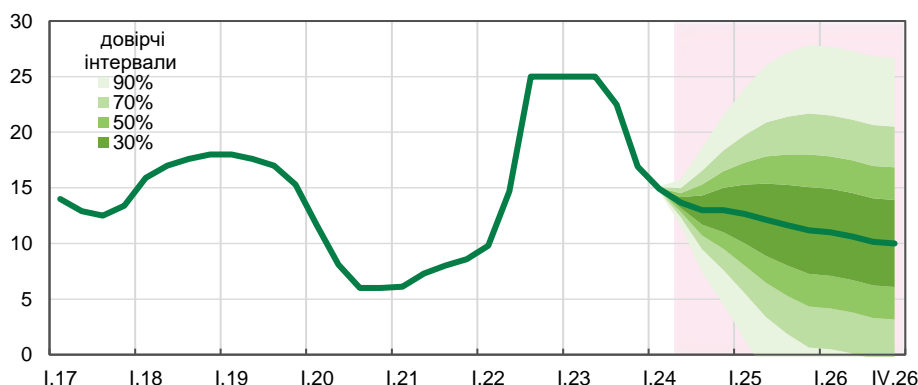
який передбачає збереження міжнародних резервів цього і наступного року на рівні, близькому до поточного – 43-44 млрд дол США.

НБУ вбачає певний простір для подальшого пом'якшення процентної політики за умови збереження сприятливих макрофінансових тенденцій

Базовий сценарій прогнозу НБУ передбачає зниження облікової ставки до 13% у поточному році. Таке пом'якшення процентної політики та заплановані кроки з валютної лібералізації не мають створювати додаткових загроз для макрофінансової стабільності та стійкості валютного ринку.

НБУ адаптуватиме монетарну політику в разі істотних змін у балансі ризиків. Так, зменшення ризиків для інфляції та курсової стійкості може створити передумови для додаткових кроків зі зниження облікової ставки та пом'якшення валютних обмежень, що підтримають розвиток кредитування та відновлення економіки.

Графік 2. Облікова ставка НБУ, середня, %



Джерело: розрахунки НБУ.

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

Повномасштабна російська агресія триває та завдає нових втрат українській економіці. НБУ припускає зниження безпекових ризиків та нормалізацію умов для функціонування економіки на прогнозованому горизонті. Натомість тривала війна високої інтенсивності загрожує подальшими руйнуваннями міст, об'єктів інфраструктури та виробництва, масштаб впливу яких важко оцінити наперед.

Порівняно з попереднім прогнозом суттєво послабився ризик недостатності міжнародного фінансування в цьому році, однак ризики ритмічності його надходження зберігаються. Також актуальними залишаються такі ризики:

- виникнення додаткових бюджетних потреб для підтримання обороноздатності чи покриття значних квазіфіскальних дефіцитів, зокрема в енергетичній сфері;
- суттєві пошкодження інфраструктури, передусім енергетичної та портової, що обмежуватиме економічну активність і тиснутиме на ціни з боку пропозиції;
- продовження часткового блокування кордонів деякими країнами ЄС для вантажних перевезень, що стримуватиме експорт та здорожчуватиме імпорт;
- поглиблення негативних міграційних тенденцій;
- загострення ситуації на Близькому Сході, що, зокрема, збільшує для світової економіки ризики можливих перебоїв у постачанні енергоресурсів та їхнього подорожчання.

Водночас зберігається ймовірність реалізації й низки позитивних сценаріїв, пов'язаних, зокрема, з подальшим розширенням експортних можливостей, передачею Україні коштів від знерухомлених російських активів, пришвидшенням євроінтеграційних процесів, реалізацією масштабної програми відновлення України.

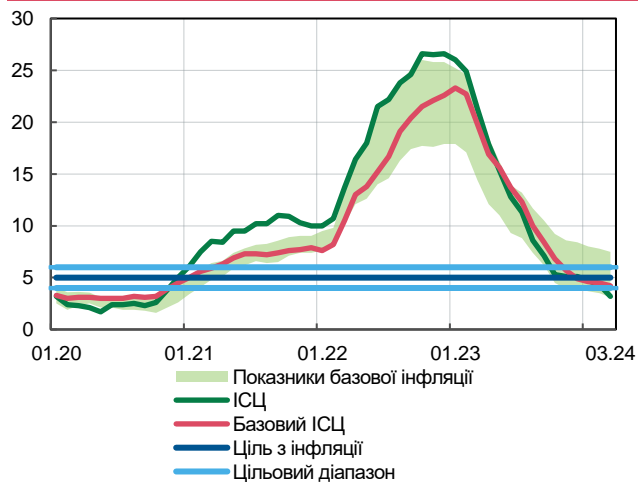
Розділ 1. Інфляційний розвиток

- Споживча інфляція стрімко знизилася завдяки ефектам від послідовної монетарної політики, зокрема контрольованої ситуації на валютному ринку, збільшенню пропозиції окремих продуктів харчування, меншому тиску з боку витрат на сировину та енергію. Ці чинники переважили ефекти від подальшого тиску з боку витрат на оплату праці та тимчасовий вплив блокади західних кордонів.
- Інфляція помірно пришвидшуватиметься, тимчасово перевищивши межі цільового діапазону в другому півріччі 2024 року через вичерпання ефектів більшого врожаю попереднього року, подальше відновлення споживання та тиск з боку витрат бізнесу в умовах війни.
- Послаблення зовнішнього цінового тиску та заходи монетарної політики НБУ обмежуватимуть зростання цін. Це дасть змогу повернути інфляцію до цільового діапазону наприкінці 2025 року та утримувати її там надалі, навіть в умовах подальшого зростання попиту та підвищення тарифів на послуги ЖКГ.

Споживча інфляція стрімко знижувалася передусім завдяки чинникам пропозиції тимчасового характеру. З вичерпанням цих ефектів інфляція пришвидшиться та тимчасово перевищить цільовий діапазон у 2024 році

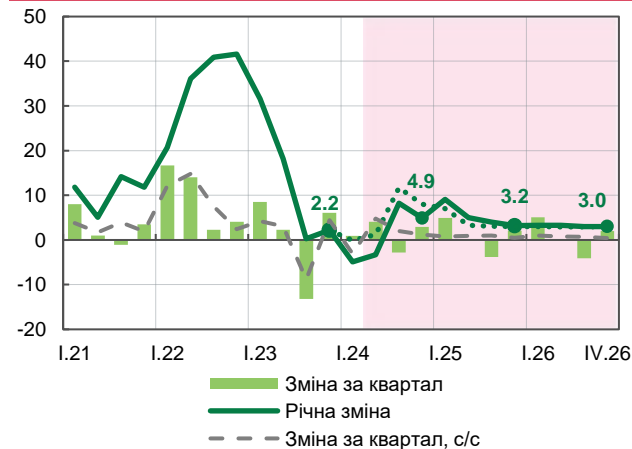
Темпи зростання споживчих цін упродовж I кварталу 2024 року надалі стрімко сповільнювалися – до 3.2% р/р у березні, що суттєво нижче прогнозу, оприлюдненого в [Інфляційному звіті за січень 2024 року](#). Відхилення від прогнозу забезпечила передусім динаміка небазових компонентів інфляції.

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.

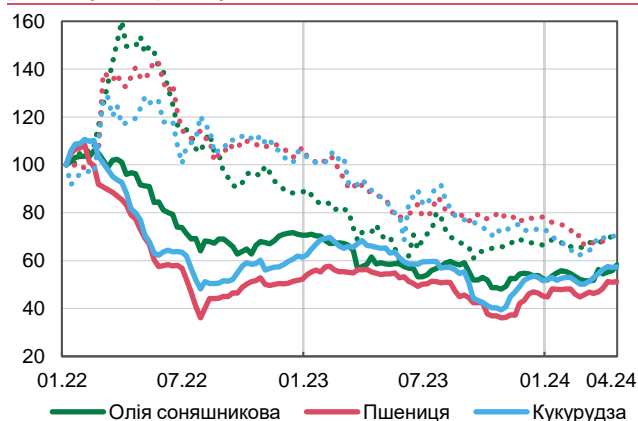
Графік 1.2. Ціни на сирі продовольчі товари, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

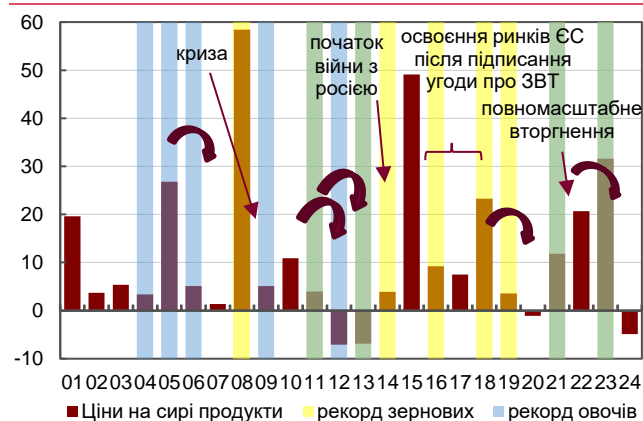
Найбільший внесок у сповільнення загальної інфляції мали ціни на сирі продукти, що в березні 2024 року знизилися на 4.9% р/р. Здешевлення цієї групи товарів у річному вимірі – це лише четвертий випадок за останніх 25 років, а дещо глибше падіння спостерігалось лише в березні 2012 та 2013 років. Тоді це стало наслідком рекордних врожаїв зернових та овочів кілька років поспіль, а додатковим чинником була стагнація економіки. Динаміка цін на сирі продукти харчування наприкінці 2023 року та на початку 2024 року також відображала ефекти значних врожаїв попередніх кількох років. Так, хоча врожаї зернових та овочів в абсолютних вимірах у 2023 році не були рекордними, їх пропозиція в розрахунку на одну особу була найвищою в українській історії, передусім через скорочення кількості населення унаслідок міграції за кордон. Додатково на пропозицію сирих продуктів цього року позитивно вплинула м'яка зима та раннє потепління, а також тимчасова переорієнтація виробників окремих продуктів на внутрішній ринок через блокаду західного кордону.

Графік 1.3. Ціни на основні с/г товари в Україні та на зовнішніх ринках* у доларовому еквіваленті, 01.2022 = 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 1.4. Ціни на сири продукти в березні, % р/р та врожаї



Зелена область відображає рекордні врожаї як зернових, так і овочів. Врожай овочів у 2013 році був другим за обсягом в історії та лише незначно меншим, ніж попереднього року, тому його також відображено як рекордний. Врожай 2023 року як зернових, так і овочів відображено як рекорд у розрахунку на одну особу.
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Значні врожаї 2021–2023 років в умовах обмежених можливостей їх вивезення у попередні два роки зумовили суттєве зниження тиску з боку витрат бізнесу на сировину та корми. Разом зі зменшенням тиску з боку витрат на енергію це стимулювало розвиток тваринництва та харчової переробки.

У результаті надалі дешевшали яйця, крупи та борошно, цукор. Залишалася дешевшою, ніж торік, соняшникова олія, а зростання вартості окремих олійних продуктів сповільнилося. Дешевшали як овочі борщового набору, так і теплична продукція. Сповільнилося зростання цін на м'ясо (крім яловичини) та сире молоко. Сповільнилося й подорожчання оброблених продуктів харчування (до 5.3% р/р з 5.9% р/р у грудні). Зокрема, повільніше дорожчали хліб та кондитерські вироби з борошна, м'ясопродукти. Через вторинні ефекти від зниження цін на сири продовольчі товари повільніше зростала і вартість окремих послуг та непродовольчих товарів, які мають значну частку продукції в їх собівартості, таких як харчування поза домом, корми для домашніх тварин. Водночас ефекти блокади західних кордонів та зростання витрат на оплату праці стримували сповільнення зростання цін на оброблені продукти харчування та послуги.

Чинники з боку пропозиції були визначальними й у повільнішому зростанні адміністративно регульованих цін – до 9.9% р/р у березні. Зокрема, нижчими темпами дорожчали алкогольні напої та тютюнові вироби вітчизняних марок, насамперед через конкуренцію з боку тіньової пропозиції, а також зниження тиску з боку витрат на сировину, енергію та ліцензії³. Відновилося й зростання цін на пальне (до 11.2% р/р у березні), проте темпи їх зростання виявилися нижчими, ніж очікувалося, через помірну динаміку світових цін на нафту на початку року, м'яку зиму та диверсифіковані й стабільні поставки, попри блокаду західних кордонів.

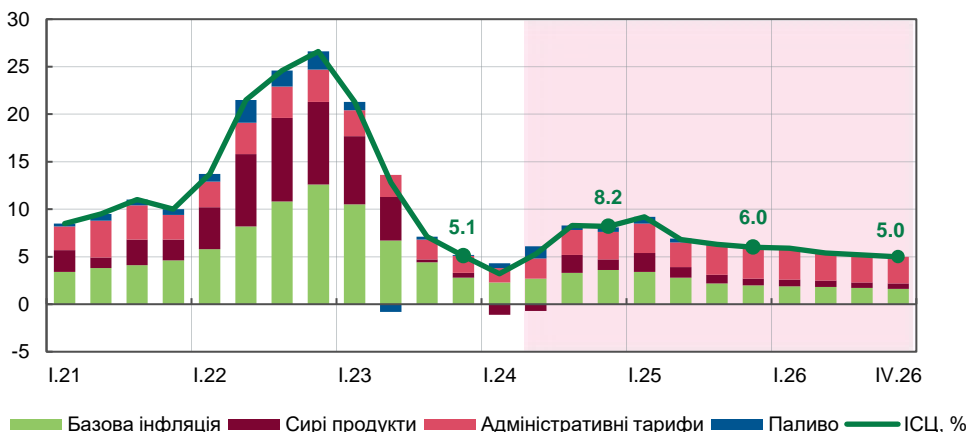
Базова інфляція також сповільнилася – до 4.2% р/р у березні та була доволі близькою до прогнозу НБУ. Крім ефектів перенесення від здешевлення сирих продовольчих товарів, сповільнення базової інфляції було зумовлене поліпшенням інфляційних очікувань за контрольованої ситуації на валютному ринку та збереження порівняно високої дохідності гривневих інструментів.

У найближчі місяці очікується, що інфляція залишатиметься низькою, проте розвернеться в бік помірного прискорення. У другому кварталі вона повернеться до цільового діапазону та тимчасово вийде з нього в другому півріччі. Це відбуватиметься як через тиск з боку витрат бізнесу на оплату праці, подальше

³ Так, врожай цукрових буряків у 2023 році сягнув майже 12 млн т, рекордного значення за попередні п'ять років. Також Законом України №3193-ІХ, що набрав чинності 23 листопада 2023 року, суттєво спрощено діяльність малих виробників крафтового міцного алкоголю: знижено вартість ліцензій (з 500 тис. грн до 30 тис. грн), спрощено отримання низки дозволів та сертифікатів, регулювання виробництва та обігу алкогольних напоїв.

відновлення споживчого попиту, так і через вичерпання впливу ефектів значних врожаїв попереднього року та м'якої зими поточного року.

Графік 1.5. Внески в річну зміну ІСЦ на кінець періоду за компонентами, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Так, сирі продукти в короткостроковому періоді все ще залишатимуться дешевшими, ніж минулого року. Проте в другому півріччі 2024 року ціни на них зростуть на тлі низької бази порівняння через менший очікуваний врожай. Дещо пришвидшиться й зростання цін на оброблені продовольчі товари, які входять до базового ІСЦ. У наступні роки продовольча інфляція повернеться до низького рівня (3–4% на рік) завдяки поступовому нарощуванню виробництва продуктів харчування, а також зниженню світових цін на продовольство.

Фіксація тарифів на окремі послуги ЖКГ, зокрема газ, гарячу воду та опалення, залишалася вагомим чинником стримування адміністративної складової інфляції. Проте в умовах подальшої нормалізації функціонування економіки та з огляду на складний стан енергосистеми очікується поступове приведення тарифів на послуги ЖКГ до ринково обґрунтованих рівнів (детальніше – в розділі "Припущення та ризики прогнозу" на стор. 38). Це стане вагомим проінфляційним чинником. Значний внесок в адміністративну складову інфляції матиме також подальше підвищення акцизів на тютюнову продукцію в межах євроінтеграційних зобов'язань України.

Графік 1.6. Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 1.7. Ціни на пальне, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Зростання цін на пальне тимчасово пришвидшиться в другому кварталі, зокрема через подорожчання нафти на світових ринках унаслідок кризи в Червоному морі та низької бази порівняння минулого року. Вторинними ефектами це вплине на вартість окремих товарів та транспортних послуг. Проте з наступного року зниження світових цін на нафту стабілізує внутрішні ціни на пальне, що матиме загальний дезінфляційний ефект.

Попри стійкий фундаментальний тиск інфляція повернеться до цільового діапазону у 2025 році та залишатиметься там надалі, зокрема завдяки заходам монетарної політики

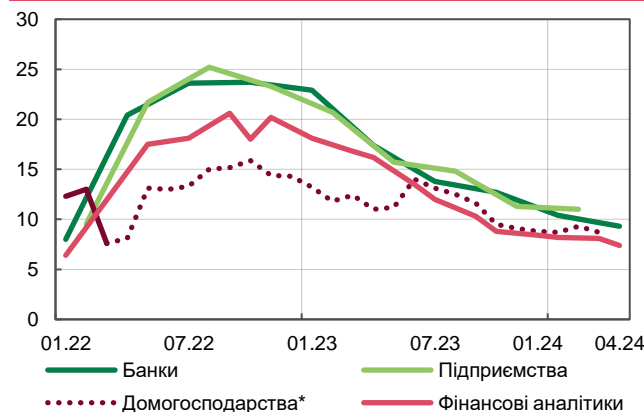
Контрольована ситуація на валютному ринку, що зберігалася завдяки заходам монетарної політики та валютного нагляду НБУ, стала додатковим чинником стримування темпів зростання цін на широкий перелік товарів, передусім зі значною часткою імпорту в собівартості. Зокрема, зростання цін на непродовольчі товари, без урахування одягу та взуття, сповільнилося до 0.4% р/р у березні. А одяг та взуття і далі дешевшали в річному вимірі. Сприятлива ситуація на валютному ринку, низька поточна інфляція та дія мораторію на підвищення тарифів на послуги ЖКГ⁴ зумовили подальше поліпшення інфляційних очікувань, що також забезпечувало зниження фундаментального інфляційного тиску. Проте він залишався стійким. Про це, зокрема, свідчило збереження високих темпів зростання цін на послуги – близько 10% р/р у I кварталі 2024 року. Висока інфляція послуг зумовлена передусім структурними змінами в економіці, зокрема нерівномірним відновленням споживчого попиту та диспропорціями на ринку праці. Їх відображенням, зокрема, стало подальше [посилення впливу вартості трудових ресурсів на ціноутворення підприємств за широким переліком видів діяльності](#) через дефіцит робочої сили.

Графік 1.8. Базовий ІСЦ, % р/р



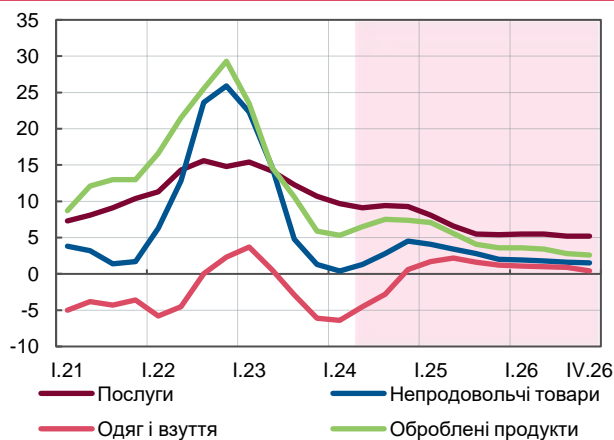
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 1.9. Інфляційні очікування на наступні 12 місяців*, %



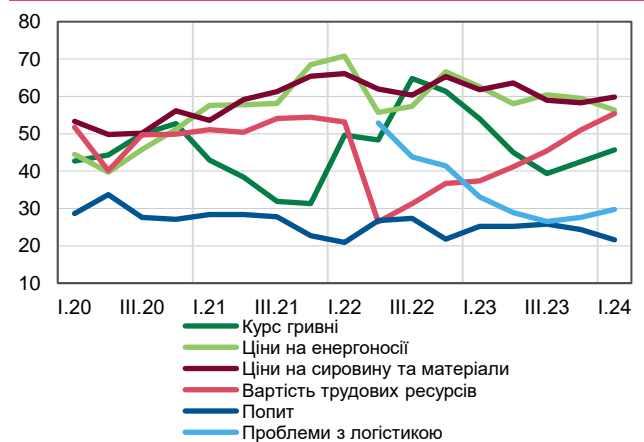
* Пунктирні лінії – зміна методу опитування з віч-на-віч на телефонні інтерв'ю.
Джерело: НБУ, Info Sapiens.

Графік 1.10. Компоненти базового ІСЦ на кінець періоду, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 1.11. Головні чинники формування очікувань підприємств щодо зміни цін на їхні товари та послуги, % респондентів



Джерело: НБУ.

⁴ Згідно з дослідженням [Yukhymenko, T. \(2022\)](#), очікування домогосподарств і фінансових аналітиків виявились чутливими до новин про комунальні послуги. Детальніше про чинники впливу на інфляційні очікування також у вставці "Інфляційні очікування: вплив довіри до НБУ, його комунікацій та рівня фінансової грамотності" на стор. 13.

Підвищеними залишалися й витрати підприємств на логістику внаслідок високих безпекових ризиків і блокування окремих ділянок західного кордону. Останнє найвиразніше позначилося на цінах на товари і послуги зі значною імпортною складовою (передусім молочна продукція та деякі непродовольчі товари). Навіть попри певну переорієнтацію на інші шляхи постачання це зумовило скорочення пропозиції та подорожчання вартості доставки цієї продукції.

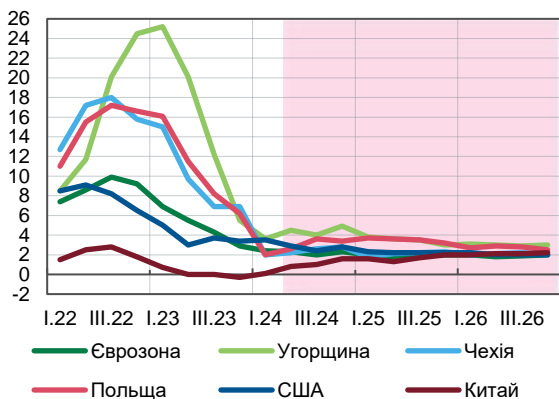
Базова інфляція тимчасово пришвидшиться до кінця поточного року, урахувавши збереження тиску з боку витрат, зокрема на оплату праці, відновлення внутрішнього попиту та доходів населення, а також через накопичені ефекти від послаблення обмінного курсу, що вже відбулося. У наступному році фундаментальний тиск почне послаблюватися завдяки заходам монетарної політики, зокрема спрямованим на підтримання курсової стійкості та привабливості гривневих активів. Також цьому сприятиме подальша оптимізація логістики та виробничих процесів. Очікуване повернення мігрантів збільшить попит на товари та послуги, але водночас сприятиме послабленню дисбалансів на ринку праці. Але висока конкуренція за трудові ресурси, у тому числі із закордонним бізнесом, підживлюватиме тиск з боку зростання заробітних плат. Послідовні заходи монетарної політики забезпечать уповільнення базової інфляції до 3.0% наприкінці прогнозного періоду.

Вагомим чинником сповільнення інфляції в наступні роки буде й послаблення зовнішнього інфляційного тиску

Інфляція в країнах – ОТП України поки не повернулася до стійкого зниження. З одного боку, цьому мали б посприяти жорсткі фінансові умови та зниження світових цін на сировинні товари. Крім того, широкий дезінфляційний імпульс, спричинений слабкою виробничою активністю, високою пропозицією та вирівнюванням ланцюгів постачання, вже відобразився у цінах на товари.

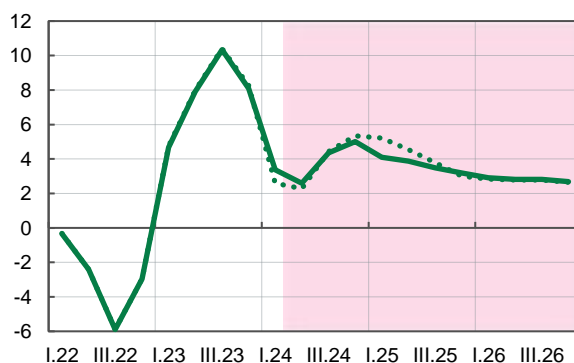
З іншого боку, діє низка проінфляційних чинників. Так, криза в Червоному морі гальмує процес зниження цін на товари через посилення ризиків підвищення вартості морських і авіаперевезень та збільшення строків доставки. Крім того, напруженість на Близькому Сході позначається й на підвищенні світових цін на нафту.

Графік 1.12. Споживча інфляція окремих країн – ОТП України на кінець періоду, % р/р



Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Графік 1.13. Зовнішній інфляційний тиск (середньозважений ІСЦ у країнах – ОТП України в доларовому вираженні), % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

Зростання цін у сфері послуг також залишається суттєво вищим за допандемічний рівень, причому розбіжність між інфляцією товарів і послуг збільшилася в останні місяці. Стійкість інфляції послуг передусім відображає тиск з боку підвищення заробітних плат на тлі міцних ринків праці та зниження продуктивності праці. Це зумовлює потребу в утриманні жорстких фінансових умов довший період.

Сильні ринки праці та стійкий попит обмежуватимуть зниження темпів зростання цін на послуги і надалі. Відповідно базова інфляція залишатиметься стійкою щонайменше до кінця 2024 року. Це разом з ефектами бази порівняння зумовлюватиме збереження загальної інфляції в багатьох країнах – ОТП України

близькою до верхньої межі цільового діапазону в найближчі місяці та навіть її тимчасове пришвидшення в середині поточного року. Причому в країнах ЦСЄ інфляція, ймовірно, перевищить цільові показники центральних банків вже в найближчі місяці, що відобразить певне поєднання напруженості на ринках праці, м'якої бюджетної політики та незакріплених інфляційних очікувань.

Однак у наступні роки тиск з боку міцних ринків праці поступово слабшатиме. Так, у багатьох країнах вже спостерігається сповільнення зростання кількості розміщених вакансій. Крім того, на [сповільненні](#) зростання заробітних плат позначатимуться стійко заякорені середньо- та довгострокові інфляційні очікування в розвинених країнах. У результаті загальна інфляція повернеться до цілей центральних банків на стійкій основі у 2025 році та залишатиметься близькою до них надалі завдяки помірним витратам на робочу силу та вичерпанню негативних ефектів від енергетичних потрясінь попередніх періодів і вузьких місць у ланцюгах постачання.

Зовнішній інфляційний тиск для України, виражений річною зміною середньозваженого ІСЦ у країнах – ОТП України в доларовому вираженні, зменшиться з 8.1% на кінець 2023 року до 3.2% та 2.7% на кінець 2025 та 2026 років відповідно.

Вставка 1. Інфляційні очікування: вплив довіри до НБУ, його комунікацій та рівня фінансової грамотності

Ефективна монетарна політика сучасного ЦБ передбачає підтримання низької та стабільної інфляції. Ключову роль у досягненні цієї цілі відіграють інфляційні очікування, адже вони впливають на рішення домогосподарств щодо споживання чи заощаджень, а бізнесу – здійснення інвестицій. Саме тому управління інфляційними очікуваннями є одним із ключових елементів монетарної політики центральних банків. А в умовах значних потрясінь та високої невизначеності, які обмежують ефективність традиційних інструментів монетарної політики, роль управління інфляційними очікуваннями лише зростає. Тож не дивно, що ЦБ не лише приділяють особливу увагу відстеженню динаміки інфляційних очікувань різних груп економічних агентів (підприємств, банків, фінансових аналітиків та домогосподарств), а й ретельно досліджують чинники, що впливають на їх формування та зміну. Попередні дослідження інфляційних очікувань в Україні виявили, що вони значною мірою є адаптивними і дуже залежать від минулого рівня інфляції, а також поточної ситуації на валютному ринку та динаміки цін на найуживаніші товари та послуги (продукти харчування, пальне, послуги ЖКГ тощо). Нещодавній цикл досліджень НБУ засвідчив вагому роль ступеня довіри до ЦБ та банківської системи, рівня фінансової грамотності економічних агентів, а також відкритості комунікацій ЦБ. Результати таких досліджень дають змогу ефективніше вибудовувати відповідні заходи та політику центрального банку у сфері комунікацій, фінансової грамотності, підвищення рівня обізнаності суспільства щодо цілей та дій банку.

Очікування населення та бізнесу щодо зміни цін у майбутньому впливають на поточні економічні процеси

Цей зв'язок є основоположним для сучасного розуміння макроекономіки та ролі проактивної монетарної політики в досягненні макроекономічної стабільності ([Adrian, 2023](#)). Очікування домогосподарств щодо цін у майбутньому впливають на їхні поточні рішення щодо споживання та заощаджень. Це, з одного боку, визначає сукупний споживчий попит в економіці, а з іншого, – формує на ринку праці запит на рівень заробітної плати, що враховує очікувану інфляцію для збереження купівельної спроможності доходів. Водночас бізнес встановлює поточні ціни на товари та послуги з урахуванням такого попиту, бажаного рівня заробітних плат працівників, а також власних очікувань щодо вартості факторів виробництва в майбутньому.

Заякорені інфляційні очікування населення та бізнесу дають змогу ЦБ ефективніше досягати своїх інфляційних цілей. Так, очікування вважаються заякореними, якщо майже не реагують на минулі та поточні короткострокові коливання інфляції та залишаються на рівні інфляційної цілі. Отже, в разі транзитивних інфляційних шоків з боку пропозиції ЦБ може здійснювати менш жорстку монетарну політику та мінімізувати негативні втрати для економіки. І навпаки, у разі дефляційних шоків з боку попиту м'яка політика ЦБ є ефективнішою завдяки заякореним очікуванням, що зменшує ризик досягнення нижньої межі процентної ставки ([Bernanke, 2022](#)).

Інфляційні очікування в Україні значною мірою є адаптивними, що підкреслює важливість послідовної політики низької та стабільної інфляції

Інфляційні очікування в Україні значною мірою є [адаптивними](#), тобто динаміка інфляції в минулому суттєво впливає на очікувану інфляцію в майбутньому, що створює ризики розбалансування очікувань у разі короткотермінового інфляційного шоку. Крім того, інфляційні очікування в Україні залежать від ситуації на валютному ринку та динаміки [обмінного курсу](#), який тривалий час був номінальним якорем за політики фіксованого курсу.

Водночас нещодавні дослідження ([Yukhymenko, 2022](#)) свідчать, що на [формування](#) очікувань суттєво впливають засоби масової інформації, особливо

якщо вони висвітлюють новини про зміни цін на соціально чутливі товари та послуги (наприклад, продукти харчування, паливо, послуги ЖКГ). Зокрема, очікування домогосподарств і фінансових аналітиків виявилися чутливими до новин про комунальні послуги, тоді як інфляційні очікування бізнесу реагують на повідомлення стосовно продуктів харчування. Канал обмінного курсу працює передусім через домогосподарства та фінансових аналітиків, оскільки саме вони є значимо чутливими до частоти новин про курс.

Висока адаптивність інфляційних очікувань є доволі типовим явищем для ринків, що розвиваються, й Україна тут не виняток (IMF, 2023). Водночас чим вищий рівень адаптивності очікувань, тим більше зусиль треба докладати ЦБ для досягнення своїх цілей. Отже, ЦБ мають прагнути хоча б частково відв'язати очікування економічних агентів від тимчасових явищ та дедалі більше зосереджувати їхню увагу на довгострокових тенденціях та орієнтирах.

Чим сильніша довіра до НБУ, тим ближчі інфляційні очікування до цілі

"Велика дезінфляція" з початку 80-х у розвинених країнах та згодом у країнах з ринками, що розвиваються, надає переконливі докази, що заякореність інфляційних очікувань безпосередньо залежить від довіри до політики ЦБ. Останній здобуває довіру, виконуючи свої обіцянки (Blinder, 1999). Це рекурсивний процес – так, низька та стабільна інфляція сприяє підвищенню довіри, що закріплює інфляційні очікування і дає змогу стабілізувати інфляцію.

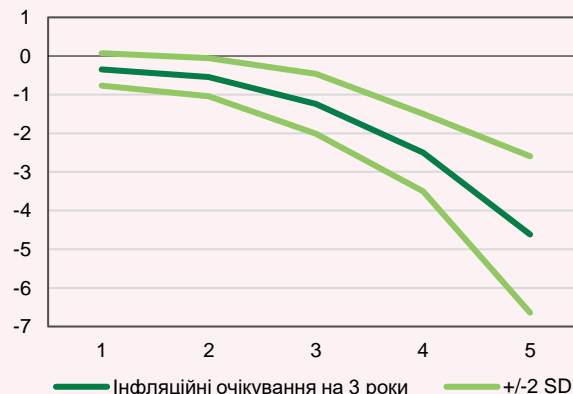
На початку запровадження інфляційного таргетування в Україні у 2015 році довіра до НБУ була досить низькою, що, імовірно, відображало недовіру агентів до нового режиму та невизначеність, спричинену вже пережитим сплеском інфляції. У наступні роки НБУ поступово вдалося підвищити довіру до своєї політики. На початку повномасштабного вторгнення росії у 2022 році довіра до НБУ навіть зросла (із 44% до 56% респондентів). Таке зростання може бути пов'язане зі сприйняттям успіху безпрецедентних заходів НБУ, спрямованих на підтримання стійкості економіки під час війни.

Графік 1. Інфляційні очікування підприємств на рік вперед за рівнями довіри, інфляція та цілі з інфляції, % р/р



Джерело: Savolchuk & Yukhymenko (2023).

Графік 2. Реакція інфляційних очікувань домогосподарств на зростання довіри за різного рівня заякореності очікувань (1 – заякорені, 5 – незаякорені)



Джерело: Tsapin & Faryna (2024).

Результати дослідження [Savolchuk & Yukhymenko \(2023\)](#) підтверджують значну роль довіри у формуванні інфляційних очікувань підприємств в Україні. Чим вища довіра компаній до НБУ, тим ближче їхні інфляційні очікування до цілі та опублікованих прогнозів з інфляції НБУ. Крім того, довіра знижує адаптивність очікувань. Показово, що навіть в умовах безпрецедентного шоку повномасштабної війни очікування економічних агентів, які довіряють НБУ, були значимо нижчими (див. графік 1) порівняно з тими, хто не має довіри, що також зробило свій внесок в ефективне подолання інфляційного сплеску 2022 року.

Вплив довіри на інфляційні очікування також підтверджується для домогосподарств. Використовуючи дані опитування [USAID щодо фінансової грамотності в Україні, яке](#) містило запитання до респондентів щодо їхніх

інфляційних очікувань та довіри до банківської системи, [Tsapin & Faryna \(2024\)](#) з'ясували, що вища довіра до банків асоціюється зі зниженням короткострокових та особливо довгострокових інфляційних очікувань домогосподарств, причому цей зв'язок набуває більшої сили для респондентів із незаякореними інфляційними очікуваннями (див. графік 2).

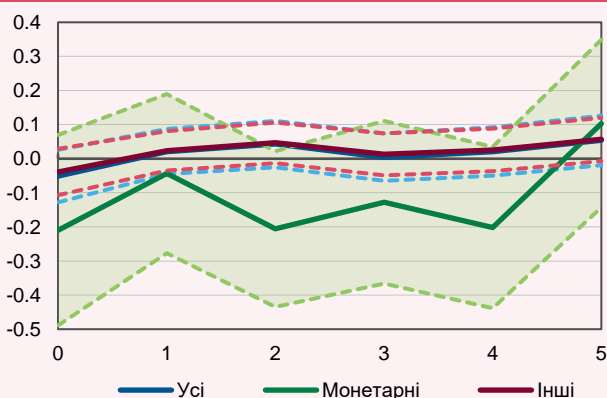
Активні комунікації ЦБ та обізнаність населення сприяють заякоренню інфляційних очікувань

Комунікація є одним із ключових неконвенційних інструментів, який ЦБ дедалі активніше застосовують для підвищення прозорості своїх дій, здобуття довіри до своєї політики та, зрештою, управління інфляційними очікуваннями. Після запровадження політики інфляційного таргетування НБУ докладав особливих зусиль для трансформації та вдосконалення своєї комунікаційної політики.

У дослідженні [Yukhymenko & Sorochan \(2024\)](#) проаналізовано вплив комунікацій НБУ на низку макрофінансових показників. Результати дослідження свідчать, що активна комунікація НБУ сприяє згладжуванню настроїв на валютному ринку та зниженню інфляційних очікувань фінансових експертів. Особливо значимими виявилися комунікації та новини щодо рішень з монетарної політики. Зокрема, збільшення кількості повідомлень з питань монетарної політики на 1% асоціюється зі зниженням інфляційних очікувань професійних прогнозистів на 0.2 в. п. протягом перших чотирьох місяців (див. графік 3).

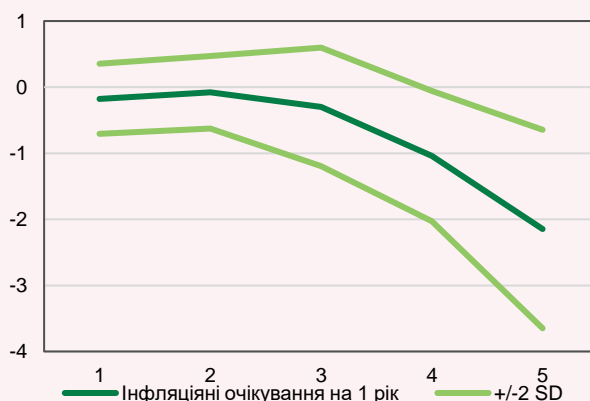
Комунікація, спрямована на поінформованих професійних учасників фінансових ринків, покриває лише частину економічних агентів. Усе частіше ЦБ та НБУ зокрема проводять активну комунікацію, спрямовану на загальну публіку, адже домогосподарства на відміну від професійних учасників фінансових ринків можуть бути менш обізнаними щодо сутності економічних процесів. У вже згаданому дослідженні [Tsapin & Faryna \(2024\)](#) оцінено вплив фінансової грамотності населення на заякореність інфляційних очікувань. Згідно з отриманими результатами фінансова грамотність сприяє зниженню короткострокових інфляційних очікувань, особливо для тієї категорії домогосподарств, очікування яких є незаякореними (див. графік 4). Це підкреслює важливість активної та доступної комунікації НБУ для широких верств населення для збільшення їхньої обізнаності та, відповідно, стабілізації їхніх інфляційних очікувань.

Графік 3. Реакція інфляційних очікувань фінансових експертів на збільшення комунікації НБУ*



Пунктирні лінії показують довірчий інтервал на рівні 95%.
Джерело: Yukhymenko & Sorochan (2024)

Графік 4. Реакція інфляційних очікувань домогосподарств на рік вперед на зростання фінансової грамотності за різного рівня заякореності очікувань (1 – заякорені, 5 – незаякорені)



Джерело: Tsapin & Faryna (2024).

Отже, заякорення інфляційних очікувань є складним, довготривалим та багатограним процесом. ЦБ варто вибудовувати довіру до своєї політики за рахунок якісної комунікації та активних заходів щодо розвитку фінансової грамотності населення. Досвід НБУ свідчить, що ці інструменти можуть бути ефективними навіть за безпрецедентної невизначеності в умовах російської воєнної агресії.

Розділ 2. Економічний розвиток

- Економічне відновлення і надалі триватиме завдяки адаптивності українського бізнесу. Цьому також сприятиме м'яка фіскальна політика, поживлення зовнішнього попиту та подальша розбудова експортних шляхів, а також зростання доходів домогосподарств.
- Однак війна триває і її наслідки відображаються на економіці, а імпульс зростання, зумовлений низькою базою 2022 року, поступово вичерпуватиметься до часу суттєвого припливу інвестицій та/або зниження безпекових ризиків. Зростання економіки в поточному році сповільниться до 3.0% також і через втрати енергетичної інфраструктури.
- Із пришвидшенням нормалізації умов для функціонування економіки економічне зростання пришвидшиться до 4.5–5.3% у 2025–2026 роках завдяки поліпшенню споживчих та інвестиційних настроїв, поверненню мігрантів та поступом в євроінтеграційних реформах. У результаті реальний ВВП наблизиться до свого потенційного рівня наприкінці прогнозного періоду.

На початку 2024 року економічне зростання сповільнилося передусім через стримані бюджетні видатки

У I кварталі 2024 року відновлення економічної активності тривало. Однак зростання реального ВВП, за оцінками НБУ, становило лише 3.1% р/р, що менше порівняно з попереднім кварталом та оцінкою в Інфляційному звіті за січень 2024 року. Така динаміка пов'язана з бюджетною економією на початку року на тлі погіршення ритмічності зовнішнього фінансування. Однак фіскальна політика залишалася м'якою та разом з ефектом значного нарощування бюджетних видатків наприкінці 2023 року суттєво підживлювала сукупний попит. Зростанню економічної активності сприяли також тепла зима з майже відсутнім дефіцитом е/е, стабільне функціонування морського коридору та навіть переступний рік.

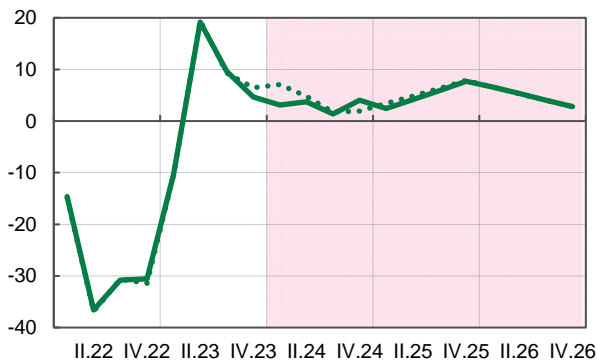
Помірні темпи зростання ВВП зберуться до кінця 2024 року. Основними чинниками зростання залишатимуться збереження м'якої фіскальної політики, поживлення зовнішнього попиту, а також подальше пристосування бізнесу та населення до умов значних безпекових загроз. Однак темпи економічного зростання сповільняться, враховуючи наслідки війни та вичерпання імпульсу зростання, зумовленого низькою базою 2022 року. Стримуватимуть відновлення також наслідки руйнування енергетичної інфраструктури. Здебільшого через них прогноз зростання реального ВВП у 2024 році погіршено до 3.0% (порівняно із 3.6% в Інфляційному звіті за січень 2024 року).

У 2025–2026 роках зростання ВВП пришвидшиться завдяки стрімкішій нормалізації економічної діяльності. На тлі поступового зниження безпекових ризиків цьому сприятимуть поліпшення інвестиційних і споживчих настроїв, збільшення врожаїв, подальша оптимізація логістики, збереження м'якої фіскальної політики та низькоінфляційне середовище.

Збереження м'якої фіскальної політики проявилось у значному від'ємному циклічному скоригованому первинному сальдо. Водночас воно помітно звузилося порівняно з I та IV кварталами 2023 року. Тривали заходи з акумулювання доходів бюджету⁵, що, з одного боку, мало певний стримуючий вплив на економіку внаслідок зменшення фінансового ресурсу окремих суб'єктів господарювання. З іншого, – ці заходи здійснювалися для підтримання видатків, які мають вищий мультиплікатор та загалом і надалі стимулювали економічну активність.

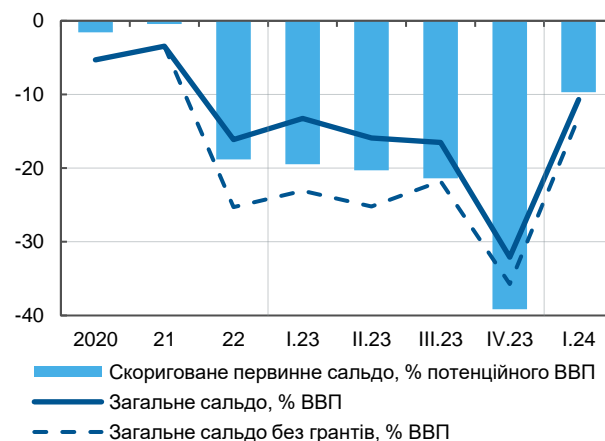
⁵ Збільшення ставки податку на прибуток для банків, авансове перерахування до бюджету дивідендів від деяких державних підприємств – 50% суми річних дивідендів.

Графік 2.1. Реальний ВВП, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2. Сальдо зведеного бюджету*, % ВВП

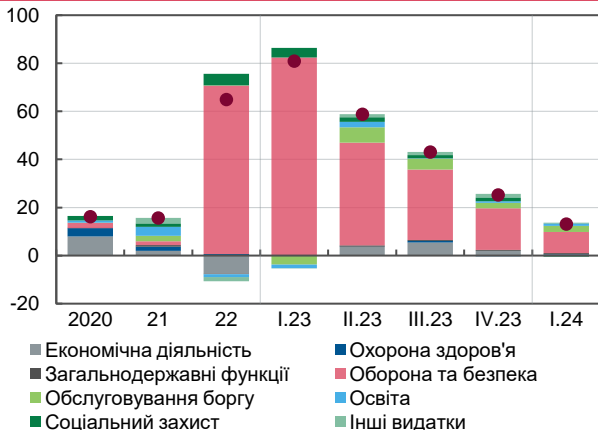


* Загальне сальдо – сальдо зведеного бюджету. Скориговане первинне сальдо – різниця між с/с доходами, у структурі яких податкові надходження скориговано на циклічні зміни ВВП, та с/с первинними видатками. Із доходів вираховано одноразові надходження (кошти від спецконфіскації, ефекти від рішення Стокгольмського арбітражу). Від’ємне значення означає м’яку політику. ВВП 2024 року – оцінка НБУ.

Джерело: ДКСУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

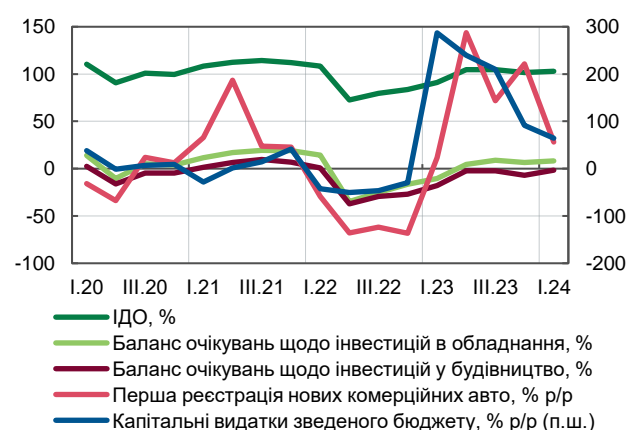
Водночас видатки на початку року були помірними через втрату ритмічності надходжень міжнародної допомоги та її менші обсяги. Насамперед фінансувалися безпека й оборона та соціальні програми, інші напрями видатків проводилися в міру можливостей. У результаті дефіцит зведеного бюджету в I кварталі суттєво зривився порівняно з 2023 роком – до майже 206 млрд грн без урахування грантів у доходах, або близько 13% ВВП (у I кварталі 2023 року – понад 314 млрд грн та близько 23% ВВП). З огляду на збільшення ролі державного сектору в економіці, що відображало надм’яку фіскальну політику кілька років поспіль (у 2023 році частка державного споживання підвищилася до майже 42% ВВП, а частка ВДВ сектору держуправління, безпеки та оборони сягнула 22% ВВП), стримані бюджетні витрати стали основним чинником слабшого зростання економіки. Однак дія імпульсу від надзвичайно м’якої фіскальної політики кінця 2023 року зберігалася та частково компенсувала вплив від її стриманішого характеру на початку 2024 року.

Графік 2.3. Внески в річну зміну видатків зведеного бюджету, в. п.



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4. Окремі індикатори інвестиційного попиту



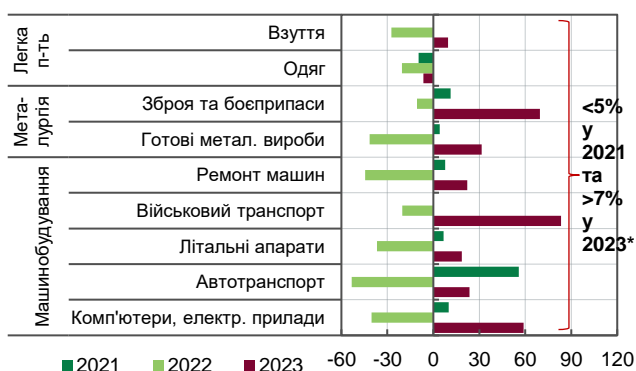
Джерело: ДССУ, ДКСУ, НБУ, Укравтопром.

Інвестиційна активність на початку року підтримувалася витратами як бюджету, так і приватних підприємств. На відміну від інших бюджетних видатків зростання капітальних витрат тривало високими темпами. Вони спрямовувалися як на оборонну сферу, у тому числі розвиток локалізації виробництва зброї та зведення фортифікаційних споруд, так і на відбудову зруйнованої інфраструктури. Завдяки поліпшенню фінансових результатів 2023 року та ділових очікувань підприємств,

у тому числі інвестиційних⁶, тривали й приватні інвестиції. Вони спрямовувалися в розвиток добування енергоресурсів, металургійну промисловість з огляду на відновлення експортних можливостей, харчову промисловість, будівництво сільськогосподарської та логістичної інфраструктури⁷. Це позитивно позначилося на ВДВ будівництва, передусім нежитлових споруд. Однак обмеження перевезень через західний кордон зумовили сповільнення зростання інвестицій в комерційний автотранспорт.

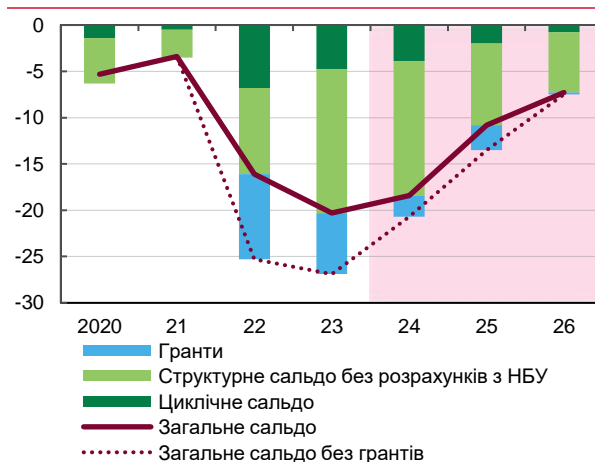
Інвестиції в розвиток локалізації оборонного виробництва та оборонні замовлення держави забезпечували завантаження промислових підприємств за низкою напрямів (виробництво зброї та боєприпасів, військового транспорту та літальних апаратів, одягу та взуття тощо). У результаті поступово збільшується частка тих видів промисловості, які можна віднести до ВПК⁸ (з менше 5% у 2021 році до більше 7% у 2023 році). Попри все ще незначну його частку, значні темпи зростання виробництва, ВПК підтримує відновлення економічної активності й інших секторів економіки.

Графік 2.5. Обсяги виробництва в окремих видах промисловості, %



* Частка цих видів діяльності у промисловому виробництві.
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.6. Сальдо зведеного бюджету, % ВВП



Джерело: ДКСУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Державні витрати і надалі відіграватимуть значну роль в економічному зростанні. Дефіцит бюджету залишатиметься суттєвим передусім через високі видатки на оборону та безпеку. Проте подальша нормалізація умов для економіки зумовить і відповідне зміцнення внутрішньої ресурсної бази. Також прогнозний сценарій припускає реалізацію заходів з мобілізації додаткових фіскальних доходів на 2.5% ВВП на прогнозованому горизонті для забезпечення беземісійного джерела фінансування. Це дасть змогу підтримувати видатки значними, зокрема на відбудову та соціальну підтримку, але й скоротити дефіцит бюджету з 20.7% ВВП у 2024 році до 7.5% ВВП у 2026 році. У результаті бюджетна підтримка буде і надалі вагомим чинником економічного відновлення, проте фіскальний стимул на прогнозованому горизонті поступово скорочуватиметься.

У короткостроковому періоді інвестиційна діяльність залишатиметься обмеженою та визначатиметься насамперед видатками на відновлення інфраструктури, а також подальшим нарощуванням потужностей з виробництва продукції ВПК. Активізація євроінтеграції підвищить інвестиційну привабливість країни, ділові та

⁶ Баланс очікувань щодо інвестицій в обладнання у наступні 12 місяців у I кварталі 2024 року поліпшився до 8.3% (порівняно з 6.6% у IV кварталі 2023 року), а інвестицій у будівництво – до -1.5% (порівняно з -6.9%).

⁷ У II кварталі 2024 року також тривали інвестиції підприємств харчової промисловості (будівництво низки потужностей з виробництва харчових продуктів, переробки с/г продукції, виробництва кормів тощо), будівництво сільськогосподарської інфраструктури (зернохосвищ та овочехосвищ) та комерційної нерухомості в західних регіонах, і надалі тривало розширення логістичних потужностей на західному кордоні.

⁸ В оцінці частки ВПК не враховано харчову промисловість, оскільки виокремити ті підвиди, що повністю задіяні у виконанні оборонних замовлень, наразі неможливо. Також і інші види промисловості можуть не повністю бути задіяні у ВПК (наприклад, машинобудування). Включення зазначених вище видів у повному обсязі зумовило б штучне завищення частки ВПК у промисловості. Зокрема, з урахуванням усього машинобудування частка ВПК становила би близько 10% у 2022 році та 14.2% у 2023 році.

споживчі настрої, що стимулюватиме пришвидшення відновлення інвестиційного попиту та приватного споживання.

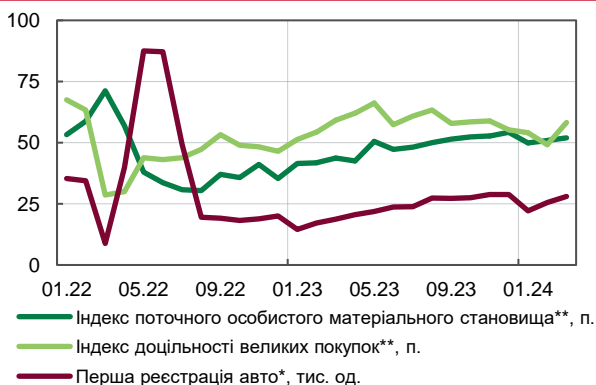
Економіка зростатиме завдяки приватному споживанню на тлі все ще значних витрат бюджету, поліпшення зайнятості та підвищення зарплат в умовах браку працівників

Приватне споживання надалі збільшувалося в I кварталі 2024 року. Свідченням цього були стійкі споживчі настрої, зокрема поліпшення очікувань щодо доцільності великих покупок, а також збільшення реєстрацій нових автомобілів. Проте нарощування споживання стримувалося блокадою західних кордонів та слабшим фіскальним імпульсом на початку року. Останнє було пов'язане з обережним витрачанням бюджетних коштів на тлі невизначеності щодо надходження міжнародної фінансової допомоги. Це позначилося й на показниках сектору послуг.

Вагомим чинником зростання споживання ДГ було поліпшення зайнятості завдяки подальшій активізації попиту на працю, про що свідчило стрімке нарощування кількості вакансій на сайтах пошуку роботи у 2024 році. Водночас кількість резюме надалі зменшувалася. Пропозицію робочої сили обмежують подальша міграція за кордон, мобілізація, повільна адаптація ВПО на нових місцях проживання та посилення диспропорцій на ринку праці. Так, упродовж I кварталу тривало збільшення кількості мігрантів (за даними ООН, на близько 150 тис. до 6.5 млн осіб, що дещо перевищило оцінки НБУ в Інфляційному звіті за січень 2024 року). Це обмежувало не лише пропозицію робочої сили, але й стримувало нарощування споживчого попиту.

У результаті кількість кандидатів на одне робоче місце на початку квітня 2024 року була нижчою за рівень до повномасштабного вторгнення. У низці професій (у сфері логістики, робочих спеціальностей, роздрібною торгівлі та діяльності готелів та ресторанів) цей показник уже нижчий за одиницю, що свідчить про суттєвий дефіцит кадрів. Навіть у тих видах діяльності, де попит лишається пригніченим, зокрема освіта, дизайн, ІТ, мистецтво і культура, показники є суттєво нижчими за рівні квітня минулого року. Ураховуючи подальше відновлення економічної активності та обмежену пропозицію робочої сили, диспропорції на ринку праці зберігатимуться на прогнозованому горизонті, що стримуватиме економічну активність.

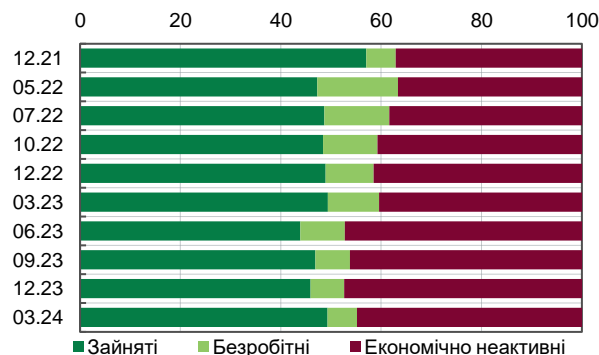
Графік 2.7. Окремі індикатори споживчого попиту



* 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 телефонні інтерв'ю.

Джерело: InfoSapiens, Укравтопром.

Графік 2.8. Структура опитаних домогосподарств за економічною активністю*, % відповідей



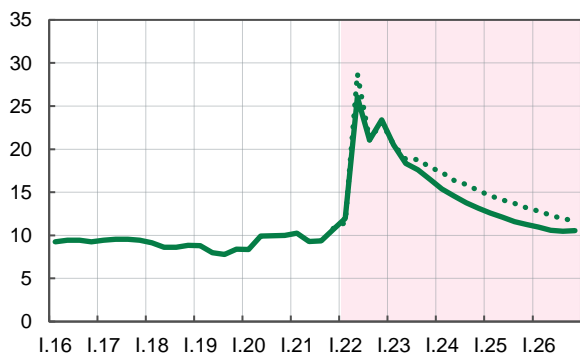
* До зайнятих віднесено тих, хто обрав відповіді: "Працює за наймом"; "Самозайнятий"; "Зареєстрований приватний підприємець"; "Відсутність/відмова відповіді" та "Інше". До безробітних зараховано тих, хто відповідав "Тимчасово не працюю, але шукаю роботу".

Джерело: InfoSapiens, розрахунки НБУ.

Водночас менше резюме може свідчити про успішний пошук роботи та зростання зайнятості українців, що підтверджується результатами опитувань ДГ. Так, згідно з оцінками за результатами опитувань, у I кварталі 2024 року рівень участі в робочій силі відновив зростання після тривалого зниження. Зміна структури економіки та, ймовірно, вищі темпи зростання ВВП у західних і центральних

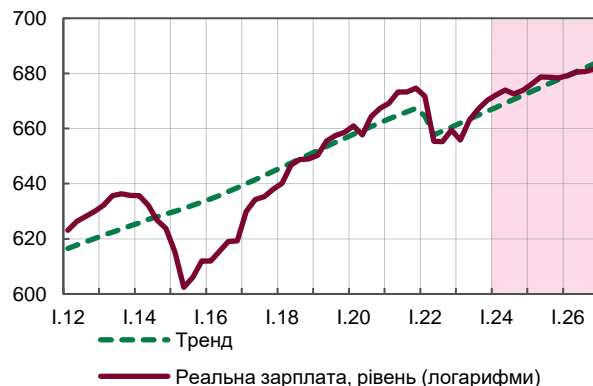
регіонах та в Києві зумовили й дещо вищий рівень участі в робочій силі порівняно зі східними та південними областями (детальніше – у вставці "Як змінився ринок праці за два роки повномасштабного вторгнення" на стор. 25).

Графік 2.9. Рівень безробіття за МОП, с/с, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.10. Реальна зарплата, рівень (логарифми)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Швидке зростання попиту на працівників в умовах обмеженої пропозиції призвело й до скорочення рівня безробіття. Ця стійка тенденція, яку з другого півріччя минулого року відображають опитування ДГ (що є орієнтирами стану ринку праці офіційної статистики), стала причиною уточнення оцінок НБУ рівня безробіття в минулому році (до 18,2%), а також поліпшення прогнозу. Так, рівень безробіття зменшиться до 14,2% у 2024 році та 10–12% у 2025–2026 роках. Однак він все ще перевищуватиме показники до повномасштабного вторгнення через зміни в структурі економіки, зовнішню та внутрішню міграцію, нерівномірне за регіонами та галузями відновлення, а відтак – посилення невідповідності потреб працедавців і навичок працівників. Це зумовлює збереження значної структурної складової безробіття, що стримуватиме зниження його рівня на прогнозованому горизонті. Визначальним чинником складного стану ринку праці стане повільне повернення мігрантів в Україну через їх адаптацію до життя за кордоном та відновлення трудової міграції.

Через невідповідності між попитом та пропозицією робочої сили на початку 2024 року, як і в 2023 році, зберігався тиск у бік підвищення заробітних плат як з боку претендентів на роботу, так і підвищення зарплат роботодавцями. Зарплати підвищувалися високими темпами, про що свідчать як непрямі показники оцінки доходів населення, так і підвищення зарплат у вакансіях та резюме на сайтах пошуку роботи. Подальше зростання зарплат у 2024 році внаслідок посилення конкуренції за працівників, особливо висококваліфікованих, підтверджується й планами підприємств⁹. Крім дефіциту кадрів¹⁰, на підвищенні зарплат позначилося й підвищення МЗП (на 6% із січня та ще майже на 13% із квітня 2024 року).

Труднощі з пошуком кваліфікованих працівників роботодавцями в умовах погавлення економічної активності зумовлюватимуть подальше підвищення зарплат у приватному секторі. Тому вже у 2025 році реальні заробітні плати в економіці перевищать свій довоєнний рівень та підвищуватимуться надалі, зокрема завдяки посиленню конкуренції за робочу силу із закордонними роботодавцями.

На прогнозованому горизонті м'яка фіскальна політика разом із подальшим підвищенням реальних заробітних плат у приватному секторі зумовлюватиме зростання приватного споживання темпами 5–9% на рік. Споживчий попит підживлюватиметься збільшенням зайнятості та поверненням мігрантів у країну.

⁹ Згідно з опитуванням підприємств у I кварталі більшість (77%) опитаних планують підвищити зарплати у 2024 році, найчастіше називають діапазон 5–10% (38% респондентів). За ВЕД спостерігається значна розбіжність у планах підвищення зарплат, зокрема, найбільше підвищення зарплат у 2024 році очікується в торгівлі та переробній промисловості.

¹⁰ За даними ДССУ, у 2023 році середня зарплата підвищилася на 17%. У галузях, де спостерігався суттєвіший дефіцит кадрів, темпи підвищення зарплат були вищими (у торгівлі – 37%, будівництві – 29% і транспорті 25%).

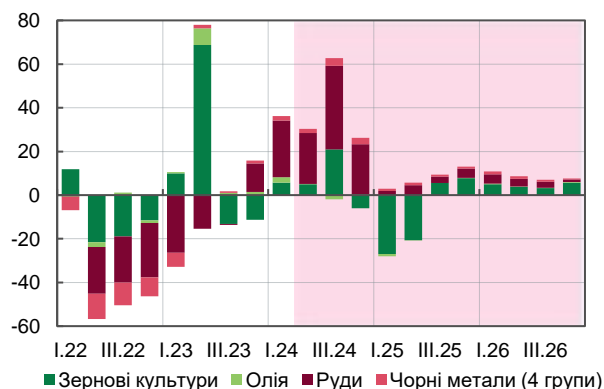
Стабільне функціонування морського коридору та подальше розширення експортних можливостей підтримуватимуть економічне зростання на прогнозованому горизонті

Стабільна робота морського коридору з ширшою порівняно із "зерновим коридором" товарною номенклатурою дала змогу суттєво наростити фізичні обсяги експорту товарів та послуг. Так, значно збільшилися поставки як зернових культур, так і продукції ГМК. Відновлення експортних перевезень продукції ГМК морем, економічно ефективнішим способом транспортування для такого виду продукції, сприяло завантаженню рудовидобувних підприємств та зростанню обсягів металургійного виробництва. Усе це не лише компенсувало втрати експорту від блокади західних кордонів, а й забезпечило повернення зазначених товарів на традиційні експортні ринки: Азії та Африки – для продовольчих товарів, Азії та США – для руд та металів. Новий морський шлях також сприяв нарощуванню внутрішніх залізничних перевезень, зокрема вантажів до портів Великої Одеси, та обороту оптової торгівлі.

Оптимізація шляхів логістики та виробничих процесів триватиме. Відновлення пошкоджених потужностей та інфраструктури, що супроводжуватиметься оновленням фондів, впровадження нових технологій у виробництві завдяки подальшій співпраці з міжнародними партнерами та залученню іноземних інвестицій буде рушієм поживлення виробничої активності та експорту зокрема. Передусім це позначиться на розвитку машинобудування у сфері оборони, транспорту та будівельної техніки, проте очікується зростання продуктивності і в інших видах діяльності.

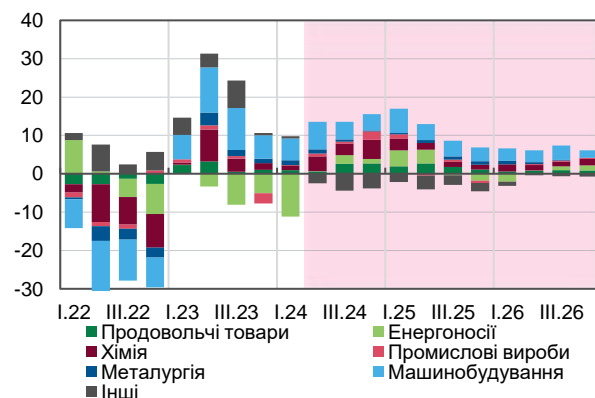
Стабільне функціонування морських перевезень стимулюватиме подальше зростання експорту продукції ГМК. Налагоджування ланцюгів постачання сировини стимулюватиме поступове збільшення експорту хімічної продукції. Нарощування експортних поставок поліпшить фінансовий стан підприємств та сприятиме посиленню стійкості валютного ринку. Проте у 2025–2026 роках очікується певне сповільнення зростання загального експорту через менші обсяги поставок сільськогосподарських культур в умовах нижчих урожаїв 2024 року та поступового відновлення внутрішнього споживання. Швидкому відновленню експорту заважатимуть руйнування та пошкодження виробничих та логістичних потужностей, а також дефіцити в енергетичній системі. Проблеми з електроенергією будуть додатково стримувати нарощування експорту ІТ-послуг.

Графік 2.11. Внески в річну зміну фізичних обсягів експорту окремих товарів, в. п.



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.12. Внески в річну зміну імпорту товарів, в. п.



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Водночас блокада західних кордонів гальмувала імпорт товарів через значну частку автоперевезень у його транспортуванні. Це дещо стримувало виробничу та інвестиційну діяльність, а також діяльність секторів послуг, передусім торгівлі. Вплив блокади проявлявся не лише через зменшення фізичних обсягів поставок, але й опосередковано через продовження термінів та дорожчі поставки альтернативними шляхами. Частина імпорту товарів автомобільним транспортом вдалося переорієнтувати на інші види транспорту та маршрути й на [продукцію вітчизняного виробництва](#), що зменшило негативний вплив блокади на економічну

активність. Ураховуючи можливості переорієнтації та наявність запасів, ефект від блокади загалом за рік вдасться значною мірою нівелювати (детальніше – у вставці "Труднощі в торгівлі України з Польщею: причини та наслідки для української економіки" на стор. 28). Додатковим чинником зменшення імпорту товарів та послуг у I кварталі було скорочення витрат українців за кордоном, у тому числі внаслідок поступової втрати їх резидентності, що відобразилося на зменшенні імпорту послуг за статтею "подорожі".

Надалі зростання імпорту відновиться в умовах завершення блокади та стійкого внутрішнього попиту. Для забезпечення потреб оборонного сектору, відбудови виробничої та логістичної інфраструктури закупівлі продукції машинобудування, хімічної продукції та промислових товарів збільшуватимуться на всьому прогнозованому горизонті. Переорієнтація аграріїв на олійні культури та збільшення площ посівів із 2025 року призведуть до зростання імпорту добрив. Для балансування внутрішньої енергетичної системи та поживлення внутрішнього виробництва збільшуватиметься потреба в закупівлях енергоносіїв. Проте подальше скорочення витрат українців через їх адаптацію за кордоном, а також виключення з обліку осіб, які втратили податкову резидентність, стримуватиме нарощування імпорту на всьому прогнозованому горизонті. У результаті додатний внесок чистого експорту в приріст ВВП зменшиться у 2024 році, а з 2025 року стане від'ємним.

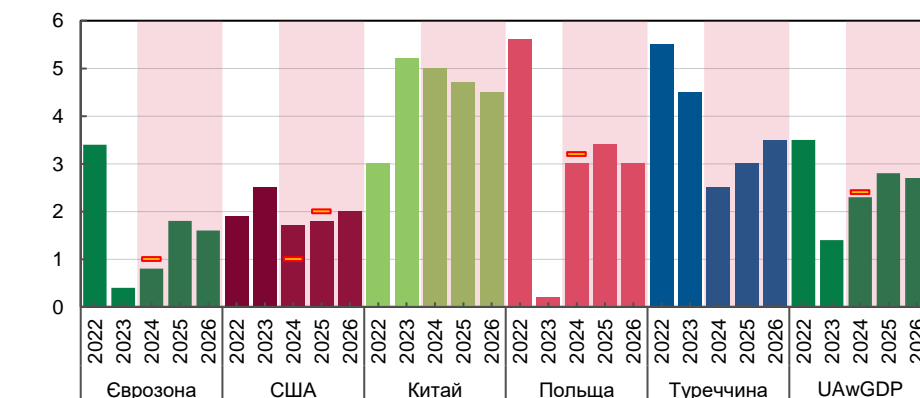
Вагомою підтримкою зростання економіки України у 2024–2026 роках буде поживлення зовнішнього попиту та зростання світової торгівлі

Завдяки стабільній роботі морського коридору та розширенню експортних можливостей Україна поступово повертається на традиційні ринки збуту. Тож зовнішньоекономічне середовище відновлюватиме свою роль як вагомий чинник впливу на українську економіку.

Зовнішній попит, виражений середньозваженим показником річних темпів економічного зростання країн – ОТП України (UAWGDP), поволі поживляється. Випереджальні індикатори свідчать про поліпшення економічної ситуації як у [розвинутих](#) країнах, так і [країнах ЕМ](#). Причому економічна активність останніх поживлялася не лише в секторі послуг, а й промисловості. Крім того, зростання [нових замовлень](#), насамперед експортних, відображало поліпшення умов торгівлі на ринках ЕМ. Рівень ділової довіри у світі був найвищим за останніх два роки.

Уперше за майже рік [глобальні ланцюги постачання](#) наблизилися до повного завантаження, а виробники, особливо споживчих товарів, нарощують виробництво. Світовий попит на сировину, товари та комплектуючі продемонстрував ознаки відновлення в середині I кварталу 2024 року після майже дворічного спаду, спричиненого розпродажем запасів та високою інфляцією.

Графік 2.13. Реальний ВВП окремих країн – ОТП України та UAWGDP, % р/р



■ - попередній прогноз.

Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Світова торгівля поволі відновлюється, хоча й слабше, ніж очікували СOT та НБУ, про що свідчить [барометр торгівлі товарами СOT](#). Загострення конфлікту на

Близькому Сході на тлі численних економічних бар'єрів і поширення протекціонізму стримують її відновлення. У наступні роки зростання пришвидшиться, однак через посилення [торговельної фрагментації](#) темпи зростання залишаться нижчими за свій історичний тренд. Крім того, вплив перебоїв у судноплаванні в Червоному морі [оцінюється як обмежений](#) завдяки низці [пом'якшувальних чинників](#). По-перше, вільних судноплавних потужностей вистачає з огляду на відносно стриманий глобальний попит на товари та розширення флоту вантажних суден. По-друге, ступінь перевантаженості портів у світі залишається загалом незмінним, що свідчить про їхню спроможність справлятися із суднами, які змінюють маршрут. Нарешті, високі запаси виробників пом'якшують вплив більш тривалих термінів поставки на виробництво. Однак загострення ситуації на Близькому Сході може мати глибший ефект, що стримуватиме як відновлення світової торгівлі товарами, так і формування зовнішнього попиту.

Слабше, ніж очікувалося, відновлення зовнішньої торгівлі призвело до перегляду в бік погіршення темпів зростання реального ВВП Єврозони та країн ЦСЄ у 2024 році. У поточних умовах саме ці країни визначають динаміку індексу UAwGDP (їх вага в індексі наразі сягнула майже 70% порівняно з 46% у 2021 році). Надалі очікується, що економічна активність у країнах Європи пришвидшиться. Дезінфляція та повільне підвищення заробітних плат підтримають споживання домогосподарств. Додатковими чинниками будуть вичерпання впливу енергетичного шоку та фінансування країн за проектом [NGEU](#).

Натомість стійкість економіки США, насамперед завдяки ринку праці, дала змогу поліпшити прогноз ВВП для неї. Очікується, що надалі економіка США зростатиме завдяки сильному споживчому попиту, що підтримуватиметься подальшим витрачанням заощаджень, накопичених під час пандемії, та поступовому пом'якшенню фінансових умов, що стимулюватиме зростання інвестицій.

Зростання економіки Китаю сповільниться, відображаючи послаблення споживчого попиту і млявість ринку нерухомості. Але додаткові фіскальні стимули підтримуватимуть економіку від значного охолодження. Натомість пришвидшене зростання економіки Індії дасть змогу поступово компенсувати послаблення зовнішнього попиту з боку Китаю.

Очікується, що зовнішній попит поживавиться на прогнозованому горизонті завдяки стійкій зайнятості, зростанню реальних доходів та очікуваному зниженню відсоткових ставок. Разом із відновленням світової торгівлі це сприятиме підтриманню стійких темпів економічного зростання України.

Руйнування в енергетичному секторі стали основною причиною погіршення прогнозу зростання на 2024–2025 роки

Раннє потепління та сприятлива погода підтримали економіку в I кварталі 2024 року, що позначилося на швидшому відновленню будівельних робіт та ранньому старту посівної. Останнє генерувало попит на добрива та ЗЗР, підтримувало торгівлю паливом тощо. Сприятлива погода зумовила й практичну відсутність дефіциту е/е протягом кварталу, попри суттєве зростання її споживання на тлі минулорічних блекаутів, зокрема в промисловості, транспорті та будівництві, що свідчило про подальше зростання економічної активності цих галузей

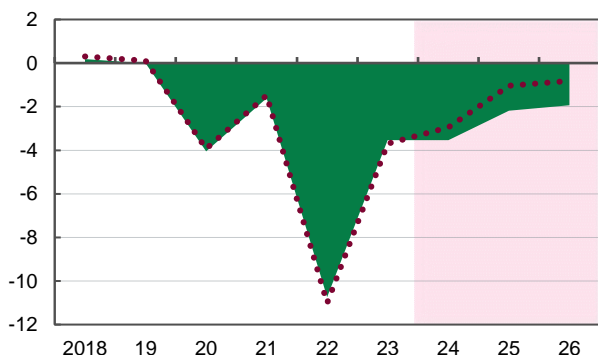
Однак наприкінці I кварталу реалізувався ризик нових руйнувань енергетичної та портової інфраструктури через атаки росії, зросла тривалість повітряних тривог¹¹. Ускладнення ситуації з енергопостачанням у деяких регіонах лише частково відобразилося на загальному рівні економічної активності в I кварталі. Однак нові руйнування стали підставою для погіршення припущень щодо дефіциту е/е на 2024–2025 роки (детальніше – у розділі "Припущення та ризики" на стор. 38). Ризики подальших обстрілів енергетичної, видобувної та портової інфраструктури погіршують перспективи цих галузей, а також відновлення промисловості. Від'ємний внесок перегляду оцінок дефіциту е/е в зміну реального ВВП у 2024 році

¹¹ За [даними](#) Української Ради Торгових Центрів (UCSC), у I кварталі 2024 року середня тривалість повітряних тривог відносно робочого часу торгових центрів була найвищою за час спостережень (I квартал 2023 – I квартал 2024 років) і становила 11.8%.

оцінено в 0.6 в. п., а в 2025 році – у 0.5 в. п. Натомість вплив на ВВП меншого врожаю зернових у 2024 році буде незначним завдяки переорієнтації с/г виробників на більш маржинальні культури, зокрема олійні.

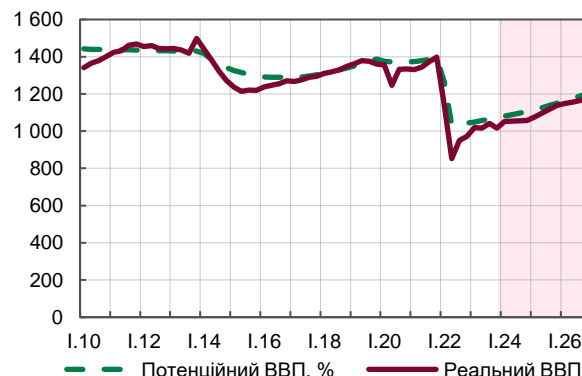
Значні втрати капіталу, ринків збуту та робочої сили з початку повномасштабного вторгнення обумовили падіння потенційного ВВП. Проте завдяки адаптації економіки до нових реалій потенційний ВВП відновив зростання, що триватиме на всьому прогностичному періоді. Цьому сприятиме поступове повернення вимушених мігрантів та відновлення виробничих потужностей. Євроінтеграційні процеси також стануть вагомим чинником зростання економічного потенціалу. Однак через масштабні втрати потенційний ВВП на прогностичному періоді не досягне довоєнного рівня. Лише у разі реалізації масштабного плану відбудови за участі міжнародних інвесторів зростання потенційного ВВП значно пришвидшиться.

Графік 2.14. Розрив ВВП, % потенційного ВВП



Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ.

Графік 2.15. Реальний та потенційний ВВП, с/с, у постійних цінах 2021 року



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Розрив ВВП залишатиметься від'ємним через високу невизначеність на тлі безпекових ризиків, що пригнічують відновлення інвестиційної діяльності та споживчий попит, а також логістичні труднощі для експорту. Частина виробничих потужностей залишатиметься недозавантаженою навіть у повоєнний час через логістичні ускладнення, часткову втрату ринків збуту та збереження диспропорцій на ринку праці.

Вставка 2. Як змінився ринок праці за два роки повномасштабного вторгнення

Економічні кризи мають значний прями́й та опосередкований вплив на ринок праці, зокрема супроводжуються втратою робочих місць, збільшенням рівня безробіття та падінням трудових доходів. Проте ефекти пандемії COVID-19 та повномасштабної війни, спровокованої росією, мають як спільні риси, так і власну специфіку. Результати опитувань підприємств свідчать, що обидві кризи призвели до браку персоналу, але його причини були кардинально різними, а негативний вплив на діяльність підприємств під час повномасштабної війни – значно суттєвішим. Дистанційні формати роботи, започатковані під час ковідної кризи, дали змогу утримати певну стабільність виробничих процесів і під час повномасштабного вторгнення. Водночас конкуренція за працівників наразі є гострішою, що змушує підприємства підвищувати зарплати темпами, вищими за зростання продуктивності. Дефіцит кадрів зі значною вірогідністю зберігатиметься значним, що обмежуватиме відновлення економіки в довгостроковій перспективі.

За останні п'ять років Україна пережила дві великі кризи: пандемію COVID-19 у 2020 році та повномасштабне вторгнення РФ з лютого 2022 року. Кожен із цих шоків мав прями́й та опосередкований вплив на економіку, зокрема й на ринок праці. Так, падіння економічної активності під час криз зумовлювало суттєве скорочення попиту на працю, що призводило до збільшення рівня безробіття. Проте кожна з цих криз мала свої значні особливості. За відсутності офіційних даних ДССУ через призупинення обстеження робочої сили після повномасштабного вторгнення оцінити зміни на ринку праці дають змогу результати опитувань підприємств¹².

Як у 2021 році, так і в 2023 році підприємства нарікали на брак кадрів. Так, під час ковідної кризи лише 12% респондентів не відчували нестачі персоналу. У 2023 році частка таких підприємств неочікувано становила 36%. Це можна пояснити як суб'єктивністю оцінок під час опитування, так і тим, що під час повномасштабної війни значна частина підприємств працює не на повну потужність, а економічний шок для підприємств у зв'язку з війною загалом мав значно більші масштаби. Водночас негативний вплив цього чинника на діяльність підприємств під час повномасштабного вторгнення значно перевищує оцінки під час ковідної кризи – у I кварталі 2022 року лише 26% підприємств зазначили, що брак працівників обмежував їх діяльність, тоді як у I кварталі 2024 року частка таких підприємств збільшилася до 38%. Зокрема, частка підприємств, які зазначали невідповідність навичок пошукачів роботи кваліфікаційним вимогам підприємства, збільшилася з 2% у 2021 році до 16% у 2023 році і ще 11% зазначали недостатню кваліфікацію наявних працівників.

Такі відмінності, ймовірно, зумовлені суттєвішим звуженням ринку праці після повномасштабного вторгнення. Так, у 2021 році бізнес мав кадрові труднощі через неможливість запропонувати працівникам гібридні формати роботи під час карантинних обмежень унаслідок особливостей виробничих процесів та нестачу вакцинованих від COVID-19 працівників, що було законодавчо обов'язковим (23% та 22% відповідей, відповідно перше та друге місце в рейтингу). У 2023 році це були насамперед причини, пов'язані з війною: звільнення працівників через мобілізацію (44%, найвагоміша причина) та міграцію (24%, друге місце за кількістю відповідей). У 2021 році, попри відновлення трудової міграції після ковідної кризи¹³, цей чинник майже не обмежував діяльність підприємств: тиск з боку

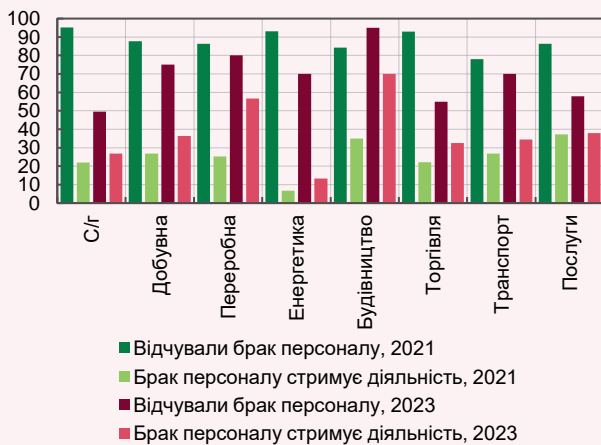
¹² Додаткові опитування стосовно стану ринку праці в межах щоквартальних опитувань щодо ділових очікувань підприємств були проведені з 31 січня до 23 лютого 2022 року (до початку повномасштабної війни) та з 31 січня до 27 лютого 2024 року за майже однаковими набором запитань. У 2022 році було опитано 593 підприємства в 22 регіонах України (за виключенням АР Крим і м. Севастополь, Донецької та Луганської областей), у 2024 році – 661 підприємство в 21 регіоні України (додатково і за виключенням Херсонської області).

¹³ Під час ковідної кризи трудова міграція послабилася через карантинні обмеження на перетин кордонів, проте почала відновлюватися у 2021 році.

міграції відчували менше 4% опитаних підприємств. Після 24 лютого 2022 року міграція набула небачених масштабів¹⁴, а портрет мігранта суттєво змінився [1, 2].

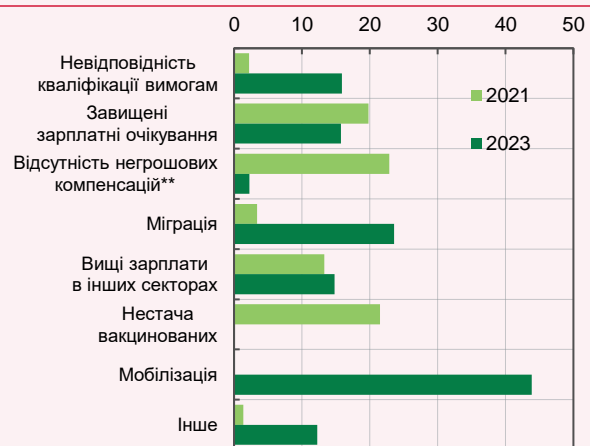
І в 2021, і в 2023 роках нестача персоналу нерівномірно розподілена за видами економічної діяльності. У 2023 році її частіше відчували підприємства тих видів діяльності, де історично переважали чоловіки (у будівництві, транспорті, добувній промисловості). Підприємства цих видів частіше пов'язували брак працівників з мобілізацією та найвище оцінювали його негативний на свою діяльність. За коментарями підприємств, найбільші проблеми пов'язані з мобілізацією висококваліфікованих вузьких спеціалістів та значним часом, потрібним для навчання працівників на заміну, а також посиленням схильності чоловіків до неформальної зайнятості.

Графік 1. Оцінка забезпеченості персоналом та впливу браку персоналу на діяльність підприємства в 2021 та 2023 роках за видами діяльності, % відповідей



Джерело: НБУ.

Графік 2. Причини нестачі персоналу у 2021 та 2023 роках, % відповідей*



* Можлива понад одна відповідь.

** Негрошові компенсації включають страхівку, транспорт та/або гібридні формати роботи: дистанційна робота, скорочений робочий час, інше.

Джерело: НБУ.

Однак вплив мобілізації на стан ринку праці після повномасштабного вторгнення був значно менший, ніж вплив міграції. Так, за оцінками НБУ, робоча сила у віці 15–70 років у 2023 році скоротилася більш ніж на чверть порівняно з 2021 роком. Майже половину цього скорочення забезпечило вибуття з робочої сили зовнішніх мігрантів, хоча під час здійснення оцінок було враховано, що частина з них надалі працювала в Україні дистанційно (згідно з опитуваннями мігрантів ЦЕС частка таких мігрантів становила 8–10% у 2023 році). Значну роль (близько 40 в. п. від скорочення робочої сили у 2023 році порівняно з 2021 роком) мали демографічні втрати та окупація, а також перехід до економічно неактивного населення (через вірогідні труднощі з пошуком роботи для ВПО, необхідність догляду за іншими членами родини, збільшення кількості пенсіонерів, брак навичок, що затребувані на ринку праці). Скорочення участі в робочій силі було широкомасштабним за всіма регіонами в Україні, найвідчутніше – у регіонах з активними бойовими діями.

Крім кадрових проблем, підприємства зазначали й інші труднощі у роботі внаслідок війни: складний психологічний стан працівників, зупинення роботи на час повітряних тривог, перебої з енергопостачанням тощо. Також підприємства звертали увагу на посилення проблем із забезпеченням продуктивної роботи працівників і зростання потреби в додаткових інвестиціях та інноваціях для підвищення продуктивності.

¹⁴ У 2017–2018 роках кількість трудових мігрантів оцінювалася у 2,6–2,7 млн осіб. Кількість мігрантів через повномасштабну війну, за оцінками ООН, наприкінці I кварталу 2024 року була більш ніж удвічі більшою (6,5 млн осіб). Ці дані включають також осіб поза робочою силою (діти, студенти, пенсіонери тощо).

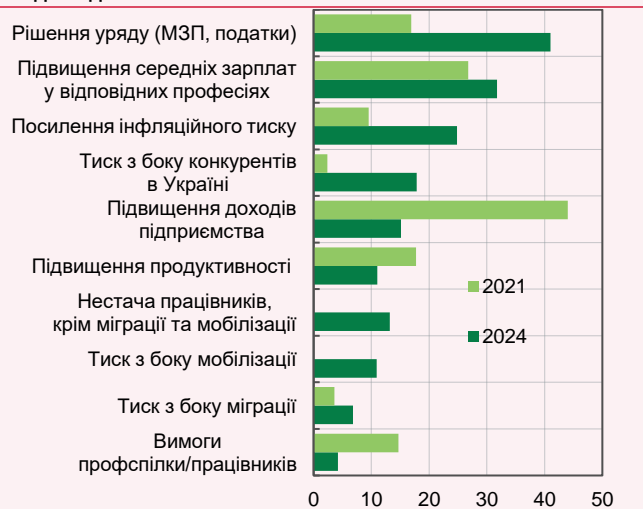
Графік 3. Частка осіб, які входять до складу робочої сили, серед респондентів за макрорегіонами в березні відповідного року, % відповідей



Джерело: InfoSapiens, розрахунки НБУ.

Вагоме значення у пошуку персоналу як у 2021, так і 2023 роках мало питання оплати праці. Але ставлення підприємств змінилося: якщо у 2021 році вони зазначали завищені зарплатні очікування як чинник, що зумовив їх відмовитися від найму цього працівника, то у 2023 році конкуренція за працівників посилилася, бізнес готовий підвищувати зарплати для утримання власного персоналу. Зокрема, чинник "Вищі зарплати в інших секторах" став другим за вагомістю, який зумовив підвищення зарплат на підприємствах у 2023 році, навіть попри їх складніший фінансовий стан. Це підтверджує оцінки НБУ про значно суттєвіше стиснення на ринку праці порівняно зі спадом економіки за два роки після повномасштабного вторгнення.

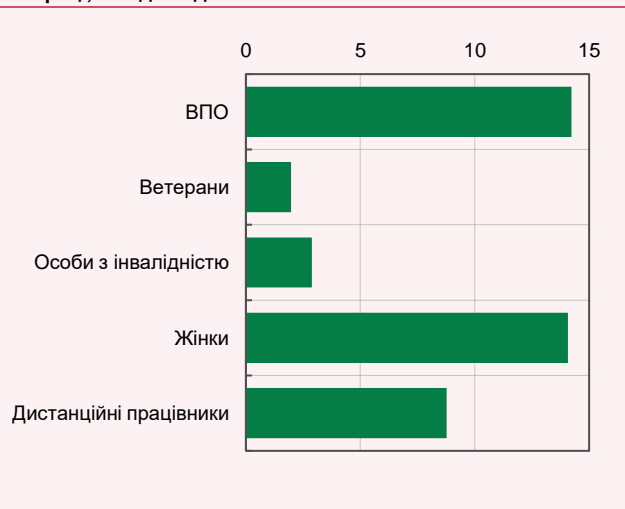
Графік 4. Чинники підвищення зарплат у 2021 та 2024 роках, % відповідей*



* Можлива понад одна відповідь.

Джерело: НБУ.

Графік 5. Категорії працівників, які зросли на підприємстві у 2023 році, % відповідей*



* Можлива понад одна відповідь.

Джерело: НБУ.

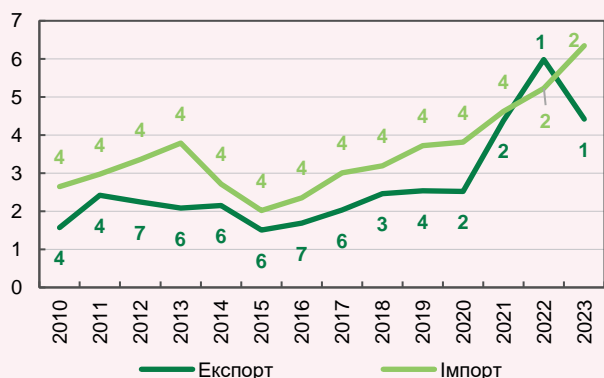
Дефіцит кадрів змушує підприємства залучати групи населення, які раніше були менше представлені на ринку праці. Зокрема, збільшився найм жінок та осіб, які працюють дистанційно, водночас залучення ветеранів та осіб з інвалідністю, набутою до війни, поки що незначне. У подальшому повернення мігрантів, залучення ветеранів до цивільного життя та розширення участі в робочій силі осіб з інвалідністю буде вагомим ресурсом для поліпшення стану ринку праці в Україні, особливо на етапі швидкого відновлення. Ефективність їх залучення залежатиме від спільних зусиль бізнесу і держави, зокрема шляхом розбудови заходів щодо їх інтеграції у ринок праці, розширення безбар'єрного доступу та адаптації на робочому місці, у тому числі дистанційно, перенавчання тощо. Інакше кадровий голод залишатиметься значним обмеженням для відновлення країни.

Вставка 3. Труднощі в торгівлі України з Польщею: причини та наслідки для української економіки

Після повномасштабного російського вторгнення Польща зайняла позицію всебічної підтримки України: у перший рік країна прийняла найбільшу кількість вимушених мігрантів, надає фінансову та військову допомогу, стала одним з основних транспортних хабів, що допомогло втримати українську економіку від ще глибшого падіння у 2022 році та сприяло відновленню зростання у 2023 році. Так, Польща стала найбільшим торговельним партнером України, забезпечивши 12% зовнішньоторгового обороту за 2022 рік та 11% за 2023 рік. Крім того, через територію Польщі здійснюється транзит українських товарів до/з інших європейських країн. Найбільший вплив на нарощування обсягів товарообороту з Польщею у 2022 році мали поставки продовольчих товарів з України. Проте на тлі значного зниження світових цін на продовольчі товари це спричинило й труднощі в торговельних відносинах між країнами: спочатку обмеження на імпорт окремої продовольчої продукції, пізніше – протести польських фермерів та автоперевізників та блокування ними кордонів з Україною. Блокада західних кордонів мала обмежений вплив на економіку України на початку 2024 року, однак і він мінімізується в межах року.

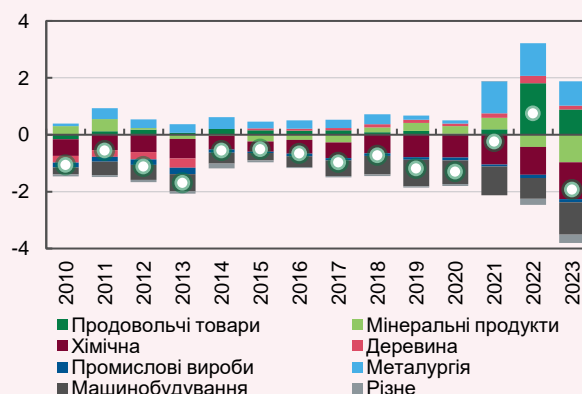
З огляду на географічну та культурну близькість Польща і до повномасштабного вторгнення відігравала значну роль у зовнішній торгівлі України, а після вторгнення – її роль значно зростає. Після вторгнення в умовах заблокованого моря і активних бойових дій на сході України Польща стала найбільшим торговельним партнером України. У 2022 році вона забезпечила майже 15% експорту товарів, посівши перше місце серед країн-партнерів, та 10% імпорту товарів, посівши друге місце. Основними товарами, що експортуються до Польщі в останні роки, є сировинні товари: чорні метали, жири та олія, зернові культури, руди, насіння олійних, деревина та корми для тварин. В імпорті з Польщі переважають товари з високим ступенем кінцевої обробки: різноманітна продукція машинобудування (засоби наземного транспорту, електричне та механічне обладнання), нафтопродукти, хімічна продукція (пластмаси, добрива) та оброблені продовольчі товари.

Графік 1. Торговля з Польщею, млрд дол. (підписи – місце в торгівлі серед країн-партнерів)



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2. Сальдо торгівлі України з Польщею, млрд дол.



Джерело: НБУ.

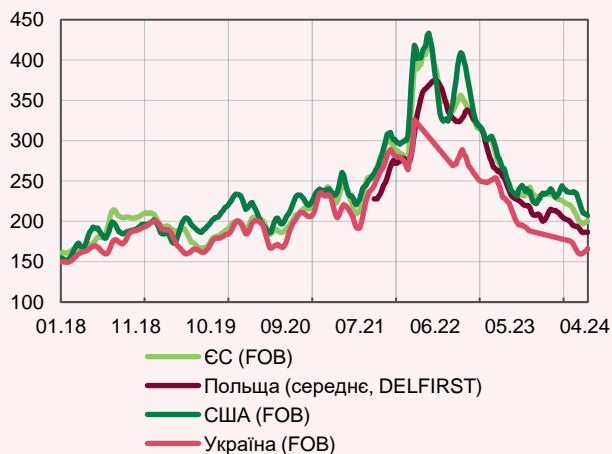
Через вищі порівняно з експортом вартісні обсяги імпорту торгівля України з Польщею традиційно перебувала в дефіциті. Лише у 2022 році вона перейшла до профіциту насамперед за рахунок значного нарощування поставок продовольчих товарів. Порушення традиційних шляхів постачання типових для українського експорту продовольчих товарів призвело до переорієнтації їх транспортування наземними шляхами. З огляду на протяжність сухопутного кордону та географічний рельєф Україна мала найбільш розвинену транспортну інфраструктуру саме на кордоні з Польщею. Не дивно, що саме на нього припало найбільше навантаження зовнішньоторговельних потоків України

після вторгнення рф. Додатковими чинниками нарощування поставок були лібералізація митних тарифів та ініціатива ЄС "шляхи солідарності".

У результаті експорт продовольчих товарів до Польщі за 2022 рік збільшився у 2.7 раза до 2.6 млрд дол. Найбільший внесок у цей приріст був забезпечений зерновими культурами, насінням олійних і рослинними оліями. Значних змін зазнала й структура польського імпорту продтоварів: за даними UN Comtrade, частка України в імпорті зерна збільшилася з 3% у 2021 році до 54% у 2022 році, насіння олійних – з 7% до 33%, олії – з 21 до 29% відповідно. Подібна динаміка спостерігалася в експорті до інших країн ЄС: експорт продовольчих товарів до ЄС у 2022 році зріс у 1.7 раза, зокрема зернових культур – у 2.4 раза. Причому основними країнами призначення українського експорту зерна в ЄС були Румунія та Іспанія, а Польща посідала лише третє місце.

Крім того, високі безпекові ризики призвели до значного падіння української експортної ціни на зернові, що, зі свого боку, зумовило розширення спреду між цінами українського та польського зерна та мало понижувальний тиск на польські ціни. Проте основним чинником падіння внутрішніх цін на пшеницю як на ринку Польщі, так і загалом у ЄС було зниження цін на світовому продовольчому ринку. Ціни на пшеницю сягнули піку наприкінці першого півріччя 2022 року через суттєве обмеження ролі України на світовому ринку після повномасштабного вторгнення, але вже на кінець року вони знизилися більше, ніж на 25%, а за 2023 рік – ще на 30%. Причинами такої динаміки була поява нового врожаю, насамперед рекордні обсяги постачання з росії, та нарощування пропозиції зі США.

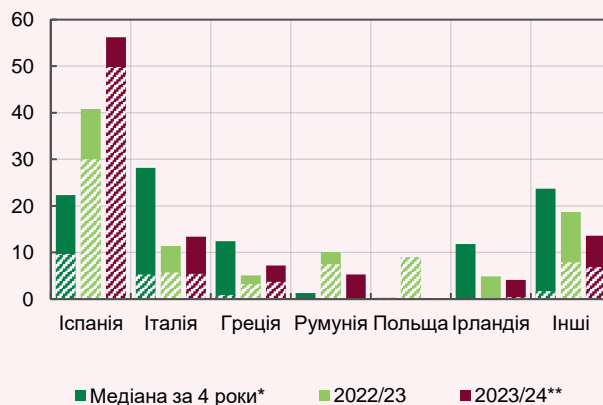
Графік 3. Ціни* на фуражну пшеницю, євро/т, середнє ковзне за чотири тижні



* DELFIRST – доставка до першого замовника (елеватор, завод), FOB – експортні ціни.

Джерело: Єврокомісія.

Графік 4. Імпорт пшениці країнами ЄС за імпортерами з-за меж ЄС, % від загального обсягу



Штрихована частина стовпчика позначає імпорт з України.

* з 2018/19 МР до 2021/22 МР. ** Попередні дані.

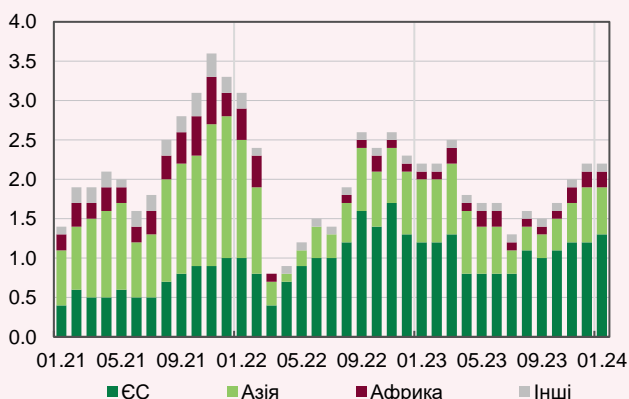
Джерело: Єврокомісія.

Польща є одним із найбільших виробників та постачальників агропродукції серед європейських країн. Водночас ринок ЄС для Польщі є дуже важливим – близько 75% експорту її продовольчих товарів орієнтовані на інші країни-члени. До 2022 року, за даними [дослідження Institute of agricultural and food economics](#) (Варшава, Польща), лише частина агропродукції, що експортувалася Україною, мала високий рівень взаємної польсько-української конкурентоспроможності на ринку ЄС: у середньому 36.6% польського продовольчого експорту і 31.4% українського експорту. Це стосувалося насамперед пшениці, м'яса птиці, яєць, ріпаку, кукурудзи, натурального меду. Проте після лютого 2022 року значну частку й іншої української продовольчої продукції було переорієнтовано на країни ЄС. Обсяг експорту продовольчих товарів за вирахуванням зерна, насіння олійних та олії в країни ЄС у 2022 році збільшився на 20%, а у 2023 році – ще на 33%. Логічним наслідком стало посилення конкуренції між українськими та польськими товарами на європейському ринку.

Для захисту внутрішнього ринку у квітні 2023 року Польща разом з іншими сусідніми країнами ЄС запровадила тимчасову заборону імпорту з України зерна та інших продовольчих товарів. У травні 2023 року Єврокомісія скоригувала ці обмеження, запровадивши заборону імпорту з України чотирьох сільськогосподарських культур до п'яти європейських країн, у тому числі Польщу, які тривали до вересня 2023 року. У листопаді 2023 року польські фермери звернулися з вимогою до свого уряду про зміни в Європейському зеленому курсі, який передбачає зниження використання хімічних речовин в аграрному виробництві, що може призвести до зниження конкурентоздатності польської продукції порівняно з виробниками за межами ЄС, зокрема й Україною. Незабаром розпочалася блокада польсько-українського кордону. З того часу вона періодично послаблювалася, проте її припинення очікується лише впродовж II кварталу 2024 року.

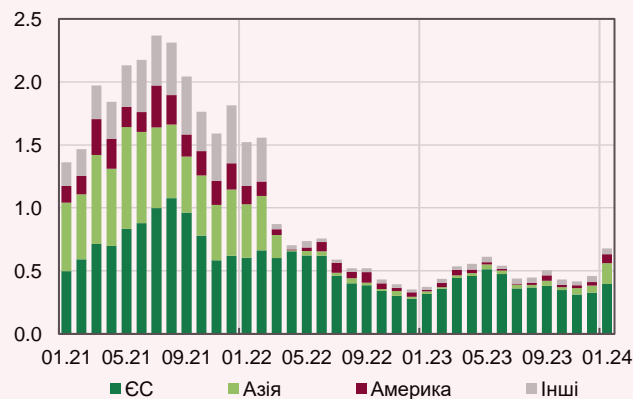
Блокада кордонів мала відчутний вплив на українську зовнішню торгівлю, насамперед на імпорт товарів. За оцінками НБУ, прямі втрати імпорту товарів у перший місяць блокади становили 500 млн дол., тоді як експорту – 160 млн дол. Втрати імпорту вдалося частково компенсувати завдяки нарощуванню поставок іншими шляхами, зокрема, залізницею, а втрати експорту – завдяки нарощуванню поставок через новий морський коридор. Повноцінне функціонування останнього дасть змогу не лише компенсувати втрати від блокади кордонів і запровадження ліцензування зерна, а й повернутися на традиційні для українського експорту ринки дальнього зарубіжжя. Така тенденція вже спостерігається в останні місяці: продовольчі товари повертаються на ринки Азії та Африки, а продукція ГМК – на ринки Азії та Америки.

Графік 5. Експорт продовольчих товарів за регіонами, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Графік 6. Експорт продукції ГМК за регіонами, млрд дол.



Джерело: НБУ.

За базовим сценарієм НБУ блокада припиниться в II кварталі 2024 року та не матиме відчутного впливу на експортоорієнтовані види економічної діяльності. Водночас втрати імпорту були відчутнішими для економіки, стримуючи окремі види діяльності, залежні від імпорту товарів проміжного та кінцевого споживання. Однак очікується, що цей короточасний вплив на економічну активність буде компенсований використанням наявних запасів та певним надолуженням поставок у наступні періоди.

Розділ 3. Монетарні умови та фінансові ринки

- Завдяки надходженню офіційного фінансування обсяг міжнародних резервів підтримувався на високому рівні. Це дало змогу НБУ і надалі компенсувати структурний дефіцит іноземної валюти. Завдяки цьому курсові коливання впродовж останніх місяців були помірними та двосторонніми.
- Прогрес у зниженні інфляції та поліпшенні інфляційних очікувань, збереження контрольованої ситуації на валютному ринку, накопичення комфортного рівня міжнародних резервів створили простір для подальших кроків з валютної лібералізації та пом'якшення процентної політики. Це дасть змогу підтримати розвиток кредитування та відновлення економіки.

Керована гнучкість сприяє помірним коливанням обмінного курсу та збільшенню глибини валютного ринку

Забезпечення контрольованої ситуації на валютному ринку залишається важливим засобом впливу на інфляційні та курсові очікування й утримання помірної інфляції на прогнозованому горизонті. Інтервенції НБУ компенсують структурний дефіцит іноземної валюти та згладжують надмірні коливання курсу. Водночас напрям його руху визначається співвідношенням попиту і пропозиції іноземної валюти.

Після тимчасового сплеску наприкінці минулого року, у січні – першій половині березня попит на іноземну валюту знизився. Це стало наслідком слабшої економічної активності як через сезонність, притаманну початку року, так і помірніші бюджетні видатки. Додатковим чинником було продовження блокади окремих пунктів пропуску на західному кордоні України, що передусім обмежувало імпорт товарів. Певний вплив мало й поліпшення курсових очікувань населення на тлі контрольованої ситуації на валютному ринку та позитивних зрушень у питаннях отримання міжнародної фінансової допомоги. Так, наприкінці лютого Рада Європейського Союзу схвалила започаткування інструменту Ukraine Facility загальним обсягом 50 млрд євро на 2024–2027 роки. Також було досягнуто угоди щодо третього перегляду програми з Міжнародним валютним фондом.

З другої половини березня чистий попит на іноземну валюту знову зріс. Це зумовлювалося сезонним збільшенням потреби в ній з боку імпортерів добрив і засобів захисту рослин під час весняно-польових робіт. Також зросла необхідність в імпорті енергоносіїв через інтенсифікацію обстрілів енергетичного сектору. Крім того, збільшилися видатки бюджету, у тому числі після надходження значних обсягів міжнародної фінансової допомоги. Завершення періоду сплати річних податків, обсяги яких в умовах поживлення економічної активності та поліпшення фінансових результатів підприємств перевищували минулорічні показники, також позначилося на зростанні попиту на валюту.

Водночас це було частково компенсоване припливом експортної виручки завдяки стабільному функціонуванню морського коридору. Позитивний ефект мало й посилення валютного нагляду, зокрема заходів з повернення валютної виручки в Україну. У результаті офіційний обмінний курс гривні до долара США коливався в обидва боки, проте сформувалася помірна девальваційна траєкторія – у середньому протягом кварталу гривня послабилася на 4.3%. Однак у квітні долар США зміцнів й на світових фінансових ринках, що зумовило девальвацію більшості валют країн – ОТП України до нього. Відповідно гривня майже стабілізувалася відносно валют країн – ОТП України, а послаблення НЕОКу, яке спостерігалось з початку року, сповільнилося.

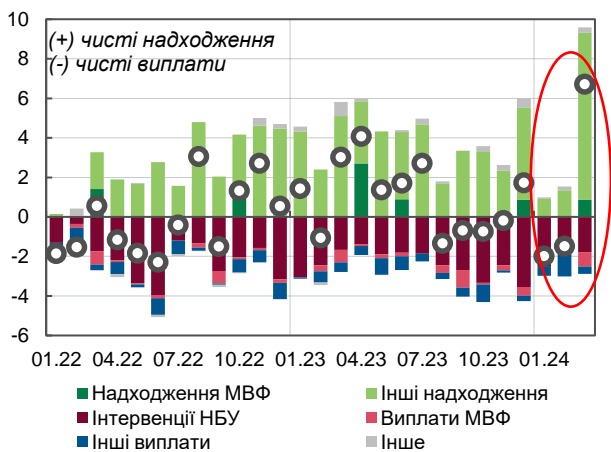
Крім того, на валютному ринку України й надалі спостерігалися позитивні структурні зрушення. Зокрема, зростала його глибина – обсяги операцій банків без участі НБУ в березні були більше ніж утричі вищими, ніж напередодні переходу до керованої гнучкості. Також, різниця між готівковим та офіційним курсом залишалася на низькому рівні – у I кварталі 2024 року вона не перевищувала 2.9%,

а наприкінці березня зменшилася до 0.3%. Обидва чинники свідчили про посилення стійкості валютного ринку до ситуативних чинників.

Помірний попит на іноземну валюту впродовж більшої частини I кварталу 2024 року дав змогу НБУ відчутно скоротити інтервенції з продажу іноземної валюти (від’ємне сальдо інтервенцій НБУ знизилося до 5.8 млрд дол. порівняно з 9.3 млрд дол. у IV кварталі 2023 року) та далі [пом’якшувати](#) валютні обмеження, а окремі з них – [актуалізувати](#) і [відкалібрувати](#).

Зі зростанням бюджетних видатків валютні інтервенції НБУ наприкінці березня – у квітні збільшилися. Проте з огляду на їх помірний обсяг у I кварталі та рекордні обсяги міжнародної допомоги в березні резерви сягнули високого рівня – 43.8 млрд дол. на кінець березня 2024 року.

Графік 3.1. Зміна валових міжнародних резервів, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Графік 3.2. Чистий продаж валюти* НБУ, млн дол.



* На дату укладання угоди.
Джерело: НБУ.

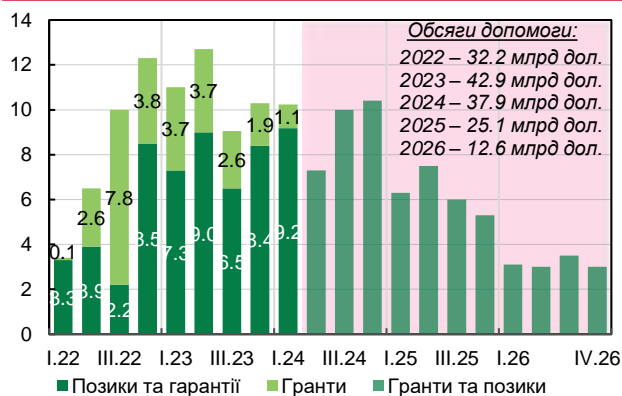
Інтервенції НБУ й надалі залишатимуться основним механізмом балансування валютного ринку, що дасть змогу зберегти стійкість ситуації та забезпечити помірні курсові коливання.

Попри певне зниження обсягів офіційного фінансування у 2025 році валові резерви залишаться на рівні 2024 року завдяки скороченню відпливу валюти з приватного сектору. Уже з 2026 року фінансова допомога міжнародних партнерів відчутно скоротиться, що буде основним чинником зниження резервів до 39 млрд дол. на кінець року

Незважаючи на скорочення, структурний дефіцит валюти зберігатиметься на прогнозованому горизонті, хоча він поступово звузиться завдяки подальшій нормалізації функціонування економіки. Зі зниженням економічної невизначеності зростуть інвестиційні та боргові залучення приватного сектору. Крім того, зменшуватиметься імпорт за статтею “подорожі” у результаті адаптації українців за кордоном, втрати ними резидентності або їх поступового повернення додому. Також очікується скорочення попиту населення на готівкову валюту завдяки поліпшенню курсових очікувань на тлі зниження невизначеності щодо міжнародної допомоги.

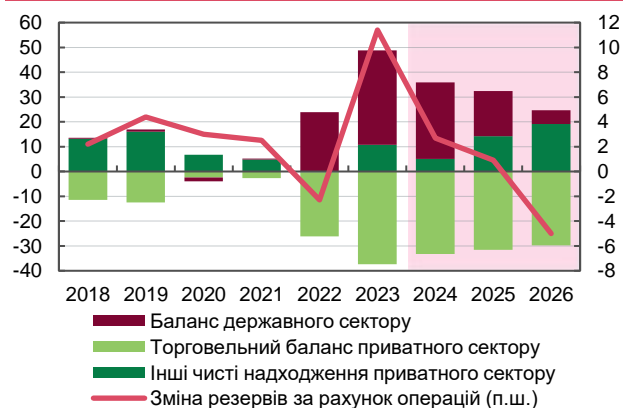
Однак дефіцит торгівлі товарами після незначного скорочення у 2024 році розширюватиметься в прогнозованому періоді. Експортні надходження відновлюватимуться повільно в умовах обмеженого виробничого потенціалу та поступового зниження світових цін на більшість сировинних товарів. Водночас зберігатиметься стійкий попит на імпортні товари для ремонтів та відбудови інфраструктури, задоволення потреб оборонного сектору, а також забезпечення стійкого функціонування внутрішнього виробництва. Помірний вплив на валютний ринок матимуть і подальші поступові кроки з валютної лібералізації, хоча вони ж сприятимуть і залученню іноземного капіталу в середньостроковій перспективі.

Графік 3.3. Міжнародна фінансова допомога, млрд дол.



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

Графік 3.4. Валові міжнародні резерви, зміна за рахунок операцій, млрд дол.



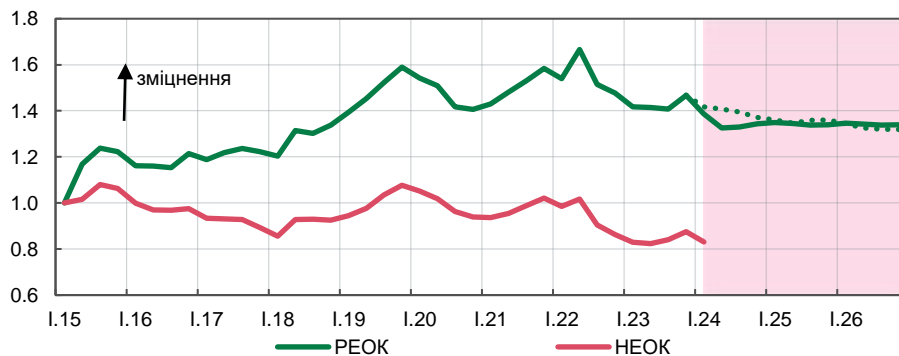
Джерело: розрахунки НБУ.

Чинником підтримки зовнішньої торгівлі та, відповідно, стабільних валютних надходжень у 2024 році буде послаблення РЕОК у гривні

З початку 2024 року через фактичне послаблення гривні відносно валют країн-торгівельних партнерів, а також відносно нижчу інфляцію РЕОК гривні девальював. У результаті у 2024 році його середнє значення буде слабшим порівняно з 2023 роком, що сприятиме певному поліпшенню стану зовнішньоторгівельного балансу України та буде додатковим чинником підтримки стабільних надходжень на валютний ринок України.

Проте у 2025–2026 роках РЕОК гривні залишатиметься майже незмінним на тлі сприятливих умов торгівлі, збереження ритмічності фінансової допомоги, уповільнення циклу зниження відсоткової ставки, поліпшення девальваційних очікувань, а також поступового відновлення інтересу зовнішніх інвесторів з огляду на нормалізацію умов функціонування української економіки та її перспективи у зв'язку з євроінтеграційними процесами.

Графік 3.5. Індекси РЕОК та НЕОК гривні, I.2015=1



Джерело: МВФ, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

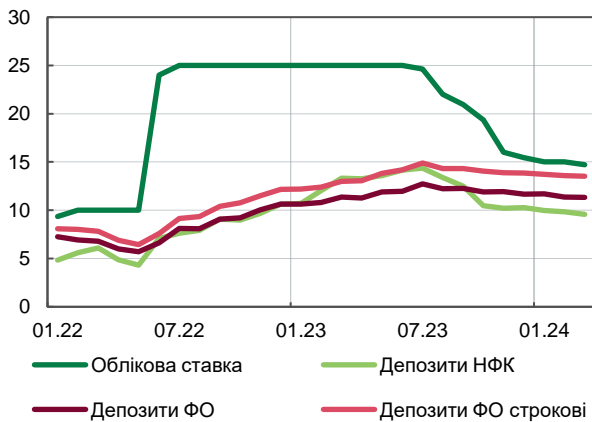
Сприятливі макрофінансові умови створили вікно можливостей для швидшого пом'якшення монетарної політики та подальшої лібералізації валютних обмежень. Це дасть змогу підтримати розвиток кредитування та відновлення економіки без ризиків для цінової та фінансової стабільності

Сповільнення інфляції, збереження стійкої ситуації на валютному ринку та позитивні зрушення в питаннях отримання зовнішньої допомоги сформували передумови для відновлення циклу пом'якшення процентної політики раніше, ніж очікувалося.

Так, у березні НБУ низив облікову ставку на 0.5 в. п. до 14.5%, а також зменшив на 1 в. п. різницю між обліковою ставкою і ставками за своїми операціями – тримісячними депозитними сертифікатами та кредитами рефінансування. Також НБУ надалі модифікував параметри операцій із тримісячними ДС з метою стимулювання банків нарощувати портфелі строкових гривневих депозитів

населення. У **квітні** цикл пом'якшення продовжився: НБУ знизив облікову ставку до 13.5%. Це підтримує розвиток кредитування та відновлення економіки без додаткових ризиків для цінової та фінансової стабільності.

Графік 3.6. Середньозважені процентні ставки за гривневими депозитами та середньомісячна облікова ставка, %



Джерело: НБУ.

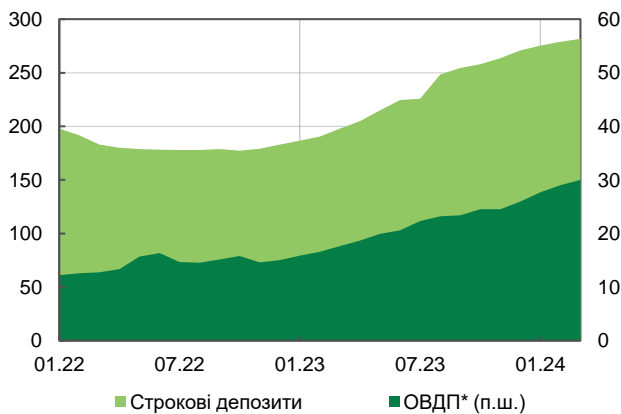
Графік 3.7. Реальні процентні ставки* за гривневими ОВДП та строковими депозитами фізичних осіб, %



* Дефльовані на інфляційні очікування ДГ на наступні 12 місяців.
Джерело: розрахунки НБУ.

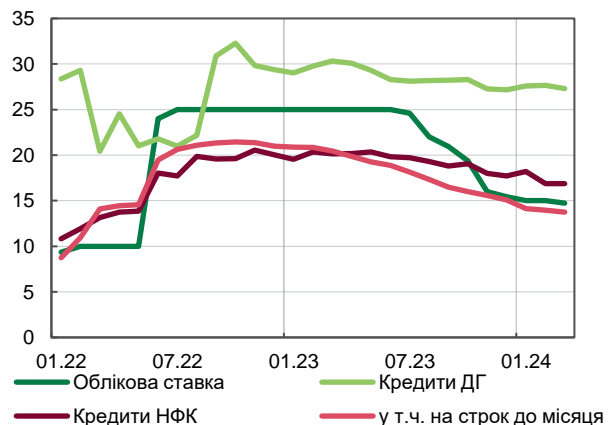
Пом'якшення процентної політики та зміни в операційному дизайні монетарної політики очікувано позначилися на поступовому зниженні номінальної дохідності за гривневими депозитами та ОВДП. Водночас ці інструменти залишалися затребуваними, а попит на них зберігається, ураховуючи загальне поліпшення інфляційних очікувань.

Графік 3.8. Залишки гривневих ОВДП у портфелі ФО та гривневих строкових депозитів ФО, млрд грн



* За номінально-амортизаційною вартістю.
Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

Трансмсія в ринкові ставки найбільше відобразилася у вартості залучення депозитів корпоративного сектору, зниження дохідності яких не створює додаткового тиску на валютний ринок. Так, середньозважена ставка за строковими гривневими депозитами НФК упродовж I кварталу знизилася на 0.7 в. п., тоді як за депозитами фізичних осіб – лише на 0.3 в. п. Крива дохідності гривневих ОВДП також відреагувала на зниження облікової ставки, більш суттєво – уже у квітні, проте це супроводжувалося зміщенням у строковій структурі розміщених паперів у бік довших термінів. У результаті середньозважена дохідність під час первинного розміщення наразі майже не змінилася порівняно з груднем. Утримання реальної дохідності гривневих інструментів у додатній площині зберігає інтерес до них населення. Це підтверджується подальшим приростом строкових депозитів (на 4.4% протягом кварталу) та нарощуванням портфеля ОВДП (на 15.7%). Це обмежує попит на валюту і відповідно зменшує тиск на міжнародні резерви.

Зазвичай в умовах невизначеності висока премія за ризик суттєво стримує зниження кредитних ставок пов'язане з пом'якшенням процентної політики. Проте поліпшення очікувань, у тому числі завдяки зваженій монетарній політиці, сприяло посиленню зв'язку між обліковою ставкою і вартістю кредитування. Середньозважена ставка за гривневими кредитами НФК протягом I кварталу знизилася на 0.8 в. п., а за ультракороткими (до 1 місяця) – на 1.3 в. п. Водночас банки підвищили апетит до ризику та готові розширювати кредитний портфель¹⁵.

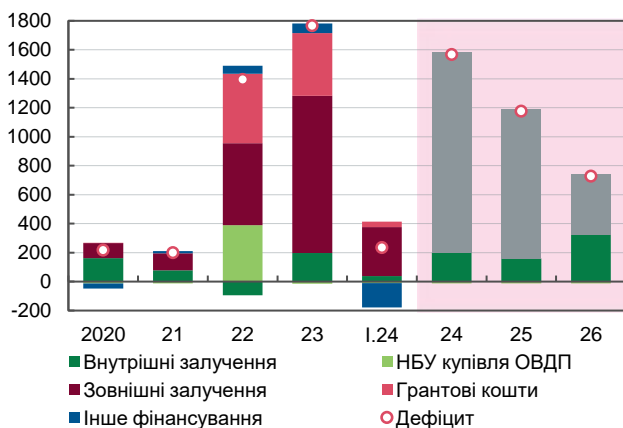
Так, кредитна активність банків поступово відновлюється. Найшвидше зростає кредитування МСБ, а за видами діяльності – кредити підприємствам оптової та роздрібною торгівлі, переробної промисловості, енергетики, а також транспорту та складського господарства. Надалі прищвидшується й зростання споживчих кредитів.

Збереження макрофінансової стабільності та зниження процентних ставок сприятиме розширенню банківського кредитування, що підтримає економічне зростання. Сприятиме цьому й реалізація Стратегії відновлення кредитування, затвердження якої очікується найближчим часом, як і подальші кроки з валютної лібералізації.

Значні бюджетні потреби зумовлюють необхідність підтримувати належний попит на державні папери і надалі

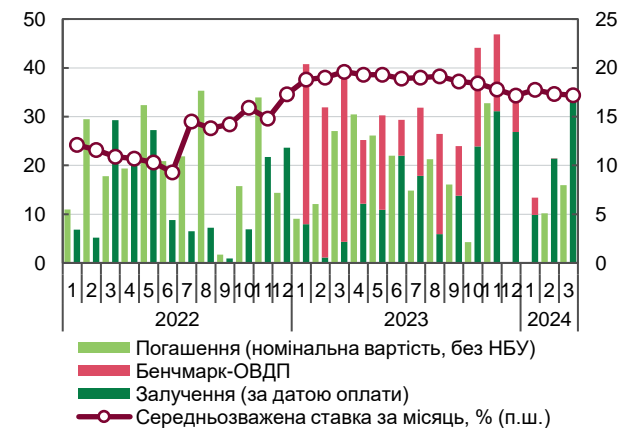
На початку року реалізувався ризик порушення ритмічності надходжень міжнародної допомоги. Водночас у березні отримано рекордні її обсяги – понад 9.0 млрд дол. США. Це дало змогу не лише профінансувати видатки березня, а й сформуванню певний "запас ліквідності" на наступні місяці, як це було наприкінці 2023 року та за рахунок чого значною мірою профінансовано потреби перших місяців 2024 року.

Графік 3.10. Фінансування* дефіциту державного бюджету (без урахування грантів у доходах), млрд грн



* Чисті залучення. Запозичення в грн включають випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу банків, ФГВО та інших державних підприємств. Дефіцит у 2024–2026 роках – прогноз НБУ. Сіра заливка – зовнішні залучення, грантові кошти та інше фінансування. Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.11 Первинне розміщення* та погашення гривневих ОВДП, млрд грн та їх дохідність



* За результатами проведення аукціонів із 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.

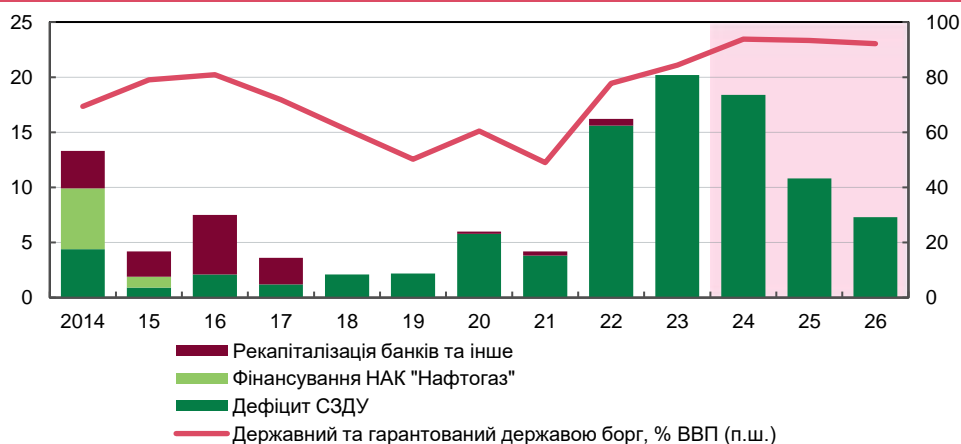
Водночас вагомим джерелом фінансування бюджетних потреб були й залучення на внутрішньому борговому ринку. Приваблива дохідність державних цінних паперів стала визначальним чинником досить значних залучень у національній валюті протягом кварталу (роlover ОВДП у національній валюті становив 187%). Роль внутрішніх залучень зростатиме на прогнозному горизонті. Хоча дефіцит бюджету поступово звужуватиметься разом із нормалізацією економічних процесів, однак залишатиметься значним. Попри очікуване відновлення, власні доходи бюджету ще тривалий час будуть обмеженими, тоді як видатки – високими. Водночас обсяги міжнародної допомоги також поступово скорочуватимуться

¹⁵ За результатами опитування, банки очікують не лише на подальше зростання кредитного портфеля, а і на підвищення його якості. Водночас у квітні – червні 2024 року банки планують пом'якшувати кредитні стандарти на кредити МСП та іпотеку.

(детальніше – у розділі “Припущення та ризики” на стор. 38). Отже, привабливі ринкові ставки підтримуватимуть попит на ОВДП, а активна боргова політика уряду дасть змогу надалі уникати монетарного фінансування бюджетних потреб.

Значний дефіцит бюджету, скорочення частки грантів у загальному обсязі міжнародної фінансової допомоги, а також ефекти від курсової переоцінки, що вже реалізувалися, визначатимуть зростання державного та гарантованого державою боргу. На кінець 2023 року його рівень сягнув понад 84% ВВП, а в середньостроковій перспективі він перевищить 90% ВВП. Проте завдяки борговим операціям з частиною [державного боргу](#), низькій вартості обслуговування та тривалому середньому терміну залучень, отриманих після повномасштабного вторгнення на пільгових умовах, такий рівень боргу не буде обмежуючим чинником для економічного відновлення у найближчі роки.

Графік 3.12. Широкий дефіцит СЗДУ й державний та гарантований державою борг, % ВВП

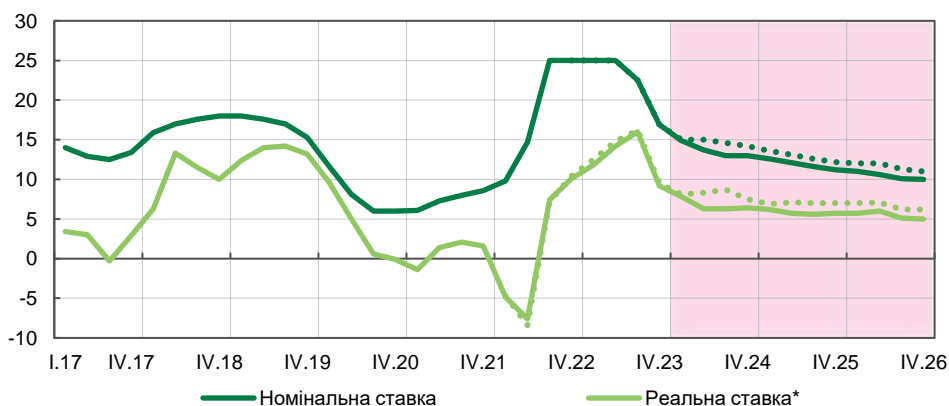


Джерело: МВФ, ДКСУ, МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Подальше пом'якшення процентної політики узгоджуватиметься із підтриманням контрольованої ситуації на валютному ринку та помірної інфляції

Простір для пом'якшення процентної політики є обмеженим, урахувуючи, зокрема, очікуване пришвидшення інфляції в другому півріччі поточного року. Реалізація планів щодо продовження валютної лібералізації буде додатковим чинником, що обмежуватиме величину кроку зі зниження облікової ставки. За таких умов НБУ потрібно діяти виважено, підтримуючи достатню дохідність гривневих активів і не провокуючи додатковий тиск на міжнародні резерви.

Графік 3.13. Облікова ставка в номінальному та реальному вимірах, у середньому за період, %



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

Базовий сценарій прогнозу НБУ передбачає зниження облікової ставки до 13% у поточному році. Таке пом'якшення процентної політики та заплановані кроки з

валютної лібералізації не мають створювати додаткових загроз для макрофінансової стабільності та стійкості валютного ринку.

Водночас НБУ адаптуватиме монетарну політику в разі істотних змін у балансі ризиків. Так, зменшення ризиків для інфляції та курсової стійкості може створити передумови для додаткових кроків зі зниження облікової ставки та пом'якшення валютних обмежень, що підтримають розвиток кредитування та відновлення економіки.

Попри швидше, ніж передбачав попередній макропрогноз, зниження облікової ставки, у реальному вимірі вона лишатиметься додатною. Це узгоджується з необхідністю підтримки контрольованої ситуації на валютному ринку та стримування інфляції від надмірного зростання у 2024 році, повернення її в цільовий діапазон у 2025 році та утримання її близько цілі надалі.

Процентна політика НБУ також і надалі спрямовуватиметься на забезпечення захисту гривневих заощаджень від інфляційного знецінення.

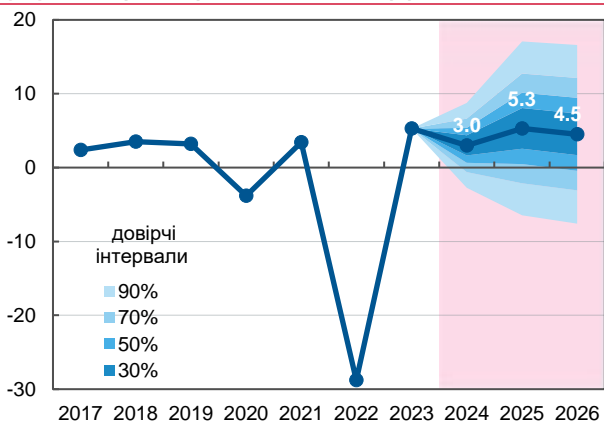
Розділ 4. Припущення та ризики прогнозу

- Основними ризиками цього макропрогнозу є перебіг повномасштабної війни, а також пов'язане з цим зростання потреб бюджету на підвищення обороноздатності країни та відновлення критичної інфраструктури.
- Ризики недостатності обсягів міжнародного фінансування послабилися, насамперед у 2024 році, проте вони зберігаються на наступні роки. Зокрема, значними залишаються ризики ритмічності надходження цієї допомоги.

НБУ припускає зниження безпекових ризиків та нормалізацію умов для функціонування економіки на прогнозованому горизонті

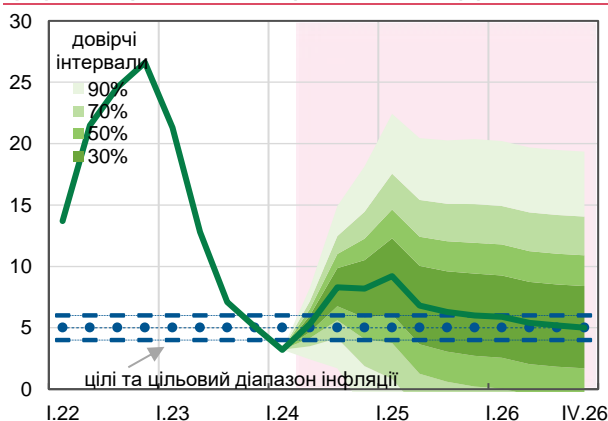
НБУ припускає поступову нормалізацію економічної діяльності, з урахуванням високої адаптивності бізнесу та населення, що була одним з основних чинників відновлення економічного зростання у 2023 році. Зважаючи на високий рівень невизначеності, НБУ розглядає два сценарії розвитку подій. У базовому сценарії нормалізація умов для функціонування економіки відбуватиметься швидше та супроводжуватиметься поліпшенням міграційної ситуації, споживчих та інвестиційних настроїв. Водночас окремим сценарієм розглядається варіант повільнішої нормалізації (детальніше – у розділі "Альтернативний сценарій прогнозу: повільна нормалізація" на стор. 51).

Графік 4.1. Прогноз реального ВВП, %, р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 4.2. Прогноз ІСЦ та інфляційні цілі, %, р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

Прогнози ключових макроекономічних змінних наведено у формі віяючих 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.

НБУ передбачає поступове скорочення дефіциту бюджету, однак зберігаються високі ризики появи додаткових витрат на відновлення інфраструктури та потреби обороноздатності

НБУ зберігає свій прогноз дефіциту бюджету 20.7% ВВП на 2024 рік. Надалі видатки бюджету залишатимуться високими через усе ще значні потреби у підтримці обороноздатності та процесів відбудови економіки. Відновлення внутрішньої ресурсної бази на тлі швидшої нормалізації умов для функціонування економіки та впровадження додаткових фіскальних заходів дадуть змогу звузити дефіцит бюджету у 2025 році до 13.5% ВВП та до 7.5% ВВП у 2026 році.

Водночас в умовах обмеженого потенціалу оптимізації видатків зберігається суттєвий ризик збільшення дефіциту бюджету. Це передусім пов'язано з високою ймовірністю зростання потреб сектору оборони. Крім того, цей ризик може реалізуватися у разі значних пошкоджень критичної інфраструктури. Це потребуватиме знаходження додаткових джерел фінансування дефіциту та водночас стрімкішої фіскальної консолідації в повоєнний час через зростання

державного боргу. За реалізації основних припущень базового сценарію прогнозу та потреби у вищих видатках, пов'язаних з ефектами війни, припускається, що першою реакцією будуть додаткові заходи мобілізації внутрішніх доходів у обсязі до 2.5% ВВП для підтримки беземісійного фінансування оборонних видатків. Крім того, залишається потенціал для збільшення ринкових залучень урядом на внутрішньому борговому ринку в умовах збереження макрофінансової стабільності.

Прогнозом НБУ припускається збереження значної зовнішньої фінансової підтримки, проте зберігаються ризики, пов'язані з достатністю обсягів допомоги та ритмічністю їх надходження, особливо в наступні роки

Припущенням цього макропрогнозу є збереження суттєвої зовнішньої фінансової підтримки з боку міжнародних партнерів. Очікується залучення міжнародного фінансування в розмірі 37.9 млрд дол., 25.1 млрд дол. та 12.6 млрд дол. у 2024–2026 роках відповідно. Хоча ризик зниження фінансування у 2024 році значно послабився, він залишається значним у наступних роках. У разі затримки надходжень зовнішньої допомоги посилюватиметься ризик поновлення емісійного фінансування бюджету з боку НБУ на тлі обмеженої ємності внутрішнього фінансового ринку. Менші обсяги міжнародної допомоги додатково призведуть до скорочення міжнародних резервів, що послаблюватиме зовнішню стійкість держави. За такого сценарію курсові та інфляційні очікування погіршуватимуться, а НБУ проводитиме жорсткішу монетарну політику, ніж у базовому сценарії.

Ураховуючи останні теракти росії проти енергетичної інфраструктури, НБУ закладає в прогноз дефіцит е/е у середньому на рівні близько 5% у 2024–2025 роках, однак ризики нових руйнувань і відповідно вищих дефіцитів зберігаються

Підвищена інтенсивність обстрілів росією об'єктів енергетичної інфраструктури у березні-квітні призвела до значних втрат генеруючих потужностей теплових та гідроелектростанцій, а також енергомереж в окремих регіонах. На тлі зростання споживання е/е, що зумовлюватиметься подальшим відновленням економічної активності, припущення щодо дефіциту е/е¹⁶ у 2024–2025 роках суттєво погіршені. Виникнення значного дефіциту е/е є вірогідним вже в II кварталі 2024 року зі зниженням водопілля та потребою в ремонтах блоків АЕС. Надалі дефіцит е/е може збільшитися зі зростанням споживання влітку та в опалювальний сезон.

Інтеграція енергосистеми України з європейською дає змогу залучати імпорту потужність в обсязі 1.7 ГВт (згідно з дозволом ENTSO-E), що наразі використовується для компенсації тимчасового дефіциту генеруючих потужностей у пікові години споживання, а також для балансування енергосистеми. Однак через значні коливання споживання, у тому числі в сусідніх країнах, потужність імпорту, імовірно, буде меншою за максимальний обсяг. Крім того, можливості покриття імпортом обмежені через дисбаланси в мережах, зокрема низьку пропускну здатність в окремих регіонах через значні пошкодження. У 2024 році імпорт е/е становитиме 0.8 млрд дол, а в 2025 році – 0.6 млрд дол. Водночас очікується поступове відновлення частини енергогенерації та введення в дію нових потужностей, зокрема розширення можливостей сектору ВДЕ та/або встановлення мобільних газових установок, що обмежуватиме дефіцит.

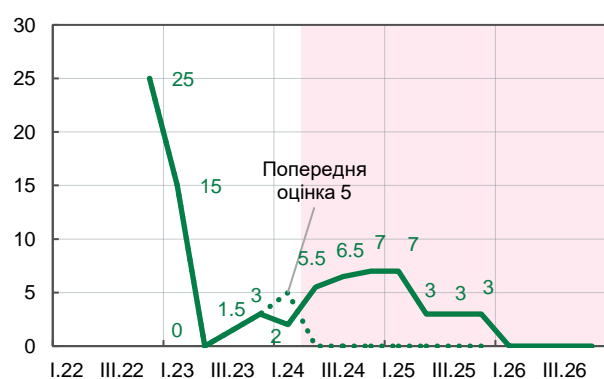
Якщо не буде нових значних руйнувань, за оцінками НБУ, дефіцит е/е навіть з урахуванням імпорту та частковим відновленням/встановленням нових генеруючих потужностей становитиме 5–7% у середньому протягом II–IV кварталів 2024 року. Це означатиме як обмеження споживання для ДГ, так і для промисловості. Через нерівномірність споживання упродовж доби у пікові години дефіцит може сягати 25–30% та бути вищим в енергодефіцитних регіонах. Дефіцит зберігатиметься й у 2025 році (у середньому 7% у I кварталі та по 3% до кінця року).

¹⁶ Тут і далі дефіцит е/е означає нестачу (відключення) електроенергії у кінцевих споживачів як через недостатні обсяги генерації, так і через обмежені спроможності передавальних мереж унаслідок спричинених атаками РФ руйнувань.

Ризик посилення атак рф на енергетичну інфраструктуру залишається високим як для виробничих, так і для розподільчих потужностей. У разі подальших руйнувань темпи зростання ВВП будуть меншими, ніж у базовому сценарії, а зростання цін – вищим через збільшення витрат унаслідок використання дорожчих джерел енергопостачання. Проте рівень готовності бізнесу та населення до потенційних відключень е/е є вищим, ніж у 2022–2023 роках, що обмежуватиме негативний вплив дефіциту е/е на економіку.

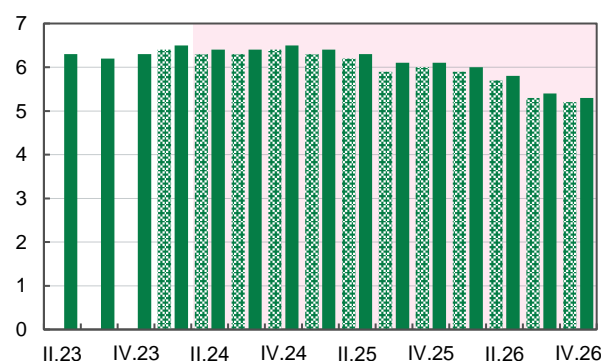
Посилення захисту ППО, прискорені ремонти, пристосування енергетичної системи до викликів війни зумовлять менші обсяги дефіциту, ніж очікується. Розвиток подій в енергетиці також залежатиме від погодних умов, які можуть зумовити як збільшення споживання (значна спека влітку чи морози під час опалювального сезону), так і збільшення генерації е/е, зокрема ВДЕ (водопілля, кількість сонячних днів, сила вітру тощо).

Графік 4.3. Дефіцит е/е, %



Джерело: оцінки НБУ.

Графік 4.4. Кількість мігрантів, що залишаються за кордоном, млн осіб (на кінець кварталу)



Заштриховані стовпчики – припущення в Інфляційному звіті за січень 2024 року.

Джерело: UNHCR, оцінки НБУ.

У 2025–2026 роках очікується повернення мігрантів в Україну, однак доволі повільне через дедалі більшу адаптацію до життя за кордоном. Ризики неповернення значної частини громадян залишаються високими

У 2024 році очікується подальший відплив зовнішніх мігрантів (близько 200 тис. осіб). Це припущення незначно погіршено порівняно з попереднім Інфляційним звітом з урахуванням дещо більшого відпливу в I кварталі 2024 року. З огляду на подальшу нормалізацію умов для функціонування української економіки у 2025 році та поступове скорочення програм підтримки українських мігрантів у країнах-реципієнтах очікується формування чистого повернення мігрантів в Україну орієнтовно в кількості 400 тис. осіб. У 2026 році цей процес поживавиться та становитиме, за припущеннями НБУ, 800 тис. осіб. Значною залишатиметься й кількість внутрішньо переміщених осіб, що відобразатиметься на поглибленні диспропорцій на ринку праці.

Ризики більшого відпливу мігрантів за кордон та тиску на бюджет і систему соціального захисту через внутрішню міграцію залишаються високими. Міграція може посилитися через збільшення інтенсивності бойових дій, обстрілів цивільної інфраструктури та подальших втрат для економіки України. З огляду на адаптацію українців у країнах-реципієнтах в умовах затяжного характеру війни можливе подальше збільшення частки тих, хто відмовлятиметься повертатися чи відтерміновуватиме повернення. Еміграційні процеси можуть посилитися в результаті об'єднання родин за кордоном або через пошук більш високооплачуваної роботи. 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 на затрати бізнесу на зарплати у бік збільшення з відповідним їх перенесенням на ціни.

Проте швидка відбудова житла, інфраструктури та збільшення кількості робочих місць завдяки зростанню економіки України, а також у результаті зміни політики країн-реципієнтів щодо легального статусу українських мігрантів можуть зумовити активніше їх повернення.

Припускається подальше стабільне функціонування нового морського маршруту, проте ризики ускладнення транспортування морем через атаки РФ зберігаються

У прогноз закладається безперебійне функціонування морського шляху, середньомісячні потужності якого становитимуть близько семи млн т. Цього буде достатньо для експорту агропродукції, а також нарощування поставок продукції ГМК на традиційні для України ринки. Подальша стабільна робота морського маршруту значно здешевить транспортування для експортерів та сприятиме збільшенню надходжень валютної виручки. Водночас морський маршрут може використовуватися для ввезення імпорتنих товарів з метою оптимізації витрат та/або в разі недоступності чи певних перешкод для інших видів транспортування.

Проте ризики пошкоджень портів, інфраструктури та суден унаслідок російських атак все ще залишаються значними. У разі їх реалізації ефективність морського шляху суттєво знизиться, що негативно відобразиться на експортних надходженнях та подальшій діяльності агро- та металургійного секторів.

НБУ припускає, що часткове блокування кордонів з окремими країнами ЄС для вантажних перевезень буде усунене до кінця травня 2024 року. Триваліше збереження обмежень чи їх посилення призведе до додаткових економічних втрат

Блокування кордонів із сусідніми країнами має найбільший ефект на обсяги імпорту товарів. Наприкінці квітня було відновлено рух вантажівок на низці пунктів пропуску. НБУ очікує, що ситуація з блокадою на західних кордонах повністю вирішиться до кінця травня, а втрати імпорту в II кварталі 2024 року становитимуть близько 300–400 млн дол. Подальше продовження цих обмежень або їх інтенсифікація спричинить більше скорочення імпорту, проте це частково може бути компенсоване нарощуванням перевезень іншими маршрутами.

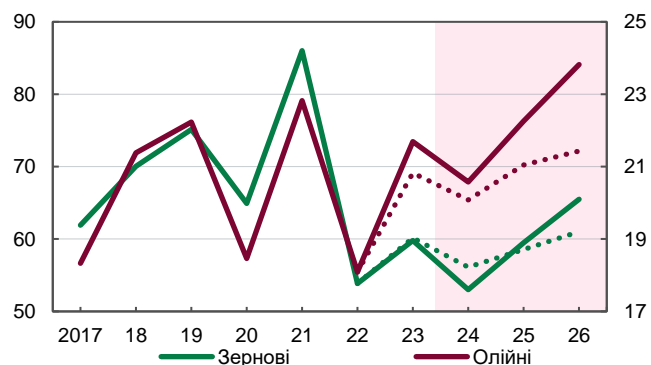
У 2024 році очікується зменшення врожаю зернових через врахування погодних умов, близьких до середніх кліматичних норм, та переорієнтацію на олійні культури. Надалі врожаї поступово збільшуватимуться, хоча погодні умови та зміни клімату можуть посилити волатильність їх обсягів

У 2023 році високі врожаї були забезпечені надсприятливими погодними умовами. Зі значною вірогідністю на прогнозованому горизонті погодні умови будуть близькими до середніх кліматичних норм. Крім того, через зниження рентабельності вирощування зернових аграрії переорієнтовуються на більш прибуткові культури. Зокрема, очікується збільшення посівів під сою та ріпак, тоді як посіви ярих зернових, насамперед кукурудзи, дещо скоротяться. Водночас враховано довгостроковий тренд на збільшення продуктивності у виробництві агропродукції.

Загальні площі посівів на 2024 рік наразі припускаються незмінними. Надалі площі поступово збільшуватимуться завдяки роботам із розмінування. У результаті після тимчасового зменшення врожаю зернових та зернобобових культур у 2024 році до 53 млн т надалі вони знову зростатимуть – до 59.5 млн т у 2025 році та 65.5 млн т у 2026 році. Врожаї олійних зростатимуть – до 20.6 млн т у 2024 році, 22.3 млн т у 2025 році та 23.8 млн т у 2026 році.

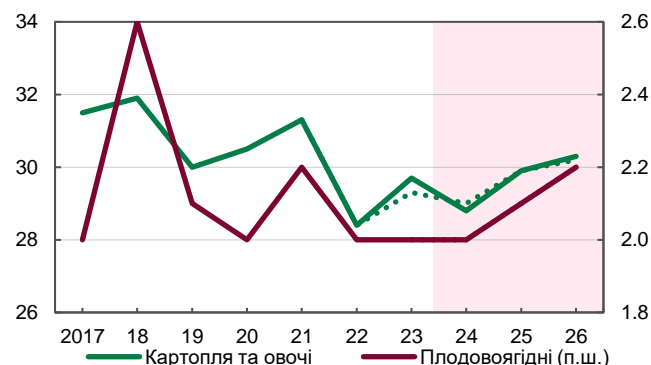
Швидше розмінування додатково сприятиме розширенню оброблюваних площ та збільшенню обсягів врожаїв. Проте цей процес, найімовірніше, буде поступовим через значні фінансові та часові витрати, тому обсяги врожаїв ще довго не досягнуть рекордних показників 2021 року. Також можливі значні відхилення температури та вологості від кліматичних норм, що посилять волатильність обсягів урожаїв із відповідним впливом на продовольчу інфляцію.

Графік 4.5. Урожай зернових та олійних, млн т



Джерело: ДССУ, оцінки НБУ.

Графік 4.6. Урожай фруктів та овочів, млн т



Джерело: ДССУ, оцінки НБУ.

Очікується поступове підвищення акцизів та коригування тарифів ЖКГ, однак терміни та параметри коригування останніх є сферою невизначеності

Очікується поетапне приведення тарифів на послуги ЖКГ до економічно обґрунтованих рівнів протягом кількох років. Водночас з огляду на складну ситуацію в енергетиці дотаційні тарифи на е/е для побутових споживачів можуть зростати швидше. Зокрема, у цей прогноз закладається достатньо швидке та суттєве зростання цін на електроенергію. Це формуватиме додатковий тиск на ціни та потреби в збільшенні субсидій для населення. Тривале відтермінування рішень щодо підвищення тарифів на послуги ЖКГ зумовить нижчу інфляцію, але накопичуватиме квазіфіскальні дисбаланси та погіршуватиме фінансовий стан державних енергокомпаній. Це посилюватиме ризики нестабільності на внутрішньому ринку енергоресурсів, погіршуватиме інвестиційний потенціал галузі, тоді як ціновий тиск лише відкладатиметься на майбутнє.

У прогноз НБУ закладені помірно консервативні оцінки зовнішньої допомоги та інвестицій, натомість масштабні проєкти відбудови України разом із швидкою євроінтеграцією можуть значно прискорити економічне зростання

Інвестиції, необхідні для відновлення зруйнованої української інфраструктури та виробництв, можуть бути залучені за умов мобілізації відповідних ресурсів міжнародними кредиторами та донорами та/ або ухвалення рішення щодо використання на ці цілі знерухомлених російських активів. Такі проєкти не закладено в базовий сценарій прогнозу, оскільки розроблення відповідних планів і мобілізація ресурсів перебувають лише на початковому етапі. Одним із джерел фінансування можуть бути заморожені міжнародні активи агресора.

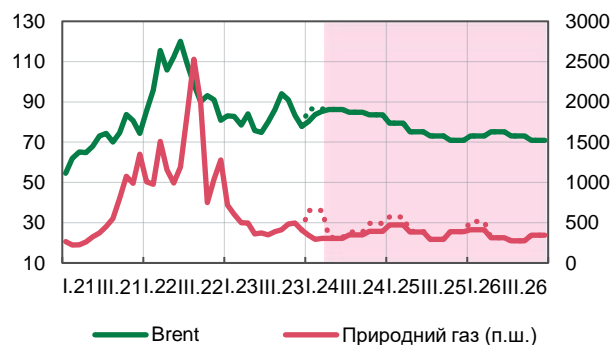
Реалізація такої програми разом із євроінтеграційними реформами суттєво пришвидшать темпи економічного відновлення. Доходи населення теж зростатимуть значно швидше, ніж у базовому сценарії, що зумовлюватиме посилення фундаментального інфляційного тиску. Водночас приплив валюти в країну та зниження премії за ризик створюватимуть ревальваційний тиск на гривню, що обмежуватиме зростання споживчих цін. Це зумовлюватиме можливість підтримки нижчих процентних ставок для розвитку кредитування.

Кон'юнктура на світових товарних ринках для України поволі поліпшуватиметься, але значним ризиком є геополітична невизначеність

У поточному році світові ціни на нафту коливатимуться в межах 80 – 90 дол/бар. Рекордне видобування в США, стійке нарощування виробництва Лівією, Іраном та Анголою на тлі млявого попиту з боку Китаю тиснутимуть у бік зниження цін. Натомість політика обмеження пропозиції ОПЕК+ та очікуване пошвавлення попиту в США та країнах Європи, зокрема завдяки майбутньому пом'якшенню монетарної політики провідних ЦБ, утримуватимуть ціни від зниження. У наступні роки нафта дещо подешевшає завдяки формуванню профіциту пропозиції.

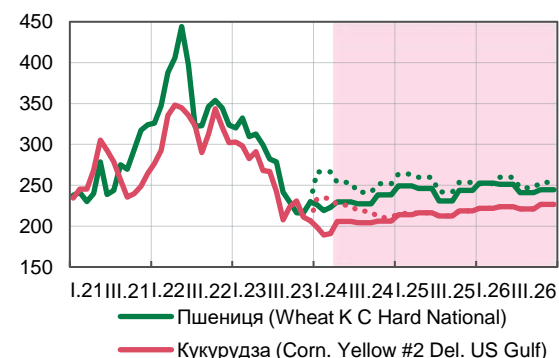
Ціни на природний газ на європейському ринку поволі знижуватимуться завдяки збільшенню виробництва СПГ, насамперед у США та Катарі, постачанню російського дешевого газу до Китаю та Індії, що зменшує конкуренцію за СПГ з боку країн Азії, а також збільшенню виробництва енергії з відновлюваних джерел та збалансованого накопичення запасів. Проте геополітична напруженість залишатиметься ключовим джерелом невизначеності. Загрози судноплавству в Червоному морі призвели до збільшення вартості та подовження термінів доставки постачальниками. У разі ескалації цей чинник може призвести до відновлення цінового тиску на ринках енергоносіїв.

Графік 4.7. Світові ціни на нафту марки Brent (дол./бар.) та природний газ на нідерландському ринку, TTF (дол./тис. м³)



Джерело: Світовий банк, Refinitiv, прогноз НБУ.

Графік 4.8. Світові ціни на пшеницю та кукурудзу, дол./т



Джерело: Світовий банк, МВФ, прогноз НБУ.

Світові ціни на пшеницю та кукурудзу коливатимуться у вузькому діапазоні завдяки збалансуванню попиту та пропозиції. Збільшення очікуваної світової пропозиції пшениці у 2024/2025 МР завдяки поліпшенню погодних умов у основних країнах-експортерах – росії, США, Австралії, Аргентині, Україні, а також суттєві перехідні запаси 2023/2024 МР тиснутимуть у бік зниження цін. Причому росія завдяки рекордним урожаюм третій рік поспіль зберігатиме першу позицію на ринку та додатково чинитиме тиск на ціни дешевим зерном. Лише суттєве зниження врожайності через посуху в країнах Північної Африки (одні з найбільших імпортерів) та погіршення врожаю в країнах ЄС (зокрема у Франції через дощі) стримуватимуть ціни від зниження. Зі свого боку висока врожайність кукурудзи в основних країнах-експортерах (США, Бразилія, Аргентина, Україна) у поточному МР на тлі відносно слабкого попиту зумовить суттєве нарощування перехідних запасів, які тиснутимуть на ціни у 2024/2025 МР у бік зниження. Так, лише у США попри зменшення площ посівів запаси, за очікуваннями USDA, у 2024/2025 МР досягнуть 37-річного максимуму. Нижчі ціни стимулюватимуть зростання споживання, зокрема виробників етанолу в умовах посилення кліматичних вимог у окремих країнах. У результаті у 2026 році ціни на цю культуру дещо зростуть.

Світові ціни на сталь та залізну руду знижуватимуться: поживлення економічної діяльності в усіх регіонах світу спонукатиме до пришвидшеного нарощування пропозиції в умовах підвищеної конкуренції, що з надлишком задовольнятиме попит. Натомість активізація політики контролю за викидами, зокрема в ЄС, США та Китаї, змушуватиме металургійні компанії збільшувати інвестиції в удосконалення технологічного процесу та використовувати для виплавки сталі лише високоякісну сировину. Це стримуватиме ціни від глибокого зниження.

Світові фінансові умови, незважаючи на часткове пом'якшення, залишатимуться жорсткими з огляду на стійкість інфляції

Березень, квітень 2024 року характеризувалися високою волатильністю на світових фінансових ринках через невизначеність щодо початку зниження процентних ставок провідними ЦБ. На тлі вищої за очікування інфляції та ліпшим показникам ринку праці США, збільшується ймовірність тривалішого утримання ставок ФРС. Ринкові очікування щодо початку зниження ставки змістилися з червня на вересень 2024 року. Також зменшилися очікування щодо прогнозованого масштабу пом'якшення у 2024 році – до 45 б. п. порівняно з близько 160 б. п. у січні.

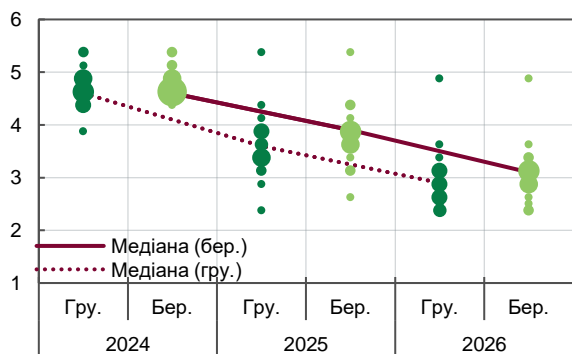
Попри сигнали представників ЄЦБ щодо ймовірного першого зниження ставки в червні, ринки очікують такий крок лише в липні. Ураховуючи вичікувальну позицію ФРС, ЄЦБ вірогідно вагатиметься першим зробити крок зі зниження ставки через ризики впливу капіталу з ринків Європи на ринок США. Загалом ринки оцінюють зниження ставок у 2024 році не більше, ніж на 100 б. п. Ризики зміщені в бік більш раннього початку зниження для ЄЦБ, більш пізнього – для ФРС. На кінець 2025 року фінансові ринки очікують ставку ФРС у діапазоні 3.75 – 4%.

Відповідно до Bloomberg World Interest Rate Probability очікується, що процес зниження ставок провідними ЦБ займе більше часу, ніж передбачалося. Свідченням цього є [рівень процентних ставок](#) у розвинених країнах, що перевищує десятирічну норму більш, ніж на п'ять стандартних відхилень.

НБУ залишає незмінними свої припущення щодо зміни ставок, очікуючи зниження ставок ФРС та ЄЦБ загалом у 2024 році на 75 б. п. кожної з подальшим пом'якшенням у 2025 році.

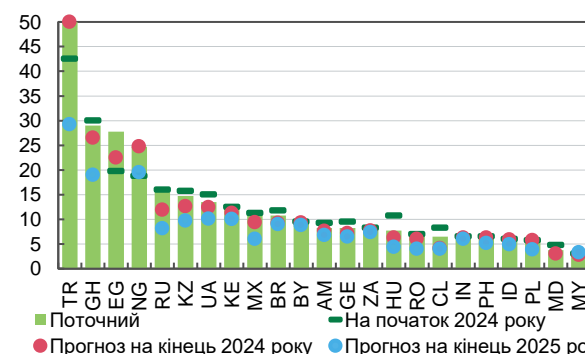
Попри закладене зниження ставок ФРС та ЄЦБ, очікувані реальна ставка, інфляція і премія за строковість надалі свідчать про потенційно вищий рівень довгострокових дохідностей у розвинених країнах порівняно з їх історичною ретроспективою. У результаті світові фінансові умови залишатимуться жорсткими в реальному вираженні щонайменше до середини 2025 року. На відміну від розвинених країн ЦБ країн ЕМ розпочали підвищення ставок набагато раніше та плавніше (наприклад, Бразилія восени 2021 року). Це забезпечило набагато нижчий пік інфляції порівняно з історичними рівнями, ніж у розвинених країнах, і дало змогу раніше розпочати активне пом'якшення своєї політики (у середині 2023 року, включно з Україною). З огляду на відносну стійкість інфляційного тиску, а також вже проведену роботу, очікується помірніше зниження процентних ставок ЦБ країн ЕМ у поточному році з певною вичікувальною позицією в наступному.

Графік 4.9. Кількість учасників FOMC, які очікують відповідну ставку на кінець року за результатами засідань



* Розмір кола визначається кількістю учасників, що підтримують відповідний рівень ставки.
Джерело: ФРС.

Графік 4.10. Ключові процентні ставки в окремих країнах ЕМ, %



Джерело: офіційні сторінки центральних банків, Focus Economics, Oxford Economics, станом на 30.04.2024.

Баланс ризиків базового прогнозу зміщений у бік погіршення темпів економічного зростання України та посилення цінового тиску

Таблиця 4.1.1. Ймовірність настання основних ризиків

		Низька <15%	Середня 15–25%	Висока 25–50%
Ступінь впливу на базовий сценарій	Слабкий		Загострення ситуації в Червоному морі	
	Помірний		Посилена еміграція Інтенсивніше та триваліше блокування кордонів з окремими країнами ЄС для вантажних перевезень	
	Сильний		Швидка реалізація масштабного плану відбудови України Нижчі обсяги чи неритмічні надходження міжнародної допомоги	Триваліший термін війни, ескалація, екотероризм окупантів Більші бюджетні потреби Більші пошкодження енергетичної та портової інфраструктури

Джерело: оцінки НБУ.

Макроекономічний прогноз (квітень 2024 року)

Показники	2023					2024						2025					2026							
	2019	2020	2021	2022	факт/оцінка	прогноз 01.2024	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 01.2024	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 01.2024	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 01.2024
РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше																								
Номінальний ВВП, млрд грн	3977	4222	5451	5239	6538	6510	1571	1713	2033	2273	7590	7580	1776	1957	2335	2637	8705	8710	2026	2200	2586	2874	9685	9690
Реальний ВВП	3.2	-3.8	3.4	-28.8	5.3	5.7	3.1	3.7	1.3	4.1	3.0	3.6	2.4	4.2	5.9	7.7	5.3	5.8	6.6	5.4	4.1	2.8	4.5	4.5
Дефлятор ВВП	8.2	10.3	24.8	34.9	18.5	17.5	11.8	12.8	13.0	13.0	12.7	12.4	10.4	9.7	8.5	7.7	8.9	8.6	7.0	6.7	6.4	6.0	6.5	6.5
ІСЦ (середнє за період)	7.9	2.7	9.4	20.2	12.9	12.8	-	-	-	-	6.2	7.0	-	-	-	-	7.3	6.8	-	-	-	-	5.5	5.4
ІСЦ (на кінець періоду)	4.1	5.0	10.0	26.6	5.1	5.1	3.2	5.4	8.4	8.2	8.2	8.6	9.2	6.7	6.3	6.0	6.0	5.8	5.9	5.4	5.2	5.0	5.0	5.0
Базова інфляція	3.9	4.5	7.9	22.6	4.9	4.9	4.2	5.0	6.2	6.7	6.7	6.4	6.3	5.2	4.1	3.6	3.6	3.1	3.6	3.4	3.1	3.0	3.0	2.9
Небазова інфляція	4.8	5.9	13.5	30.6	5.7	5.7	2.4	5.9	11.3	10.1	10.1	11.3	12.8	8.9	9.0	8.9	8.9	9.0	8.7	7.6	7.6	7.4	7.4	7.2
Сирі продтовари	3.9	4.1	11.8	41.6	2.2	2.2	-4.9	-2.6	8.5	4.9	4.9	8.0	9.1	4.3	3.7	3.2	3.2	3.0	3.3	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0
Адміністративно регульовані ціни	8.6	9.9	13.6	15.3	10.7	10.7	9.9	12.8	14.1	14.7	14.7	14.7	15.9	12.7	14.6	15.5	15.5	17.5	14.9	12.5	12.4	12.1	12.1	12.5
Номінальна заробітна плата, (у середньому за період)	18.4	10.4	20.9	6.0	17.4	17.1	20.9	16.2	11.3	11.7	14.8	16.2	15.0	15.3	15.4	11.2	14.2	12.0	9.4	9.1	8.3	7.9	8.6	8.2
Реальна заробітна плата (у середньому за період)	9.8	7.4	10.5	-11.4	3.7	3.5	16.3	10.9	3.4	3.1	8.1	8.7	5.6	7.3	8.3	4.9	6.5	4.9	3.4	3.3	2.8	2.6	3.0	2.7
Рівень безробіття, % (МОП, у середньому за період)	8.2	9.5	9.8	21.1	18.2	19.0	-	-	-	-	14.2	16.2	-	-	-	-	11.9	13.9	-	-	-	-	10.6	12.2
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР																								
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	-87	-224	-187	-845	-1328	-1328	-	-	-	-	-1395	-1108	-	-	-	-	-941	-1022	-	-	-	-	-703	-726
% ВВП	-2.2	-5.3	-3.4	-16.1	-20.3	-20.4	-	-	-	-	-18.4	-14.6	-	-	-	-	-10.8	-11.7	-	-	-	-	-7.3	-7.5
без урахування грантів у доходах, % ВВП	-2.2	-5.3	-3.4	-25.3	-26.9	-27.1	-	-	-	-	-20.7	-20.7	-	-	-	-	-13.5	-13.5	-	-	-	-	-7.5	-7.5
ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою представлення)																								
Поточний рахунок, млрд дол.	-4.1	5.3	-3.9	8.0	-9.2	-9.7	-2.2	-6.5	-5.7	-5.8	-20.2	-16.9	-5.4	-4.6	-3.5	-4.7	-18.2	-19.8	-6.1	-6.8	-5.0	-5.2	-23.1	-23.8
Експорт товарів та послуг, млрд дол.	63.6	60.7	81.5	57.5	51.1	50.9	14.1	13.4	14.2	15.4	57.1	53.3	13.7	13.6	16.0	17.4	60.8	59.4	15.0	14.8	17.1	18.6	65.6	64.3
Імпорт товарів та послуг, млрд дол.	76.1	63.1	84.2	83.3	88.5	88.6	21.1	21.8	23.0	24.4	90.3	90.9	22.6	22.2	23.3	24.2	92.3	90.4	22.7	23.1	24.4	25.0	95.3	94.8
Приватні грошові перекази в Україну, млрд дол.	11.9	12.0	14.0	12.5	11.4	11.6	2.6	2.8	2.9	3.0	11.3	12.5	3.0	3.1	3.2	3.4	12.7	13.6	3.2	3.3	3.5	3.7	13.7	14.8
Фінансовий рахунок, млрд дол.	-10.1	3.3	-4.4	11.1	-18.5	-19.1	-5.3	-2.3	-5.9	-6.3	-19.8	-13.7	-3.8	-5.9	-5.2	-4.6	-19.6	-22.1	-3.7	-4.3	-4.7	-4.8	-17.6	-18.0
Зведений баланс, млрд дол.	6.0	2.0	0.5	-2.9	9.5	9.5	3.2	-4.2	0.2	0.5	-0.3	-3.2	-1.6	1.4	1.8	-0.2	1.4	2.3	-2.5	-2.4	-0.3	-0.3	-5.6	-5.8
Валові резерви, млрд дол.	25.3	29.1	30.9	28.5	40.5	40.5	43.8	41.6	42.1	43.4	43.4	40.4	41.5	42.9	44.2	44.3	44.3	42.1	42.0	39.7	39.6	39.3	39.3	36.9
Місяців імпорту майбутнього періоду	4.8	4.2	4.5	3.9	5.4	5.3	5.7	5.4	5.5	5.6	5.6	5.4	5.4	5.5	5.6	5.6	5.6	5.3	5.5	5.4	5.4	5.8	5.8	5.5
МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)																								
Грошова база, %	9.6	24.8	11.2	19.6	23.3	23.3	3.1	6.8	8.8	14.4	14.4	11.6	2.4	5.8	8.1	13.0	13.0	10.1	-0.5	2.5	3.5	8.4	8.4	9.0
Грошова маса, %	12.6	28.6	12.0	20.8	23.0	23.0	1.7	6.6	7.9	14.1	14.1	10.2	2.0	4.4	6.0	12.5	12.5	8.3	0.6	1.8	3.8	7.6	7.6	5.5
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	2.8	2.3	2.6	2.1	2.1	2.1	-	-	-	-	2.2	2.2	-	-	-	-	2.2	2.4	-	-	-	-	2.3	2.5

Коментар щодо динаміки основних показників макропрогнозу та чинників їх перегляду

Показники	2024	2025	2026	Причини перегляду
Інфляція, %, на кінець періоду	8.2 -0.4	6.0 0.2	5.0	Значна пропозиція продуктів харчування у 2024 році, поліпшення очікувань в умовах контрольованої ситуації на валютному ринку та послаблення зовнішнього інфляційного тиску, збільшення проінфляційних ефектів від диспропорцій на ринку праці у 2025 році
Реальний ВВП, %	3.0 -0.6	5.3 -0.5	4.5	Вищий дефіцит в енергосистемі внаслідок атак на енергетичний сектор
Номінальний ВВП, млрд грн	7590 10	8705 -5	9685 -5	Для 2024 року - вища база 2023 року, далі - менші темпи реального зростання економіки
Сальдо зведеного бюджету (без урахування грантів у доходах), % ВВП	-20.7	-13.5	-7.5	Оцінка обсягів бюджетних потреб у базовому сценарії залишилася незмінною
Сальдо поточного рахунку, млрд дол.	-20.2 -3.3	-18.2 1.6	-23.1 0.7	Перерозподіл фінансування на користь кредитів у 2024 році та на користь грантової допомоги у 2025-2026 роках
Міжнародні резерви, млрд дол.	43.4 3	44.3 2.2	39.3 2.4	Збільшення обсягів фінансування та кращий баланс торгівлі у 2024 році
Облікова ставка, %, у середньому за період	13.6 -1.1	11.9 -1.0	10.4 -1.2	Нижчий інфляційний тиск, ніж очікувалося раніше, та кращі інфляційні очікування

Показник переглянутий у бік зменшення (в.п.)

Показник переглянутий у бік збільшення (в.п.)

Припущення прогнозу

Показники		2021*	2022*	2023*	2024	2025	2026
Офіційне фінансування	млрд дол.		32.2	42.9	37.9	25.1	12.6
Міграція (чиста)	млн осіб			-0.2	-0.2	0.4	0.8
Реальний ВВП країн - ОТП України (UAwGDP)	% р/р	6.9	3.5	1.4	2.3	2.8	2.7
Споживча інфляція в країнах - ОТП України (UAwCPI)	% р/р	6.4	13.8	7.6	5.5	3.9	2.7
Світові ціни:**							
Сталь, Steel Billet Exp FOB Ukraine	дол./т	615.0	618.1	539.7	527.3	508.1	494.3
	% р/р	57.9	0.5	-12.7	-2.3	-3.6	-2.7
Залізна руда, China import Iron Ore Fines 62% FE	дол./т	161.7	121.4	120.6	109.5	87.6	76.2
	% р/р	48.5	-24.9	-0.7	-9.2	-20.0	-13.0
Пшениця, No.1 Hard Red Winter, ordinary protein, Kansas City	дол./т	265.8	360.2	272.3	229.1	242.5	247.3
	% р/р	43.3	35.5	-24.4	-15.9	5.8	2.0
Кукурудза, Yellow #2 Delivery USA Gulf	дол./т	259.4	318.4	252.7	202.2	215.3	223.3
	% р/р	56.8	22.7	-20.6	-20.0	6.5	3.7
Нафта, Brent	дол./бар.	70.4	99.8	82.6	84.4	74.7	73.1
	% р/р	66.5	41.8	-17.2	2.2	-11.5	-2.1
Газ, Netherlands TTF	дол./тис. м ³	574.8	1355.9	465.6	340.8	384.7	336.5
	% р/р	399.9	135.9	-65.7	-26.8	12.9	-12.5
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	59.8	53.0	59.5	65.5
Мінімальна зарплата**	грн	6042	6550	6700	7775	8370	8950

* Фактичні дані

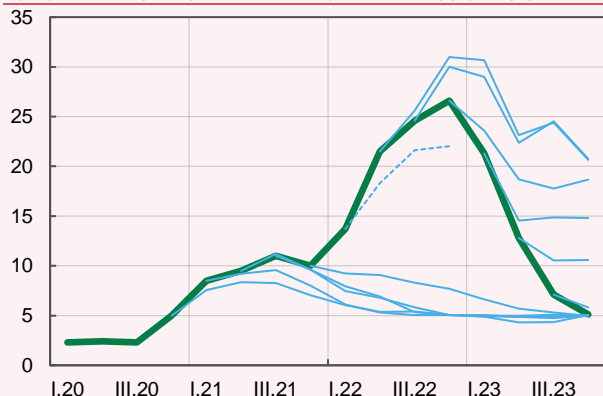
** У середньому за рік.

Вставка 4. Точність макроекономічних прогнозів

Макроекономічні прогнози є важливою складовою в прийнятті монетарних рішень, від їх точності залежить результативність монетарної політики НБУ. Якісно розроблений прогноз та його комунікація має значний вплив на очікування учасників ринку та ступінь їх довіри до ЦБ. Навіть в умовах повномасштабної війни щорічна оцінка та аналіз якості прогнозів є необхідним елементом процесу ухвалення рішень у НБУ, оскільки дає змогу не лише виявити слабкі місця застосованих методів та інструментів, а й окреслити напрями їх подальшого вдосконалення. НБУ порівнює точність власних прогнозів за чотирма показниками – ІСЦ, ВВП, сальдо поточного рахунку та ключова ставка НБУ – на різних часових проміжках з прогнозами інших організацій. Упродовж 2023 року прогнози НБУ загалом традиційно залишалися консервативнішими, ніж прогнози інших учасників ринку, оскільки втрати від помилок у проведенні монетарної політики є асиметричними. З іншого боку, за влучністю прогнозів НБУ займає середню позицію поміж інших оцінюваних організацій.

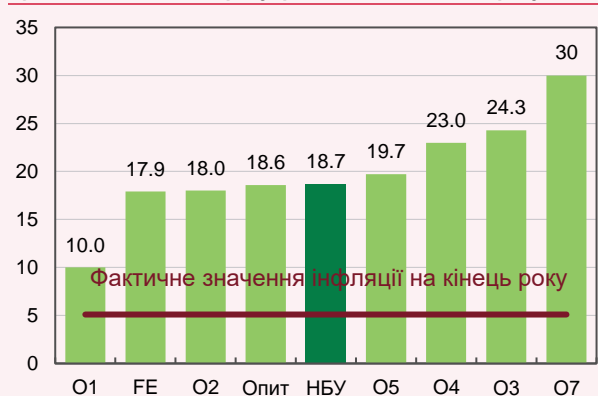
Прогноз інфляції на 2023 рік поступово переглядався в бік зниження як НБУ (див. графік 1), так й іншими організаціями. Це зумовлювалося значною невизначеністю під час розроблення прогнозів, зокрема зміною припущень щодо безпекових ризиків, обсягів міжнародної допомоги, а також швидкості адаптації населення та бізнесу до умов війни. У січні 2023 року НБУ прогнозував, що на кінець року інфляція сягне 18.7%. Січневі прогнози більшості організацій були близькими до прогнозу НБУ (див. графік 2). Водночас фактичне значення зростання ІСЦ (5.1%) виявилось значно нижчим, ніж очікували як НБУ, так і всі інші прогнозисти.

Графік 1. Історія прогнозів: ІСЦ (2020–2023 рр.), % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2. Порівняння прогнозів інфляції на 2023 рік, що були зроблені в січні 2023 року, річна зміна на кінець року, %¹⁷



Джерело: розрахунки НБУ.

Фактична споживча інфляція у 2023 році виявилася нижчою, ніж прогнозні значення НБУ, зроблені у 2023 році, насамперед через надзвичайно сприятливі погодні умови. Це зумовило нарощування пропозиції овочів, деяких фруктів та загалом урожаю зернових значно вище показників попереднього року. Логістичні та торговельні обмеження для експорту утримували внутрішні ціни на продовольство в Україні істотно нижче світових рівнів. Поліпшення інфляційних очікувань в умовах зниження фактичної інфляції та стійкої ситуації на валютному ринку також сприяли суттєвішому сповільненню інфляції впродовж року.

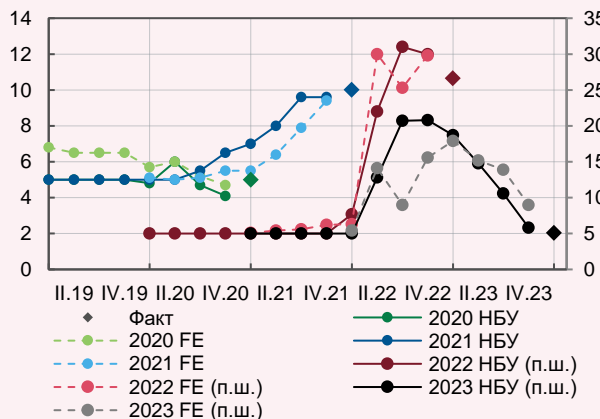
Офіційні прогнози НБУ щодо інфляції у 2023 році, розроблені після повномасштабного вторгнення росії¹⁸, здебільшого були більш консервативними порівняно з консенсусними (Focus Economics). Проте починаючи з квітня 2023 року НБУ був оптимістичнішим за консенсусні оцінки відносно темпів сповільнення

¹⁷ Тут і далі назви організацій, крім МВФ, знеособлені та замінені на O1–O8 (Міністерство економіки України, Сенс Банк, ICU, Dragon Capital, Райффайзен Банк, J.P. Morgan, ОТП Банк, Goldman Sachs), також представлені консенсусні прогнози [Focus Economics (FE), Consensus Economics (CE)] та опитування НБУ фінансових аналітиків (Опит.). Порядок організацій не відповідає послідовності розміщення організацій, зазначених на графіках.

¹⁸ Із розрахунків рейтингів прогнозів виключено квітневий прогноз НБУ 2022 року з огляду на те, що він був розроблений для внутрішнього користування і офіційно не публікувався. Проте його показники наведено на окремих графіках.

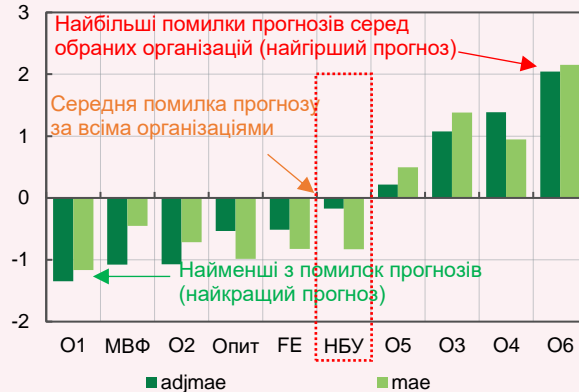
інфляції. Точність прогнозів інфляції НБУ та інших організацій протягом 2023 року залишалася зівставною з іншими періодами попри високу невизначеність, у яких вони формувалися¹⁹. Загалом влучність прогнозів інфляції НБУ на 2016–2023 роки є вищою за середню (див. графік 4). Серед нескоригованих помилок прогнозів зростання ІСЦ прогнози НБУ були одними з найкращих. Загалом порівняно з 2022 роком позиція НБУ в рейтингу прогнозистів не змінилася.

Графік 3. Історія прогнозів: ІСЦ (на 2020–2023 роки), річна зміна на кінець року, %



Прогнози та факт на 2022–2023 роки – права шкала.
Джерело: розрахунки НБУ.

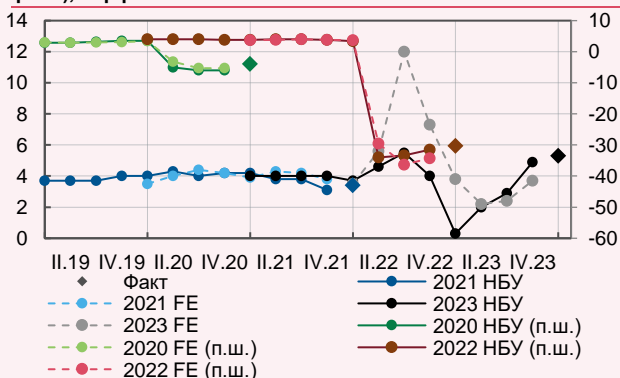
Графік 4. Рейтинг прогнозів: ІСЦ (2016–2023 роки), річна зміна на кінець року, %²⁰



Джерело: розрахунки НБУ.

Офіційні прогнози НБУ щодо зміни реального ВВП у 2023 році, розроблені після повномасштабного вторгнення росії, здебільшого були більш консервативними порівняно з консенсусними. Криза 2020 року та повномасштабна війна у 2022–2023 роках зумовили розширення діапазону розкиду прогнозів ВВП і відповідно – їх помилок. Короткострокове прогнозування ВВП традиційними методами та моделями було ускладнене не лише високою невизначеністю під час війни, але й недостатністю значної кількості офіційних статистичних даних.

Графік 5. Історія прогнозів: реальний ВВП (на 2020–2023 роки), % р/р



Прогнози та факт на 2020 і 2022 роки – права шкала.
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 6. Рейтинг прогнозів: реальний ВВП (2016–2023 роки), % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

Водночас використання альтернативних підходів та наявних високочастотних даних, підкріплених експертизою НБУ, дали змогу отримати досить високу точність короткострокових прогнозів економічної активності в умовах безпрецедентної невизначеності. Зокрема, точність прогнозу НБУ щодо зміни реального ВВП

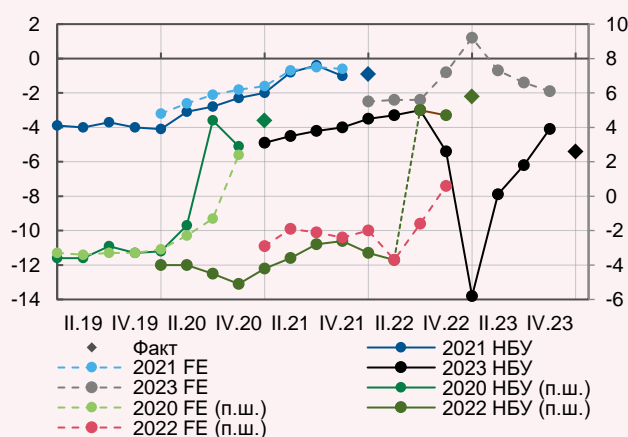
¹⁹ Для уникнення значних викривлень результатів порівняння прогнозів НБУ з прогнозами інших провідних організацій, консенсусними прогнозами (FE), (CE) та опитуваннями фінансових аналітиків (Опит.) з аналізу було вилучено прогнози на 2022 рік, опубліковані до початку повномасштабного вторгнення росії.

²⁰ Рейтинг розроблявся на підставі середніх абсолютних помилок прогнозу (MAE) та їх значень, скоригованих на тривалість періоду прогнозування (adjust MAE). Що більшим є період прогнозування, то меншим є ваговий коефіцієнт, отже, більша вага надається короткостроковому прогнозу (див. детальніше в Інфляційному звіті за квітень 2020 року). Нульові значення на графіках означають, що помилки прогнозу конкретної організації відповідають середнім помилкам прогнозу всіх організацій, додатні значення – середні помилки прогнозу конкретної організації є більшими за середній рівень помилок усіх прогнозів, від'ємні – нижчими.

залишилася середньою з-поміж прогнозів усіх охоплених організацій як за скоригованими, так і не скоригованими помилками.

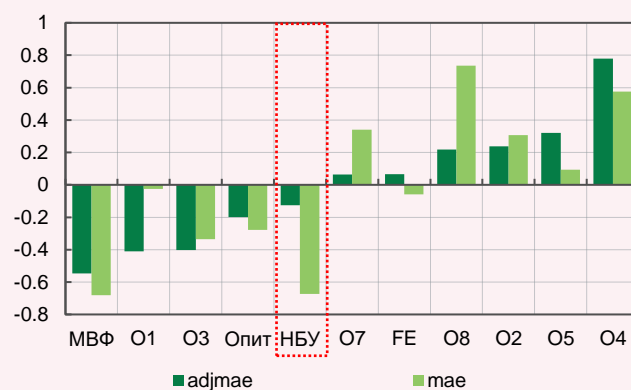
У 2023 році консенсусний прогноз поточного рахунку платіжного балансу України був оптимістичнішим порівняно з прогнозом НБУ. Фактичне ж значення дефіциту поточного рахунку виявилось близьким до прогнозів НБУ, опублікованих у квітні – жовтні 2023 року. Точність прогнозів НБУ щодо сальдо поточного рахунку на 2016–2023 роки є близькою до консенсусних прогнозів та середньою з-поміж інших організацій (див. графік 8). Помилки прогнозів НБУ без урахування часового ефекту є одними з найменших. Порівняно з попереднім роком у 2023 році рейтинг НБУ за якістю прогнозу сальдо поточного рахунку не змінився.

Графік 7. Історія прогнозів: сальдо поточного рахунку (на 2020–2023 роки), % ВВП



Прогнози та факт на 2020 і 2022 роки – права шкала.
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 8. Рейтинг прогнозів: сальдо поточного рахунку (2016–2023 роки), % ВВП

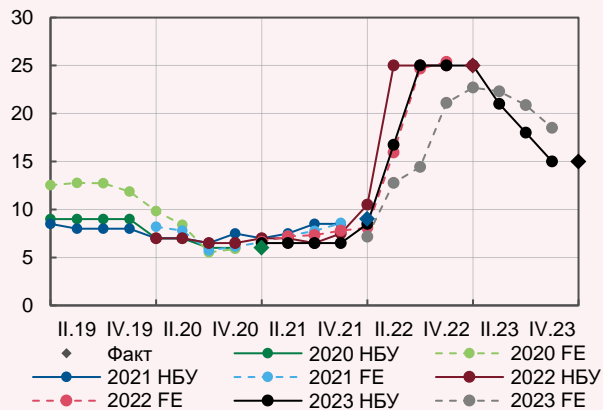


Джерело: розрахунки НБУ.

Краща, ніж прогнозувалося на початку 2023 року, ситуація в енергетиці, вищі врожаї та швидша адаптація бізнесу та населення до воєнних умов сприяли перегляду прогнозів НБУ щодо облікової ставки у бік зниження та переходу до м'якішої монетарної політики. Слідом за НБУ свої очікування щодо ставки поліпшували й інші організації, що свідчить про довіру до ЦБ. Точність прогнозів НБУ щодо ключової ставки є традиційно вищою, ніж в інших учасників ринку. За скоригованими помилками точність прогнозів НБУ щодо ключової ставки у 2016–2023 роках була другою, а за нескоригованими – найкращою з усіх прогнозистів. У 2023 році НБУ зберіг свою позицію в рейтингу точності прогнозів облікової ставки.

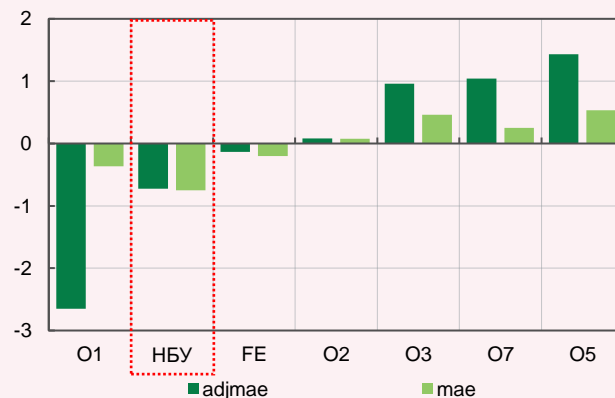
У результаті точність прогнозів НБУ щодо основних макроекономічних показників у 2023 році залишилася порівняною з консенсусними прогнозами та середньою серед оцінюваних організацій-прогнозистів.

Графік 9. Історія прогнозів: ключова ставка (2020–2023 рр.), на кінець року, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 10. Рейтинг прогнозів: ключова ставка на кінець року (2016–2023 рр.), %



Джерело: розрахунки НБУ.

Розділ 5. Альтернативний сценарій прогнозу: повільна нормалізація

- Альтернативний сценарій прогнозу виходить з припущення вищих безпекових ризиків і відповідно повільнішого повернення економіки до нормальних умов функціонування на прогнозному горизонті.
- За цим сценарієм економіка України у 2025 році відновлюватиметься повільніше порівняно з базовим сценарієм. Однак траєкторія інфляції відрізнятиметься несуттєво.
- Забезпечення макрофінансової стабільності потребуватиме дещо більших обсягів міжнародної допомоги та водночас значно вищих витрат резервів НБУ для підтримання контрольованої ситуації на валютному ринку та помірної інфляції.

Відновлення економіки в альтернативному сценарії буде більш кволим, причому навіть в умовах суттєвіших дефіцитів бюджету

Альтернативний сценарій прогнозу передбачає, що у 2024–2025 роках триватиме повільне зростання ВВП України (близько 3% щороку), що пришвидшиться лише у 2026 році (до 5.6%). Посилення диспропорцій на ринку праці на тлі гіршої, ніж у базовому сценарії, ситуації з міграцією стримуватиме споживчу та ділову активність, збільшуватиме тиск на витрати бізнесу з оплати праці. Відновлення промислового виробництва від завданих пошкоджень та втрат за цим сценарієм відбуватиметься повільніше, як і відновлення посівних площ. Негативний вплив на економічну активність також матиме енергодефіцит, який, проте, припускається незмінним порівняно з базовим сценарієм (близько 5% у 2024–2025 роках).

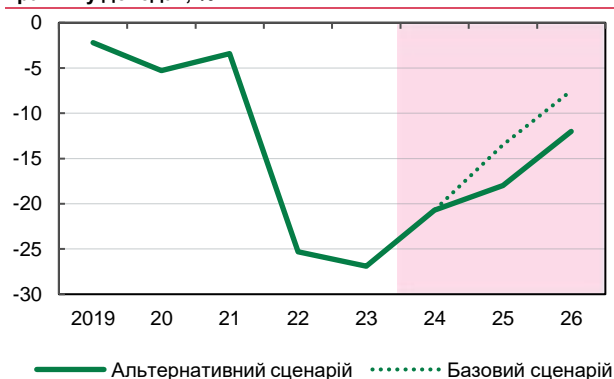
Основним чинником підтримки економіки буде триваліше збереження м'якшої, ніж у базовому сценарії, фінансової політики. Дефіцит бюджету без урахування грантів у доходах становитиме 18% ВВП у 2025 році та 12% ВВП – у 2026 році. Уряд зберігатиме значні обсяги видатків для відновлення інфраструктури, підтримки населення, а також на потреби оборони та безпеки. Частково їхній вплив на дефіцит бюджету компенсуватиметься додатковими заходами з мобілізації бюджетних доходів на рівні 3.5% ВВП. Більші бюджетні дефіцити у 2025–2026 роках фінансуватимуться як додатковими внутрішніми залученнями, так і зовнішніми. Зокрема, альтернативний сценарій передбачає міжнародну допомогу на рівні 28.7 млрд дол. у 2025 році та 18.5 млрд дол. у 2026 році. У результаті це дасть змогу не вдаватися до монетарного фінансування бюджету.

Графік 5.1. Реальний ВВП, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 5.2. Сальдо зведеного бюджету без урахування грантів у доходах, % ВВП



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Відновленню сприятиме й подальша адаптація економіки до безпекових ризиків та зростання реальних доходів населення, хоча й повільніше, ніж за базовим сценарієм, а також поживлення зовнішнього попиту. Поступове налагодження оптимальних логістичних шляхів сприятиме поліпшенню фінансового стану

підприємств, а нарощування с/г виробництва та відновлення енергосистеми сприятимуть пришвидшенню зростання ВВП у 2026 році.

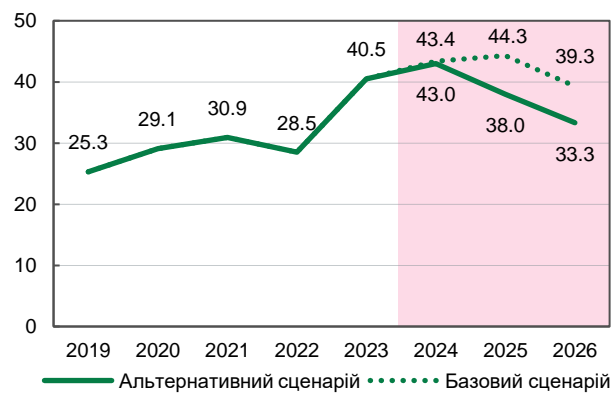
Значні дефіцити бюджету призведуть до зростання державного та гарантованого державою боргу, що наблизиться до 100% ВВП наприкінці прогнозного періоду.

Графік 5.3. Прогноз індексу РЕОК гривні, І.2015=1



Джерело: МВФ, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Графік 5.4. Міжнародні резерви, млрд дол.



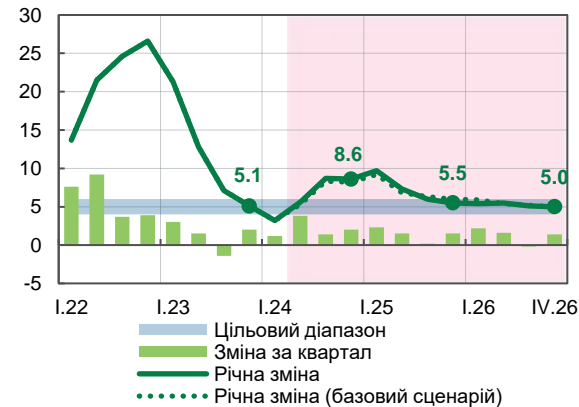
Джерело: розрахунки НБУ.

Траєкторія інфляції буде подібною до базового сценарію, однак це потребуватиме суттєвіших витрат міжнародних резервів

Споживча інфляція тимчасово пришвидшиться наприкінці 2024 року до 8.6%. Крім вичерпання тимчасових чинників пропозиції, додатково на інфляцію, передусім її базову складову, тиснуть послаблення РЕОК гривні на тлі повільного відновлення конкурентоздатності економіки. Повільніша нормалізація економічних процесів гальмуватиме відновлення експорту, приплив іноземного інвестиційного та боргового капіталу до приватного сектору та генеруватиме більший попит на готівкову валюту. Повільніше відновлюватиметься й експорт як продовольчих товарів, так і металів, а триваліші негативні міграційні тенденції стримуватимуть скорочення імпорту за статтею “подорожі”.

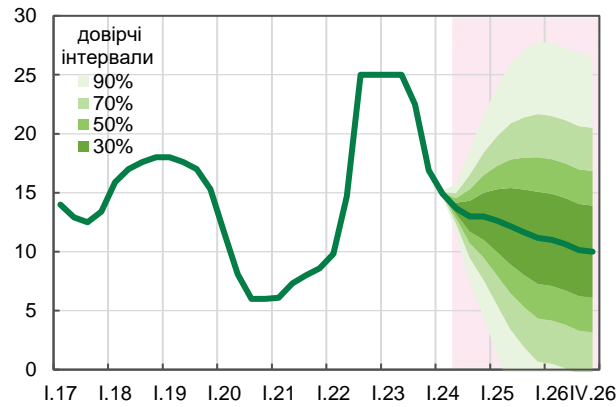
Для покриття більшого структурного дефіциту на валютному ринку НБУ витратитиме більші обсяги міжнародних резервів. Тож, попри суттєвішу зовнішню фінансову допомогу, резерви залишаться майже незмінними у 2024 році та зменшуватимуться протягом 2025–2026 років до 33 млрд дол. Водночас такі обсяги резервів дадуть змогу й надалі поступово пом'якшувати валютні обмеження.

Графік 5.5. ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 5.6. Облікова ставка, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Крім того, зберігатиметься й простір для зниження ключової ставки. Її траєкторія залишатиметься подібною до базового сценарію. У реальному вимірі облікова ставка також залишатиметься додатною для підтримання інтересу до гривневих активів та захисту заощаджень від інфляційного знецінення. Наприкінці

прогнозного горизонту очікується поступова нормалізація монетарної політики. Інфляція під впливом чинників пропозиції та заходів монетарної політики сповільниться до меж цільового діапазону наприкінці 2025 року та залишатиметься близькою до цілі у 2026 році. Крім того, зниженню інфляції сприятиме помірніше та пізніше, ніж у базовому сценарії, коригування тарифів.

Альтернативний прогноз (квітень 2024 року)

Показники	2024					2025					2026				
	I	II	III	IV	Рік	I	II	III	IV	Рік	I	II	III	IV	Рік
РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше															
Номинальний ВВП, млрд грн	1571	1712	2033	2274	7590	1763	1929	2285	2563	8540	1989	2171	2570	2890	9620
Реальний ВВП	3.1	3.7	1.3	4.1	3.0	1.7	2.7	3.7	4.6	3.3	5.0	5.4	5.7	6.1	5.6
Дефлятор ВВП	11.8	12.8	13.0	13.0	12.7	10.4	9.7	8.5	7.7	8.9	7.4	6.8	6.4	6.3	6.7
ІСЦ (середнє за період)	-	-	-	-	6.2	-	-	-	-	7.4	-	-	-	-	5.3
ІСЦ (на кінець періоду)	3.2	5.6	8.7	8.6	8.6	9.7	7.3	6.0	5.5	5.5	5.4	5.5	5.1	5.1	5.1
Базова інфляція	4.2	4.9	6.3	7.3	7.3	7.1	6.1	4.8	4.5	4.5	4.4	4.1	3.7	3.2	3.2
Небазова інфляція	2.4	4.4	10.9	9.5	9.5	12.3	9.9	7.5	6.6	6.6	6.5	7.1	6.7	7.2	7.2
Сирі продтовари	-4.9	-2.6	8.5	5.0	5.0	9.1	4.3	3.9	3.3	3.3	3.5	3.4	3.0	3.0	3.0
Адміністративно регульовані ціни	9.9	12.8	14.2	14.8	14.8	16.1	12.9	11.6	10.6	10.6	10.3	11.3	10.8	11.9	11.9
Номинальна заробітна плата, (у середньому за період)	20.5	16.3	11.6	12.3	14.9	15.6	15.7	15.1	9.9	14.0	10.1	9.1	8.7	10.1	9.5
Реальна заробітна плата (у середньому за період)	15.8	11.5	4.2	3.7	8.5	6.0	6.7	7.8	4.0	6.1	4.4	3.5	3.3	4.7	4.0
Рівень безробіття, % (МОП, у середньому за період)	-	-	-	-	14.2	-	-	-	-	12.5	-	-	-	-	11.4
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР															
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	-	-	-	-	-1395	-	-	-	-	-1303	-	-	-	-	-1131
% ВВП	-	-	-	-	-18.4	-	-	-	-	-15.3	-	-	-	-	-11.8
без урахування грантів у доходах, % ВВП	-	-	-	-	-20.7	-	-	-	-	-18.0	-	-	-	-	-12.0
ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою представлення)															
Поточний рахунок, млрд дол.	-2.2	-6.5	-5.6	-5.8	-20.2	-5.3	-4.7	-4.4	-5.8	-20.3	-6.5	-6.9	-5.8	-6.1	-25.3
Експорт товарів та послуг, млрд дол.	14.1	13.4	14.0	15.1	56.7	13.2	12.8	14.6	16.1	56.7	14.3	14.2	16.2	17.6	62.3
Імпорт товарів та послуг, млрд дол.	21.1	21.8	22.7	24.2	89.9	22.4	21.7	23.1	24.1	91.2	22.3	22.6	24.1	24.7	93.8
Приватні грошові перекази в Україну, млрд дол.	2.6	2.8	2.9	3.0	11.3	3.0	2.9	3.0	3.1	12.0	3.0	3.2	3.4	3.6	13.2
Фінансовий рахунок, млрд дол.	-5.3	-2.3	-5.9	-5.9	-19.4	-3.2	-5.0	-4.1	-3.4	-15.7	-3.8	-5.0	-5.5	-5.7	-20.1
Зведений баланс, млрд дол.	3.2	-4.2	0.3	0.0	-0.7	-2.1	0.3	-0.4	-2.4	-4.6	-2.7	-1.9	-0.3	-0.4	-5.2
Валові резерви, млрд дол.	43.8	41.6	42.2	43.0	43.0	40.6	40.9	40.1	38.0	38.0	35.4	33.7	33.5	33.3	33.3
Місяців імпорту майбутнього періоду	5.8	5.5	5.5	5.7	5.7	5.3	5.3	5.2	4.9	4.9	4.7	4.6	4.7	5.0	5.0
МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)															
Грошова база, %	3.1	6.8	9.2	15.7	15.7	2.1	5.1	6.6	11.6	11.6	0.5	3.8	5.0	9.7	9.7
Грошова маса, %	1.7	6.6	9.2	16.4	16.4	1.5	3.9	5.0	11.5	11.5	1.6	3.3	5.1	9.5	9.5
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	-	-	-	-	2.1	-	-	-	-	2.1	-	-	-	-	2.2

Абревіатури та скорочення

АПК	Агропромисловий комплекс	НФК	Нефінансові корпорації
АМПУ	Адміністрація морських портів України	ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
ВВП	Валовий внутрішній продукт	ООН	Організація Об'єднаних Націй
ВДВ	Валова додана вартість	ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти
ВПО	Внутрішньо переміщені особи	ОТП	Основні торговельні партнери
ВПК	Військово-промисловий комплекс	ПДФО	Податок з доходів фізичних осіб
ГМК	Гірничо-металургійний комплекс	ПФУ	Пенсійний фонд України
ДГ	Домогосподарства	РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ДКСУ	Державна казначейська служба України	рф	російська федерація
ДМСУ	Державна митна служба України	с/г	Сільське господарство
ДС	Депозитні сертифікати	СЗДУ	Сектор загального державного управління
ДССУ	Державна служба статистики України	СОТ	Світова організація торгівлі
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	ЦЕС	Цент економічної стратегії
ЗЗР	Засоби захисту рослин	ЦСЄ	Центральна та Східна Європа
ЗСУ	Збройні сили України	ЕМ	Emerging Markets, країни, ринки яких розвиваються
ІДО	Індекс ділових очікувань	ІТ	Інформаційні технології
ІЕД	Інститут економічних досліджень	PMI	Purchasing Managers' Index, індекс ділової активності
ІСЦ	Індекс споживчих цін	UAWCPI	Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України
КМП	Комітет з монетарної політики	UAWGDP	Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України
МВФ	Міжнародний валютний фонд	UIIR	Український індекс міжбанківських ставок
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		
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