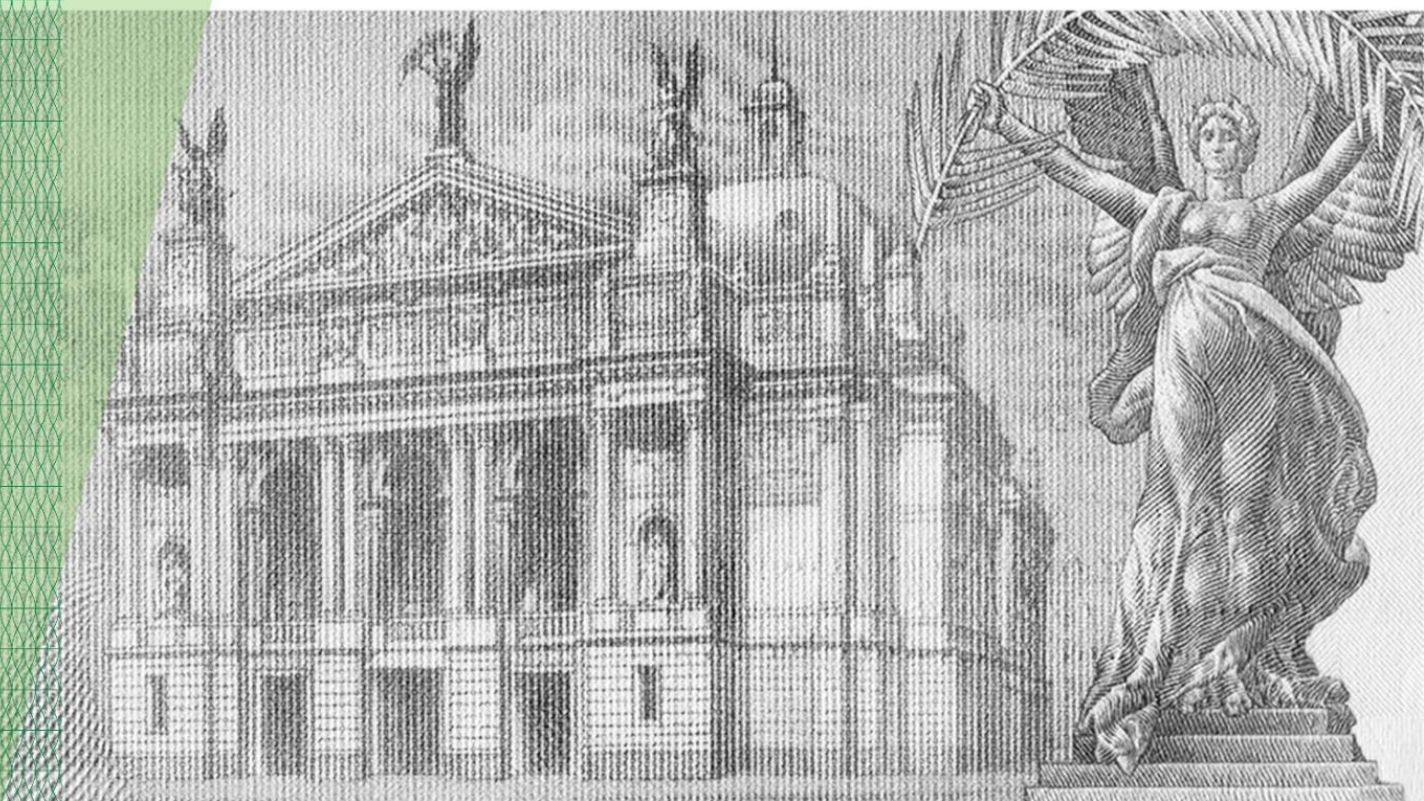




Національний
банк України

Інфляційний звіт

Липень 2024 року



Попри виклики широкомасштабної війни, НБУ залишається відданим мандату із забезпечення цінової та фінансової стабільності як запоруки стійкого відновлення економіки. На поточному етапі досягнення зазначених цілей забезпечується узгодженою 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).

Зокрема, монетарна політика спрямовується передусім на приведення інфляції, яка вимірюється індексом споживчих цін у річному вимірі, до цілі 5% на прогнозованому горизонті, який охоплює поточний рік та два наступних роки. В окремі періоди інфляція може відхилятися від кількісної цілі під дією внутрішніх і зовнішніх чинників, які є поза ефективним впливом монетарної політики НБУ. Водночас НБУ спрямовує свої зусилля на уникнення розбалансування інфляційних очікувань та повернення інфляції до цілі на прогнозованому горизонті.

НБУ докладає зусиль для посилення дієвості каналів монетарної трансмісії та подальшого відновлення ефективності виконання ключовою (обліковою) ставкою її ролі як основного монетарного інструменту. Зміни облікової ставки та коригування операційного дизайну процентної політики враховують істотні зміни в балансі ризиків та передусім спрямовуються на підтримання стійкості валютного ринку, цінової і фінансової стабільності.

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.

Усвідомлюючи нагальність мінімізації викривлень на валютному ринку, необхідність поліпшення умов ведення бізнес-діяльності в Україні та виходу вітчизняного бізнесу на нові ринки, а також підтримки економічного відновлення, НБУ здійснює пом'якшення валютних обмежень, яке визначається не часовими межами, а формуванням відповідних макроекономічних передумов.

Аналіз у поточному Інфляційному звіті (липень 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 липня 2024 року. Інфляційний звіт містить прогноз економічного розвитку країни у 2024–2026 роках, підготовлений Департаментом монетарної політики та економічного аналізу та 25 липня 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 липня 2024 року №271-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

Зміст

Головне	4
Розділ 1. Інфляційний розвиток	7
Розділ 2. Економічний розвиток	13
Вставка 1. Friend-shoring для ЄС – можливість для України?	21
Розділ 3. Монетарні умови та фінансові ринки	25
Вставка 2. Валові міжнародні резерви України: який рівень достатній в умовах війни?	32
Розділ 4. Припущення та ризики прогнозу	35
Абревіатури та скорочення	46

Головне

Базовий сценарій макроекономічного прогнозу НБУ ґрунтується на припущеннях про подальше проведення виважених монетарної та фіскальної політик, спрямованих на забезпечення макрофінансової стабільності, послідовне виконання Україною зобов'язань за програмами співпраці з міжнародними партнерами, які надалі надаватимуть фінансову підтримку в достатніх обсягах. НБУ припускає зниження безпекових ризиків та нормалізацію умов для функціонування економіки на прогнозованому горизонті. Це полягатиме в повноцінному розблокуванні морських портів, розширенні можливостей для інвестиційної та господарської діяльності, поступовому поверненню в Україну вимушених мігрантів.

Упродовж останніх місяців інфляція очікувано пришвидшилася та наблизилася до 5%

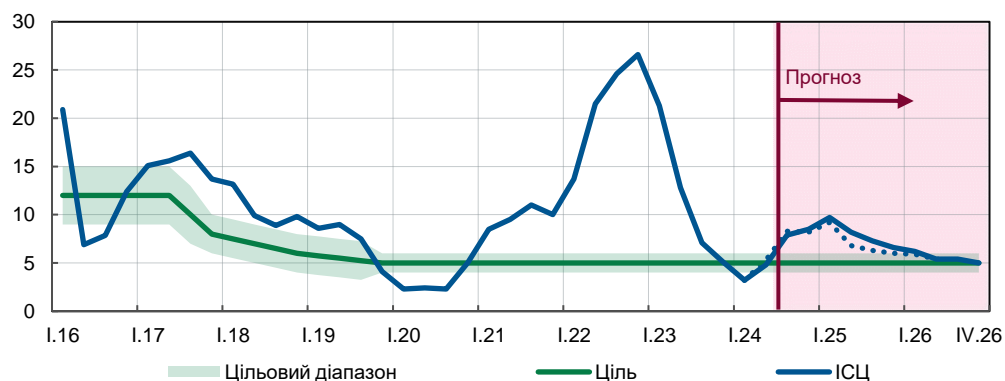
Після тривалого періоду зниження інфляція в травні відновила зростання, а в червні пришвидшилася до 4.8% у річному вимірі. Така інфляційна траєкторія була лише незначно нижчою за прогноз НБУ, опублікований в Інфляційному звіті за квітень 2024 року. Нижча, ніж очікувалося, динаміка цін на продукти харчування компенсувала суттєвіше підвищення тарифів на електроенергію для домогосподарств.

Водночас базова інфляція (5% р/р у червні) відповідала прогнозу НБУ. Фундаментальний ціновий тиск посилювався через збільшення витрат бізнесу на оплату праці й електроенергію. Крім того, на динаміці окремих компонентів базового ІСЦ позначилося послаблення обмінного курсу гривні.

Надалі інфляція пришвидшиться, але вже в наступному році почне знижуватися та прямуватиме до цілі НБУ 5%

Ціновий тиск зберігатиметься в наступні місяці через подальше збільшення витрат бізнесу, підвищення акцизів, а також вичерпання ефектів значних минулорічних врожаїв та негативний вплив літньої посухи на цьогорічну врожайність. Попередні оцінки інфляції в липні підтверджують тенденцію до її пришвидшення.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Водночас інфляція залишатиметься помірною – 8.5% на кінець року за оновленим прогнозом. Цьому сприятимуть заходи НБУ із захисту гривневих доходів і заощаджень населення від інфляції та забезпечення стійкості валютного ринку. Стримуючий вплив на ціни матиме й продовження мораторію на підвищення житлово-комунальних тарифів на газ, опалення та гарячу воду.

Зважена процентна й валютно-курсова політика НБУ та послаблення зовнішнього інфляційного тиску дадуть змогу сповільнити інфляцію вже у 2025 році – до 6.6%.

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

У 2026 інфляція повернеться до цілі 5% на тлі поступової нормалізації функціонування економіки та подальшого поліпшення ситуації в енергетиці.

Економічне відновлення триватиме, хоча буде обмеженим через вплив війни, зокрема значні пошкодження енергосистеми

Економічне зростання в першому півріччі тривало, хоча й сповільнилося впродовж останніх місяців внаслідок масштабних атак росії на об'єкти енергетичної інфраструктури. Однак бізнес частково адаптувався до постійних відключень електроенергії. Вагому підтримку економічній активності надавала також стабільна робота морського коридору.

Попри дефіцит електроенергії та менші порівняно з попереднім роком врожаї, НБУ навіть дещо поліпшив прогноз економічного зростання на цей рік – до 3.7%. Це зумовлено кращими результатами I кварталу та очікуваним розширенням бюджетних стимулів, а також розбудовою розподіленої генерації, у тому числі за підтримки масштабних програм кредитування.

Поступова нормалізація умов функціонування економіки, збереження м'якої фіскальної політики разом із розбудовою експортних шляхів і поживленням зовнішнього попиту сприятимуть пришвидшенню темпів зростання реального ВВП до 4–5% у 2025–2026 роках.

Збереження міжнародної фінансової підтримки дасть змогу уряду профінансувати дефіцит бюджету, а НБУ – підтримувати комфортний рівень резервів

Базовий сценарій прогнозу передбачає збереження значних обсягів зовнішнього фінансування України, яке, однак, поволі скорочуватиметься в міру розширення внутрішньої спроможності покривати видатки бюджету власними ресурсами. Очікується, що в цьому році міжнародні партнери нададуть близько 38 млрд дол. США пільгових кредитів і грантів, а наступного року – не менше 31 млрд дол. США.

Такі обсяги допомоги разом із збільшенням внутрішніх залучень дадуть змогу профінансувати значний дефіцит бюджету – близько 23% ВВП у 2024 році та 18% у 2025 році. Зі свого боку, НБУ матиме можливість підтримувати достатній обсяг міжнародних резервів для забезпечення стійкості валютного ринку та помірної інфляції.

Ураховуючи необхідність забезпечення стійкості валютного ринку та наближення інфляції до цілі 5% на прогнозному горизонті, НБУ зберіг облікову ставку на рівні 13%

Попри поступове зниження ставок за гривневими депозитами та ОВДП, їхня дохідність наразі забезпечує захист гривневих заощаджень населення від інфляції. Зокрема, ставки за цими інструментами перевищують як прогнозований НБУ рівень інфляції, так і рівень інфляційних очікувань домогосподарств.

Водночас у червні зростання обсягів строкових гривневих депозитів населення призупинилося. Ураховуючи, що подальше пришвидшення інфляції може призвести до погіршення очікувань та зниження реальної дохідності гривневих інструментів, доцільним є збереження облікової ставки на рівні 13%.

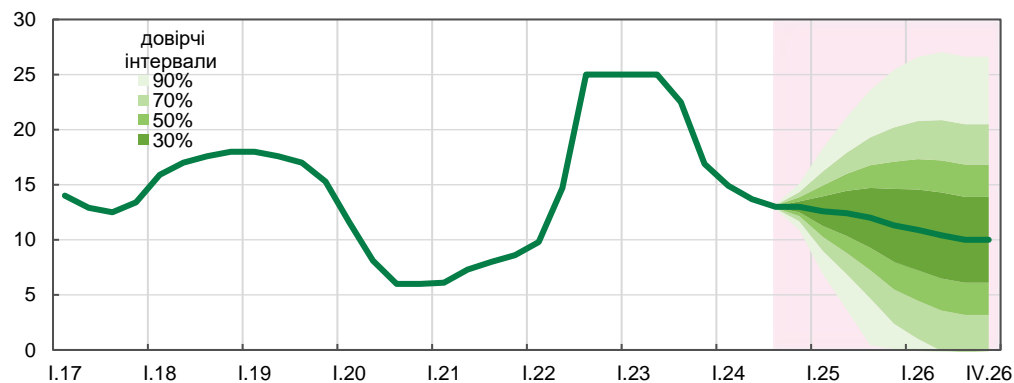
НБУ також зберігатиме активну присутність на валютному ринку для покриття структурного дефіциту валюти, підтримання двосторонніх курсових коливань і згладжування надмірної волатильності. НБУ прагне забезпечити такий стан валютного ринку, який дасть змогу зберігати контроль над інфляційними очікуваннями та досягти цілі з інфляції на прогнозному горизонті.

Базовий сценарій прогнозу передбачає відновлення циклу зниження облікової ставки лише на початку 2025 року. Однак НБУ гнучко реагуватиме на зміни в балансі ризиків для інфляції й валютного ринку

Якщо ризики для інфляційного розвитку та валютного ринку послабляться, зокрема внаслідок можливого отримання Україною більших обсягів фінансової

підтримки, НБУ розгляне можливість швидшого відновлення циклу зниження облікової ставки. Водночас у разі суттєвого зростання цінового тиску та появи ризиків розбалансування очікувань НБУ буде готовий посилити монетарну політику.

Графік 2. Облікова ставка НБУ, середня, %



Джерело: розрахунки НБУ.

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

Тривалість та характер російської агресії й надалі матимуть значний вплив на інфляційні процеси та економічний розвиток України. Тривала війна високої інтенсивності унеможливуватиме повернення економіки до нормальних умов функціонування та ускладнюватиме закріплення інфляції на рівні цілі НБУ.

Зберігаються й інші ризики, більшість із яких також прямо чи опосередковано пов'язана з перебігом війни, зокрема:

- виникнення додаткових бюджетних потреб, передусім для підтримання обороноздатності;
- перенесення на ціни окремих нових податків для бізнесу, запровадження яких наразі дискутується на державному рівні;
- подальші пошкодження інфраструктури, передусім енергетичної та портової, що обмежуватиме економічну активність і тиснутиме на ціни з боку пропозиції;
- поглиблення негативних міграційних тенденцій.

Зберігається також ризик суттєвішого зниження обсягів підтримки України міжнародними партнерами, зокрема внаслідок електоральних циклів у багатьох країнах.

Водночас є ймовірність реалізації низки позитивних сценаріїв, пов'язаних із подальшим розширенням експортних можливостей, пришвидшенням євроінтеграційних процесів, реалізацією масштабної програми відновлення України, швидшими темпами відновлювальних робіт в енергетиці.

Крім того, практична реалізація механізму Extraordinary Revenue Acceleration Loans (ERA), забезпеченого майбутніми доходами від знерухомлених російських активів, може надати Україні додатковий фінансовий ресурс із 2025 року. Це зменшить ризики для своєчасного та ритмічного надходження міжнародного фінансування.

Розділ 1. Інфляційний розвиток

- У II кварталі 2024 року інфляція очікувано підвищилася та наблизилася до 5%. Зростання цін надалі пришвидшуватиметься через вичерпання ефектів високих минулорічних врожаїв, значний тиск з боку витрат бізнесу в умовах дефіциту е/е та браку працівників, ефекти перегляду адміністративних тарифів та акцизних податків і негативний вплив літньої посухи на цьогорічну врожайність.
- Інфляція сягне 8.5% на кінець 2024 року. Але із середини наступного року вона почне знижуватися та досягне цілі наприкінці 2026 року завдяки заходам монетарної політики НБУ, послабленню зовнішнього цінового тиску та поліпшенню ситуації в енергетиці.

Загальна інфляція пришвидшиться протягом наступних трьох кварталів, але залишатиметься помірною. Надалі вона прямуватиме до цілі 5% завдяки заходам монетарної політики НБУ

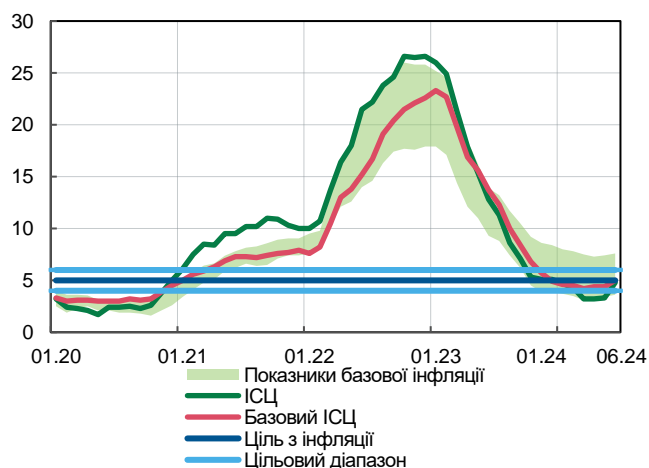
Після тривалого періоду низької споживчої інфляції в травні її траєкторія розвернулася – у червні інфляція пришвидшилася до 4.8% р/р (порівняно з 3.2% р/р у березні). Такі темпи зростання споживчих цін були лише незначно повільнішими, ніж очікував НБУ ([Інфляційний звіт, квітень 2024 року](#)), передусім за рахунок нижчої за прогноз інфляції у квітні-травні.

Пришвидшення продовольчої інфляції через вичерпання ефектів урожаю 2023 року та посуху буде одним з основних чинників зростання загальної інфляції до кінця 2024 року. Проте надалі продовольча інфляція буде відносно низькою завдяки поступовому зростанню врожаїв та налагодженню логістики.

У наступні роки адміністративна інфляція зростатиме на понад 10% через необхідність доведення тарифів до рівня собівартості. Тому для забезпечення загальної інфляції на рівні 5% монетарна політика має спрямовуватися на утримання інших компонент ІСЦ (насамперед базової) на рівні близько 3%.

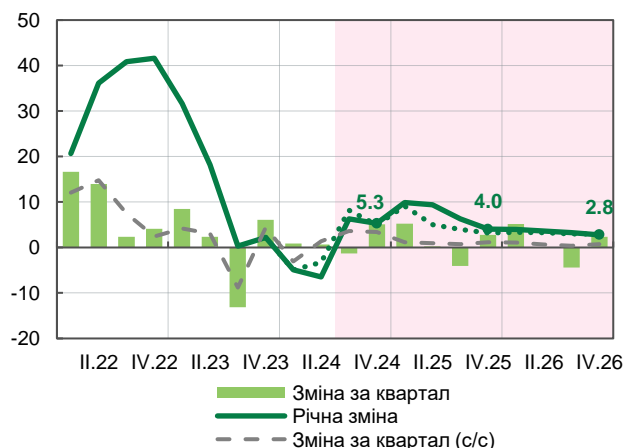
Заходи монетарної політики НБУ, націлені на обмеження фундаментального цінового тиску, на тлі сприятливіших чинників з боку пропозиції продовольчих товарів і зниження інфляції в країнах – ОТП України дадуть змогу сповільнити інфляцію в Україні вже у 2025 році – до 6.6%. У 2026 році разом із поступовою нормалізацією функціонування економіки та поліпшенням ситуації в енергетиці очікується повернення інфляції до цілі НБУ в 5%.

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.

Продовольча інфляція пришвидшиться в короткостроковому періоді, але надалі буде відносно низькою

Помірнішу, ніж очікувалося, продовольчу інфляцію в II кварталі зумовили ефекти раннього потепління цього року, що збільшило пропозицію низки овочів і фруктів. Стриманим залишався й тиск з боку витрат бізнесу на корми під впливом значних минулорічних врожаїв. Додатково на пропозицію сирих продуктів вплинула тимчасова переорієнтація виробників окремих продуктів на внутрішній ринок через блокаду західного кордону України. У результаті ціни на сири продукти харчування надалі знижувалися (на 6.5% р/р у червні порівняно з падінням на 4.9% р/р у березні). Вторинні ефекти від значних врожаїв і дешевших сирих продуктів стримували зростання цін на оброблені продукти харчування. Зокрема, далі сповільнювалося подорожчання м'ясопродуктів, тривало падіння цін на соняшникову олію, хоча в останні місяці воно сповільнилося під впливом цінових тенденцій на світових ринках та розширення географії експорту. Водночас темпи зростання цін на оброблені продовольчі товари в цілому збільшилися (до 5.9% р/р у червні з 5.3% р/р у березні). Так, стрімкіше дорожчали сири й масло через активізацію експорту молочних продуктів і зростання виробничих витрат та цін на сировину в попередні місяці. Пришвидшилося зростання цін на хліб та окремі борошняні вироби через високі виробничі витрати на оплату праці та енергію.

Вплив тимчасових чинників, що стримували споживчу інфляцію протягом тривалого часу, насамперед сприятливих погодних умов і значних минулорічних врожаїв, невдовзі вичерпається. Це підживлюватиме як продовольчу, так і загальну інфляцію. Крім того, додатковий тиск на ціни на продовольчі товари матимуть зниження пропозиції городини та збільшення витрат бізнесу через посуху та аномальну спеку влітку цього року. Зростання цін на сири продукти через вторинні ефекти позначиться й на цінах оброблених продуктів харчування, що входять до базового ІСЦ. Помірний вплив матимуть й ефекти перенесення на ціни девальвації курсу гривні та вищих витрат бізнесу на забезпечення е/е. Після тимчасового пришвидшення продовольча інфляція (сири та оброблені продукти разом) знижуватиметься до близько 4% у 2025 році та близько 3% у 2026 році завдяки поступовому нарощуванню виробництва продуктів харчування, подальшому налагодженню логістики, а також зниженню світових цін на продовольство.

Адміністративні чинники та зростання витрат бізнесу будуть визначальними для динаміки споживчої інфляції на прогностичному горизонті

Складна ситуація в енергетиці через цілеспрямовані атаки росії, а також більший, ніж припускалося в попередньому прогнозі, перегляд тарифів на електроенергію для населення³, спричинили суттєве пришвидшення адміністративної інфляції (до 13.3% р/р у червні з 9.9% р/р у березні).

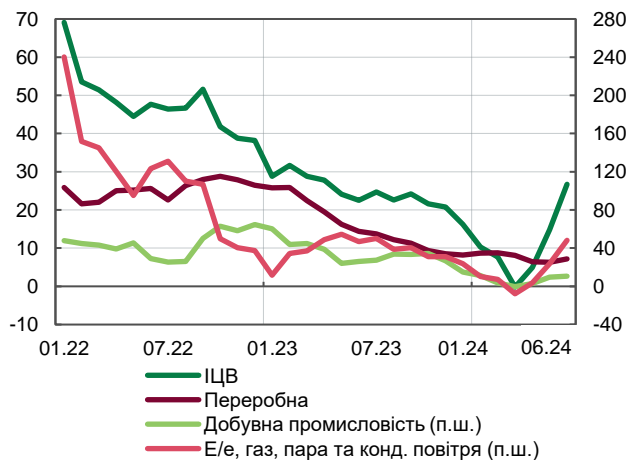
Додатково на ціни тиснуло суттєве подорожчання електроенергії для побутових споживачів. Унаслідок підвищення цін на ринку "на добу наперед" і внутрішньодобовому ринку, а також покриття дефіциту е/е імпортом з ЄС за вищими цінами, ніж в Україні, тиск на витрати бізнесу посилюється.

Свідченням цього було суттєве зростання промислової інфляції (до 26.7% р/р у червні порівняно зі зниженням на 0.2% р/р у березні), найбільший внесок у яку забезпечило зростання цін у галузі "постачання електроенергії, газу, пари" (на 48% р/р у червні). Крім того, вищими темпами порівняно з березнем дорожчала продукція добувної промисловості. Зокрема, через подорожчання нафти на світовому ринку, а також природного газу в Європі значно пришвидшилося зростання в річному вимірі цін у добуванні сирої нафти та природного газу. Дефіцит електроенергії не мав визначального впливу на ціни в добуванні металевих руд у квітні-травні завдяки наявності запасів, проте вже в червні їх зростання стрімко пришвидшилося. Суттєвішими темпами підвищувалися й ціни у харчовій переробці, насамперед молочних продуктів, з огляду на [активізацію їх експорту](#) та [подорожчання сировини в попередні періоди](#), помітно сповільнювалося падіння цін на цукор через розширення географії його експорту.

³ Порівняно з квітневим прогнозом більше підвищення тарифів, ніж очікувалося, мало 0.35 в. п. додаткового внеску до споживчої інфляції в річному вимірі, що враховано в поточному прогнозі.

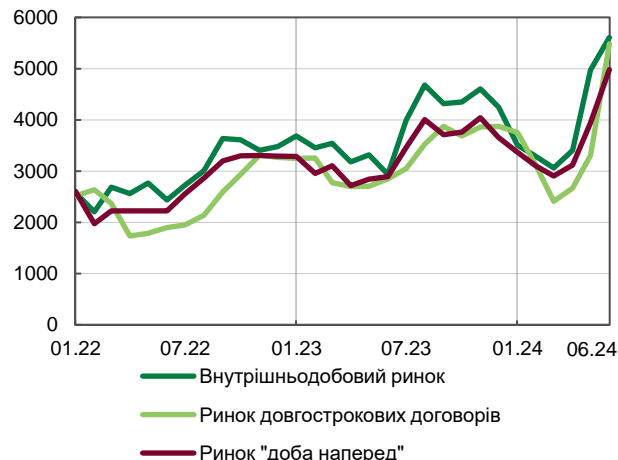
Зі свого боку пришвидшення промислової інфляції тиснутиме на споживчі ціни через вторинні ефекти, передусім збільшення собівартості виробництва.

Графік 1.3. Індекс цін виробників та його компоненти, % р/р



Джерело: ДССУ.

Графік 1.4. Ціни на е/е для побутових споживачів, грн/МВТ·год



Джерело: Українська енергетична біржа, Оператор ринку.

Чинники пропозиції, зокрема зниження тиску з боку витрат бізнесу на сировину та ліцензії, а також конкуренція тіньової пропозиції, які були визначальними у швидшому зниженні цін на алкогольні напої в II кварталі 2024 року, поступово вичерпаються. А вплив курсового чинника вже зумовив незначне сповільнення зниження цін на алкогольні напої та подорожчання тютюнових виробів наприкінці кварталу. Мораторій на підвищення окремих тарифів на послуги ЖКГ для населення ще певний час обмежуватиме зростання адміністративних цін. Проте їх поступове приведення до ринкових рівнів, яке згідно з припущеннями розпочнеться з 2025 року (детальніше – у розділі "Припущення та ризики прогнозу" на стор. 35), стане вагомим проінфляційним чинником у 2025–2026 роках.

Висока адміністративна інфляція на прогнозованому горизонті зумовлюватиметься також і низкою податкових змін. З огляду на необхідність розширення внутрішньої ресурсної бази для фінансування значних бюджетних потреб, а також виконання євроінтеграційних зобов'язань України поетапно підвищуватимуться акцизи на тютюнові вироби. Певний вплив матиме й коригування акцизного податку (переведення його з національної валюти в євро) для алкогольних напоїв. Ціни на тютюнові вироби та алкогольні напої також зростатимуть унаслідок посилення заходів боротьби з тіньовою продукцією.

Графік 1.5. Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 1.6. Ціни на пальне, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Підвищення акцизних податків⁴ підживлюватиме зростання цін на пальне. Водночас через ефект бази порівняння, також зумовлений податковими змінами⁵,

⁴ ВРУ 18.07.2024 року схвалила закон № 11256-2 про підвищення акцизів на пальне з вересня 2024 року.

⁵ З липня 2023 року ставку ПДВ повернуто на рівень 20% порівняно з 7%, встановленими в березні 2022 року. Також було збільшено акцизи.

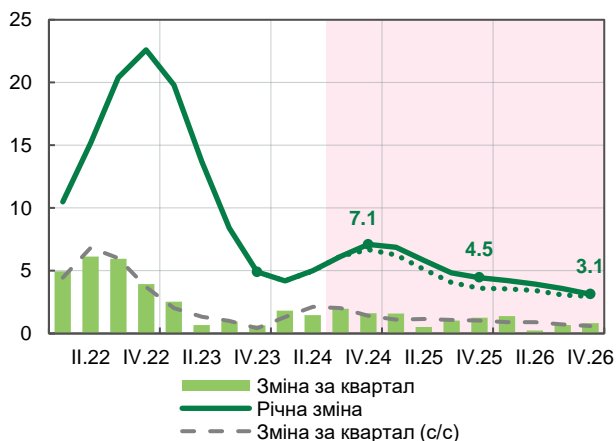
подорожчання пального в найближчі місяці суттєво сповільниться – з 25.5% р/р у червні, до 12% р/р у грудні. Короткостроковий знижувальний тиск матиме й значна пропозиція пального завдяки запасам, сформованим напередодні підвищення акцизів. Проте в міру їх вичерпання й під впливом підвищення акцизів та ефектів перенесення від послаблення обмінного курсу гривні в попередні періоди ціни на пальне зростуть наприкінці 2024 року – на початку 2025 року. Через вплив на собівартість це додатково тиснутиме на вартість окремих товарів і транспортних послуг. Але з наступного року зниження світових цін на нафту компенсує подальше зростання акцизного навантаження. У результаті зростання цін на пальне суттєво сповільниться – до 4%.

Інші податкові ініціативи уряду, спрямовані на збільшення доходів бюджету, також можуть підвищити інфляційний тиск. Проте наразі ефекти перенесення на ціни введення нових податків або підвищення ставок за наявними (крім акцизних податків) розглядаються як ризики базового сценарію прогнозу (детальніше – у розділі "Припущення та ризики прогнозу" на стор. 35).

Базова інфляція тимчасово пришвидшиться через зростання витрат бізнесу, проте надалі вона знизиться, передусім під впливом заходів монетарної політики

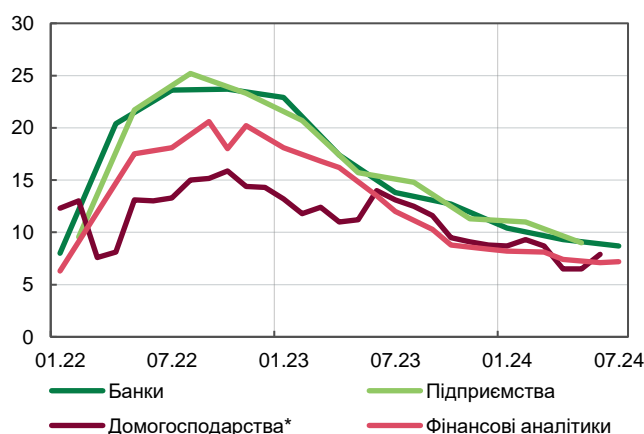
Показник базової інфляції у червні зріс до 5.0% р/р (з 4.2% р/р у березні) та відповідав прогнозу НБУ. Фундаментальний інфляційний тиск тривалий час залишався стійким та очікувано почав посилюватися, що підтверджує тимчасовий характер низької споживчої інфляції в попередні місяці.

Графік 1.7. Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 1.8. Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



* З березня 2023 року метод опитування домогосподарств змінено з віч-на-віч на телефонні інтерв'ю.
Джерело: НБУ, Info Sapiens.

Стійкість фундаментального інфляційного тиску значною мірою відображала подальше зростання витрат бізнесу через збереження високих безпекових ризиків, підвищення оплати праці в умовах дефіциту кадрів, а також складної ситуації в енергетиці⁶. Також поступово вичерпувалися ефекти від значних минулорічних врожаїв. Зокрема під впливом цих чинників пришвидшилося подорожчання оброблених продуктів харчування (до 5.9% р/р у червні з 5.3% р/р у березні), а інфляція послуг залишалася стійкою (9.9% р/р у червні порівняно з 9.7% р/р у березні).

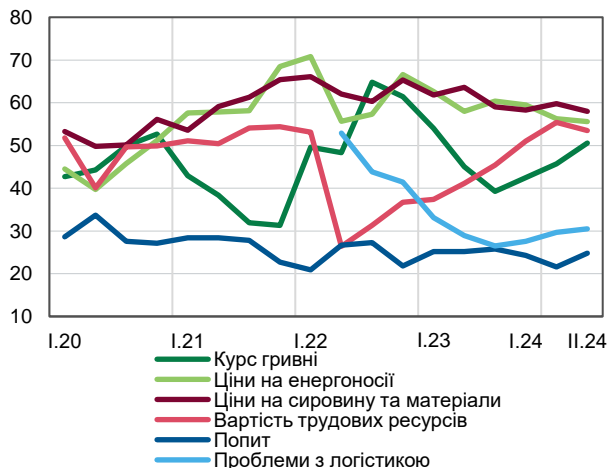
Підтримували ціновий тиск й ефекти перенесення від послаблення обмінного курсу гривні, хоча інфляційні очікування продемонстрували певний рівень стійкості до девальваційних процесів. Так, інфляційні очікування надалі поліпшувалися впродовж майже всього першого півріччя, попри вплив послаблення обмінного курсу на ціни підприємств згідно з результатами [опитувань щодо їх ділових очікувань](#). Проте курсові ефекти разом із збільшенням інших витрат бізнесу та посиленням впливу попиту (див. графік 1.9) усе-таки зумовили відновлення

⁶ За опитуваннями підприємств зростання вартості енергоносіїв та оплати праці залишалися одними з головних чинників формування очікувань підприємств щодо підвищення цін на їхні товари та послуги.

зростання цін на непродовольчі товари (на 0.4% р/р у червні порівняно зі зниженням на 0.9% р/р у березні).

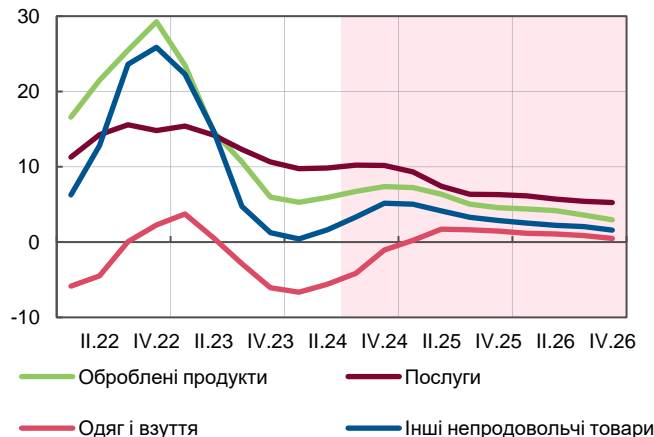
До кінця поточного року очікується тимчасове пришвидшення базової інфляції до близько 7% через часовий лаг ефектів послаблення курсу гривні в першому півріччі, вторинні ефекти зростання цін на сирі продукти та тиск з боку витрат бізнесу. Під впливом пришвидшення зростання й інших компонентів ІСЦ у найближчі місяці загальна інфляція сягне 8.5% на кінець 2024 року.

Графік 1.9. Головні чинники формування очікувань підприємств щодо зміни цін на їхні товари та послуги, % респондентів



Джерело: НБУ.

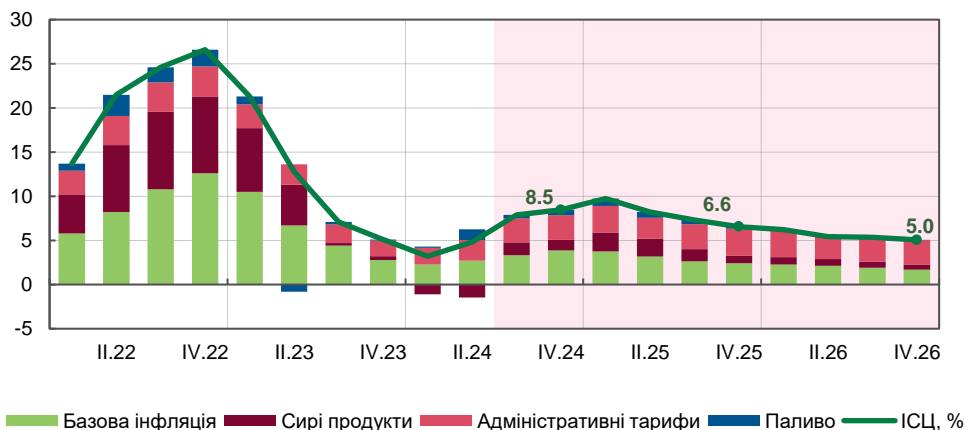
Графік 1.10. Компоненти базового ІСЦ на кінець періоду, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Водночас із середини 2025 року базова інфляція почне сповільнюватися завдяки заходам монетарної політики, спрямованим на підтримання привабливості гривневих активів, та зменшенню інфляції в країнах – ОТП України. Надалі цьому сприятимуть також зменшення невизначеності щодо безпекової ситуації, оптимізація логістики та виробничих процесів. Уповільнення базової інфляції майже до 3% наприкінці прогнозного періоду стане визначальним чинником досягнення інфляційної цілі наприкінці 2026 року в умовах високих темпів зростання адміністративних цін.

Графік 1.11. Внески в річну зміну ІСЦ на кінець періоду за компонентами, в. п



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

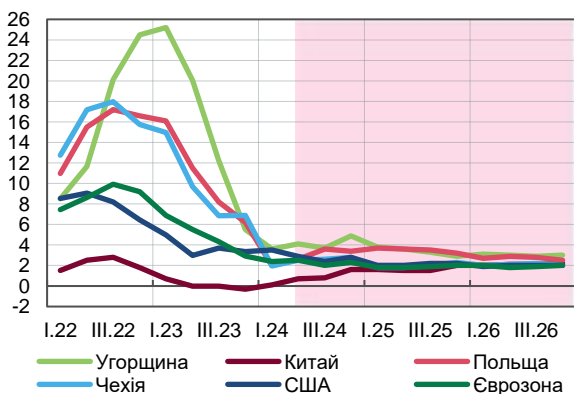
Сповільненню інфляції в наступні роки сприятиме й послаблення інфляційного тиску з боку країн – ОТП України

Динаміка інфляційних процесів у країнах – ОТП України, за винятком Китаю, продовжує зберігатися достатньо синхронною, а чинники, включаючи стійкі ринки праці, – схожими. Відповідно, інфляція в багатьох країнах залишатиметься близькою до верхньої межі цільового діапазону найближчим часом, а наприкінці 2024 – початку 2025 року тимчасово підвищиться через ефекти бази порівняння.

Значне зростання зайнятості в умовах слабкої економічної активності призвело до зниження продуктивності праці. Вагомими причинами були [збільшення норми прибутку](#) в період відновлення після пандемії, що дало змогу компаніям утримувати своїх працівників, та зниження реальних зарплат. Відповідно міцні ринки праці, насамперед у сфері послуг, стримували сповільнення інфляції.

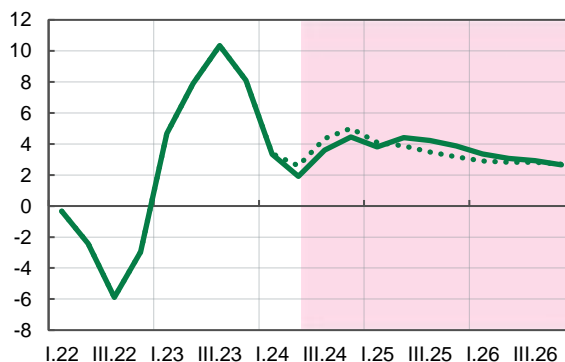
Очікується, що в умовах поживлення економіки в країнах – ОТП України [продуктивність праці](#) також поволі відновлюватиметься, а тиск з боку ринків праці послаблюватиметься. Зокрема, розрив між продуктивністю та зростанням реальної заробітної плати знижуватиметься, що призведе до скорочення нових вакансій. Крім того, дефіцит робочої сили останнім часом зменшився, що полегшувало пошук нових працівників, а кількість усе ще неактивного населення, яке може бути залучене до ринку праці, значно скоротилася.

Графік 1.12. Споживча інфляція в окремих країнах – 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.

Прогнозується, що зростання заробітної плати в країнах – ОТП України сповільнюватиметься на прогнозованому горизонті, хоча й залишатиметься вищим за історичні рівні через усе ще жорсткі умови на ринках праці, компенсацію інфляції та підвищення мінімальної заробітної плати. Помірне зростання номінальної заробітної плати в поєднанні з більш високим зростанням продуктивності пом'якшить тиск на витрати бізнесу. Разом з [очікуваним зниженням](#) норми прибутку це сприятиме зниженню інфляції.

Більшість показників базової інфляції надалі знижуються, відображаючи згасання впливу попередніх великих шоків, а також слабкий попит на тлі жорсткої монетарної політики. Додатковим чинником стримування інфляції є показники довгострокових інфляційних очікувань, які в країнах – ОТП України залишаються загалом стабільними. Очікується, що інфляція повернеться до цілей на стійкій основі наприкінці 2025 року.

Винятком залишатиметься Китай, де очікуване сповільнення темпів економічного зростання змушуватиме уряд країни дедалі сильніше стимулювати економіку фіскальними та монетарними заходами. Це, зі свого боку, призведе до поступового підвищення інфляційного тиску. Втім, урахувавши поточний наднизький рівень інфляції, таке підвищення лише наблизить інфляцію до цілі.

Загалом чинники впливу на інфляцію стають збалансованішими. Проте висока геополітична напруженість (детальніше – у розділі "Припущення та ризики") може вплинути на енергетичні ринки та ціни на продовольство. Крім того, все ще значний тиск з боку зростання вартості робочої сили та орендної плати за житло обмежуватиме зниження інфляції послуг. У результаті зовнішній інфляційний тиск для України, виражений річною зміною середньозваженого ІСЦ у країнах – ОТП України в доларовому вираженні, зменшуватиметься, хоча й порівняно помірно – до 4.5% на кінець 2024 року та до 3.9% і 2.7% на кінець 2025 і 2026 років відповідно.

Розділ 2. Економічний розвиток

- Після стрімкого зростання на початку 2024 року економіка відновлюватиметься й надалі, проте повільнішими темпами через значний дефіцит електроенергії. Водночас м'яка фіскальна політика та подальша розбудова експортних шляхів на тлі поживлення зовнішнього попиту забезпечать зростання реального ВВП на 3.7% у 2024 році.
- Відбудова пошкодженої енергетичної інфраструктури потребуватиме значних ресурсів та часу, тому дефіцит е/е зберігатиметься на прогностному горизонті та стримуватиме економічне зростання. Водночас збереження м'якої фіскальної політики, а також подальша нормалізація умов для функціонування економіки забезпечуватимуть зростання реального ВВП на 4–5% у 2025–2026 роках.

Значно складніша, ніж раніше очікувалося, ситуація в енергетиці стримуватиме економічну активність на прогностному горизонті

На початку 2024 року економіка України демонструвала значний імпульс до зростання. Реальний ВВП у I кварталі зріс на 6.5% р/р, що відчутно перевищило оцінки НБУ ([Інфляційний звіт, квітень 2024 року](#)). Вагомим чинником такої динаміки була стабільна енергетична ситуація (на противагу значному дефіциту е/е, який зберігався в січні-лютому 2023 року⁷). Це дало змогу наростити обсяги виробництва товарів і послуг підприємствам практично всіх видів діяльності, а також зумовило високі річні темпи зростання в енергетичному секторі.

Попри стриманішу фіскальну політику на початку 2024 року, зберігався суттєвий імпульс від нарощування бюджетних витрат наприкінці попереднього року⁸. Тому фіскальний чинник був одним з основних у забезпеченні високих темпів зростання економіки в I кварталі 2024 року. Зокрема, витрати бюджету на безпеку та оборону разом із подальшим поліпшенням фінансових результатів підприємств сприяли активізації інвестиційного попиту. Так, розбудова фортифікацій та інвестиції підприємств у логістичну інфраструктуру зумовили стрімке зростання обсягів будівництва, насамперед нежитлового та інженерних споруд. Проєкти з відбудови житла сприяли збільшенню обсягів житлового будівництва та введених в експлуатацію житлових площ у I кварталі. Зростання в будівництві, відповідно, підтримало нарощування видобування та виробництва будівельних матеріалів. Тривало й зростання виробництва в низці підгалузей машинобудування, зокрема військового призначення (виробництво військових транспортних засобів, електронної та оптичної продукції тощо).

Стійким залишався споживчий попит завдяки подальшому зростанню реальних доходів населення. Це підтримало роздрібну торгівлю⁹ та діяльність секторів послуг.

Стабільне функціонування морського коридору в умовах високих перехідних запасів підтримувало відновлення в металургійному виробництві та видобуванні руд, нарощування обсягів переробки харчової промисловості та активізацію роботи транспорту й оптової торгівлі. Водночас блокада західних кордонів стримувала імпорту. У результаті зберігся додатний внесок чистого експорту в зміну реального ВВП.

У II кварталі 2024 року, за оцінками НБУ, зростання ВВП залишалося порівняно високим (3.7% р/р). Його підтримували нарощування видатків бюджету, швидший, ніж торік, збір врожаю ранніх зернових та подальше відновлення у тваринництві, стабільна робота морського коридору.

Крім вичерпання ефекту низької бази порівняння, уповільнення зростання передусім зумовлене руйнуванням рф енергетичної інфраструктури та тривалими відключеннями споживачів від енергопостачання. Додаткові втрати в енергетиці

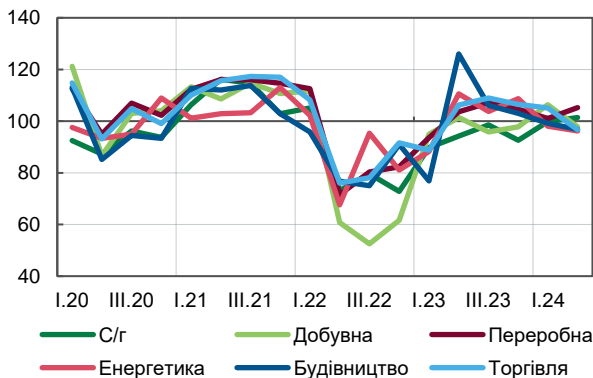
⁷ Ефект бази порівняння за рахунок дефіциту е/е в I кварталі 2023 року та його практичної відсутності в I кварталі 2024 року оцінено в 1.6 в. п.

⁸ Ефект фіскального стимулу в I кварталі 2024 року оцінено в 0.9 в. п.

⁹ У I кварталі 2024 року оборот роздрібної торгівлі зріс на 16.3% р/р.

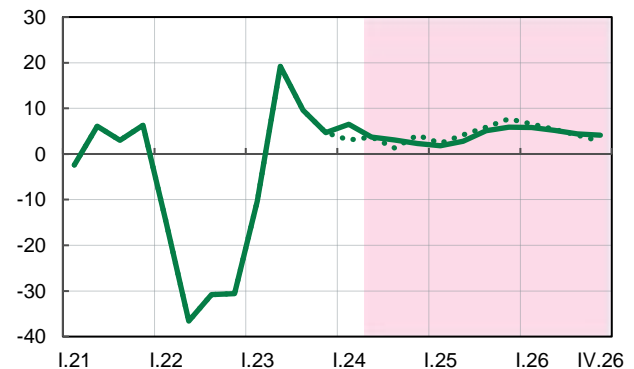
впродовж травня-червня, а також вищі рівні споживання е/е, зокрема влітку цього року, стали підставою для погіршення припущень щодо дефіциту е/е як у II кварталі, так і на прогнозованому горизонті (детальніше – у розділі "Припущення та ризику" на стор. 35). Тривалі відключення е/е в II кварталі призвели до помітного погіршення ділових і споживчих настроїв та послаблення економічної активності в низці секторів, насамперед енергоємних, потреби яких складно забезпечити засобами автономного живлення (окремі напрями харчової промисловості, тваринництва, важкої промисловості). Стримували економічну активність у II кварталі й посилення кадрових проблем, а також збільшення часу повітряних тривог¹⁰.

Графік 2.1. Індекс ділових очікувань за видами діяльності, %



Джерело: НБУ.

Графік 2.2. Реальний ВВП, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Водночас загалом бізнес і населення краще пристосовані до дефіциту е/е, ніж у 2022–2023 роках. Крім того, частина потреб в е/е була покрита нарощуванням її імпорту. Разом з іншими чинниками це дало змогу зберегти позитивну динаміку функціонування низки секторів у II кварталі 2024 року, зокрема металургії та транспорту. Високий попит на добрива з боку аграріїв підтримав хімічну промисловість. Крім того, на тлі дефіцитів е/е збільшилися продажі товарів для забезпечення енергоавтономності, відвідуваність ресторанів та попит на кур'єрські послуги.

У другому півріччі економічна активність надалі сповільнюватиметься насамперед через вищі дефіцити е/е. Зсув збирання ранніх зернових на червень позначиться на показниках с/г та економічної активності загалом у III кварталі. Водночас ліпші за очікування результати I кварталу 2024 року, дещо вищі оцінки врожаїв за рахунок збільшення посівних площ (детальніше – у розділі "Припущення та ризику" на стор. 35) та ширший дефіцит бюджету зумовили поліпшення прогнозу реального ВВП у 2024 році до 3.7%.

Більші дефіцити е/е, ніж раніше очікувалося, стримуватимуть зростання ВВП на всьому прогнозованому горизонті. Інший чинник, який обмежуватиме відновлення економіки, – брак працівників. Проте завдяки м'якій фіскальній політиці, поживленню зовнішнього попиту, а також уже продемонстрованій високій адаптивності бізнесу й населення та подальшій нормалізації економічних умов, економіка зростатиме на 4–5% у 2025–2026 роках. Однак ВВП усе ще перебуватиме нижче свого потенційного рівня, що стримуватиме інфляційний тиск.

На ринку праці зберігатиметься дефіцит кадрів. Це, з одного боку, стримуватиме економічне відновлення, з іншого, – завдяки підвищенню зарплат підживлюватиме споживання, що матиме найбільший внесок у зростання ВВП на прогнозованому горизонті

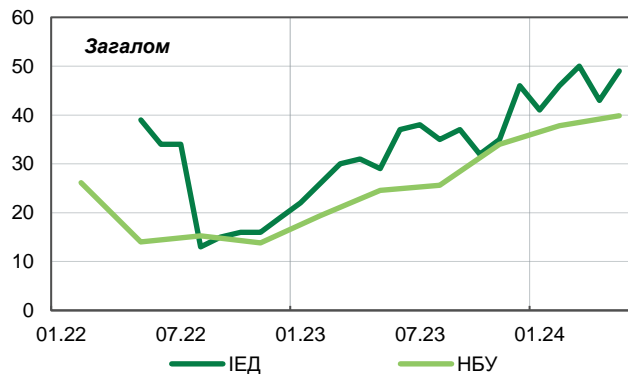
Ситуація на ринку праці в першому півріччі 2024 року дедалі загострювалася. Хоча в II кварталі 2024 року зростання кількості вакансій на сайтах пошуку роботи дещо сповільнилося, попит на робочу силу залишався суттєво вищим, ніж рік тому¹¹, та

¹⁰ II квартал 2024 став рекордним за [тривалістю повітряних тривог](#) відносно робочого часу торговельних мереж.

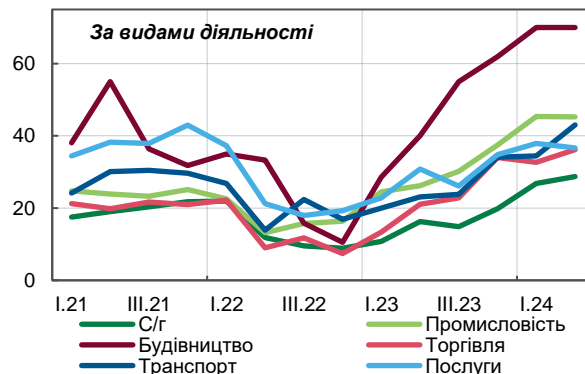
¹¹ Зокрема, в червні 2024 року середньомісячна кількість вакансій на сайті work.ua залишалася на рівні травня, водночас вона була на 20% вища, ніж у червні 2023 року.

все ще нерівномірним за професіями. Так, кількість оголошень про вакансії у сферах охорони¹², будівництва та робітничих спеціальностей значно перевищувала минулорічні показники, тоді як у сфері ІТ – суттєво скоротилася¹³. Також попит залишався пригніченим в освіті, дизайні, мистецтві та культурі.

Графік 2.3. Брак кваліфікованих працівників як один з найвпливовіших чинників, що обмежують спроможність підприємств збільшувати виробництво, % відповідей



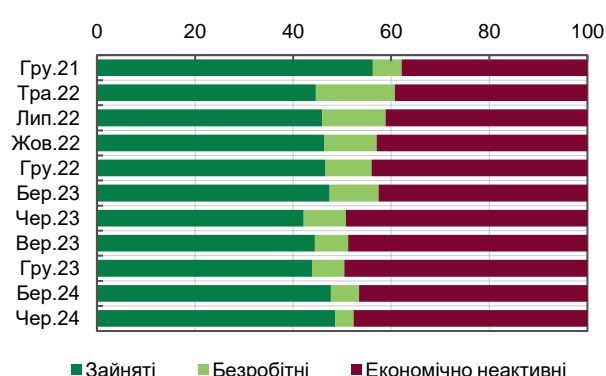
Джерело: ІЕД, НБУ.



Джерело: НБУ.

Крім того, міграція за кордон та мобілізаційні процеси¹⁴ призвели до подальшого скорочення пропозиції робочої сили та посилення проблеми браку працівників¹⁵ для підприємств, що все відчутніше обмежувало їхню діяльність. Зокрема, за даними ООН, у першому півріччі кількість мігрантів за кордоном зростає майже на 240 тис. – до 6.6 млн осіб¹⁶ та надалі знижувався рівень участі в робочій силі серед чоловіків¹⁷.

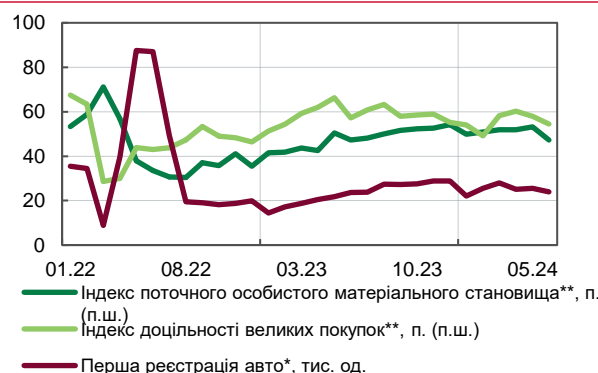
Графік 2.4. Структура опитаних за економічною активністю*, % відповідей



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

Джерело: Info Sapiens, розрахунки НБУ.

Графік 2.5. 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: Info Sapiens, Укравтопром.

Хоча стиснена пропозиція робочої сили стримує діяльність підприємств, обмежуючи економічне відновлення, складна ситуація на ринку праці зумовлює поліпшення зайнятості, зокрема шляхом більшого залучення жінок, та стимулює

¹² На початку липня 2024 року кількість оголошень у цій категорії була в 4.1 раза більша, ніж у липні 2023 року.

¹³ Згідно з даними сайту Djinni, який спеціалізується на вакансіях і резюме в ІТ, на кінець червня 2024 року кількість вакансій була на 68% меншою за рівень кінця червня 2021 року.

¹⁴ Згідно з опитуванням Міністерства економіки України, проведеним спільно з MOM в лютому-березні 2024 року, 67% та 54% роботодавців зазначили мобілізацію та міграційні процеси відповідно основними причинами браку робочої сили. Згідно з опитуванням Американської торговельної палати в Україні (AmCham), 81% компаній-членів відчули вплив мобілізації працівників, зокрема зазначивши, що бронювання працівників наразі є головним викликом для бізнесу в Україні.

¹⁵ Згідно зі щомісячним опитуванням ІЕД, у травні 2024 року 39% опитаних підприємств зазначили, що знайти кваліфікованих працівників стало складніше (у травні 2023 року таких було 21%) та 34% зазначили складнощі в пошуку некваліфікованих працівників (було 9%).

¹⁶ Станом на 15 липня 2024 року.

¹⁷ За оцінками НБУ на основі опитувань домогосподарств, яке проводить Info Sapiens.

зростання заробітних плат. Лише в I кварталі 2024 року в середньому реальні заробітні плати збільшилися на 17.7% р/р. Згідно з наявними високочастотними індикаторами, високі темпи зростання зарплат збереглися й у II кварталі¹⁸, попри погіршення настроїв та очікувань бізнесу як щодо зміни кількості працівників, так і витрат на оплату праці¹⁹. Поліпшення зайнятості, підвищення заробітних плат та зростання інших соціальних виплат сприяли подальшому збільшенню реальних доходів населення, а, відповідно, й стійкому зростанню споживання.

Значні диспропорції на ринку праці зберігатимуться й на прогнозованому горизонті. Певний час триватиме міграційний вплив населення (детальніше – у розділі "Припущення та ризики" на стор. 35). Мобілізація та порівняно тривалий процес набуття спеціальних професійних навичок новими працівниками також стримуватимуть пропозицію робочої сили. Навіть за подальшої нормалізації умов функціонування економіки повернення мігрантів в Україну, які все більше адаптуються до життя за кордоном, буде повільним. Крім того, диспропорції на ринку праці залишаться нерівномірними за регіонами й галузями та визначатимуться змінами структури економіки. Певні виклики для ринку праці матиме повернення демобілізованих до цивільного життя. Тому рівень безробіття знижуватиметься в прогнозованому періоді, однак залишатиметься підвищеним порівняно з показниками до повномасштабного вторгнення.

Водночас посилення конкуренції за доступну робочу силу, у тому числі із закордонними роботодавцями, та збереження м'якої фіскальної політики залишатимуться стійкими чинниками зростання зарплат у приватному секторі та відповідно споживчого попиту. Очікується, що реальні зарплати перевищать свій довоєнний рівень протягом 2025 року та зростатимуть надалі.

Графік 2.6. Рівень безробіття за МОП, с/с, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.7. Реальна зарплата, рівень (логарифми)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Стимулюючий характер фіскальної політики залишатиметься основним чинником економічного зростання

Після певного сповільнення на початку року на тлі стриманих бюджетних видатків, стимулюючий вплив фіскальної політики на економічну активність знову посилюється. Свідченням цього було відчутне розширення від'ємного циклічного скоригованого первинного сальдо²⁰ в II кварталі 2024 року. Подальше поліпшення стану власних ресурсів, у тому числі завдяки перевиконанню плану податкових надходжень, та отримана міжнародна допомога дали змогу істотно наростити видатки, обсяг яких за квартал сягнув другого за розміром значення від початку повномасштабної війни. Видатки збільшилися за низкою напрямів передусім на потреби військового характеру, гуманітарну сферу та заходи, пов'язані з ліквідацією наслідків руйнувань. Отже, державний сектор і надалі надає потужні стимули економічному зростанню, проте в умовах неритмічності надходжень

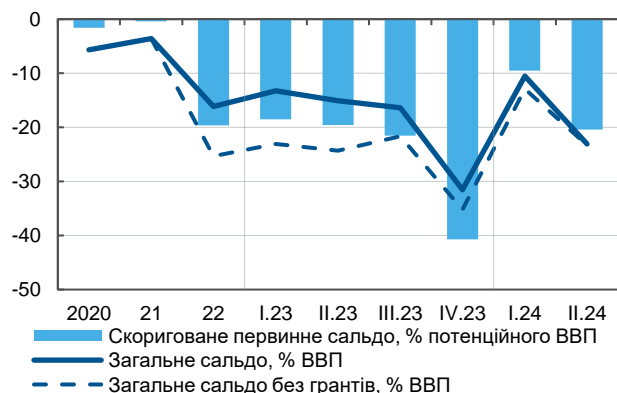
¹⁸ Так, обсяги сплати ЄСВ приватним сектором (є непрямим індикатором зростання зарплат) у реальному вимірі у квітні та травні зросли на близько 20% р/р.

¹⁹ За опитуванням НБУ, у II кварталі 2024 року баланс очікувань щодо кількості працівників у наступні 12 місяців погіршився (до -11% порівняно з -6% у I кварталі), а баланс очікувань щодо витрат на оплату праці зменшився (до 55% порівняно з 63% у I кварталі).

²⁰ Дефіцит зведеного бюджету в II кварталі також суттєво розширився: до майже 397 млрд грн без урахування грантів у доходах, або понад 23% ВВП.

міжнародної допомоги у 2024 році обсяги видатків суттєво коливаються, що може зумовити значну волатильність у темпах зростання економічної активності в низці секторів.

Графік 2.8. Сальдо СЗДУ за різними вимірами*, % ВВП

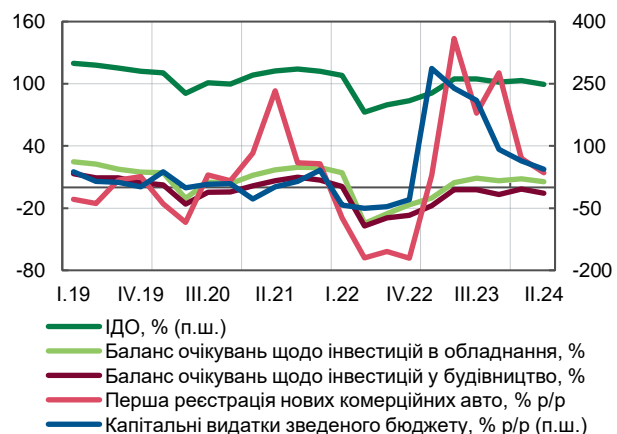


* Загальне сальдо – сальдо зведеного бюджету з урахуванням позичок ПФУ. Скориговане первинне сальдо – різниця між с/с доходами, у структурі яких податкові надходження скориговано на циклічні зміни ВВП, та с/с первинними видатками. Із доходів вираховано одноразові надходження. Від’ємне значення означає м’яку політику. ВВП 2024 року – оцінка НБУ.

Джерело: ДКСУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

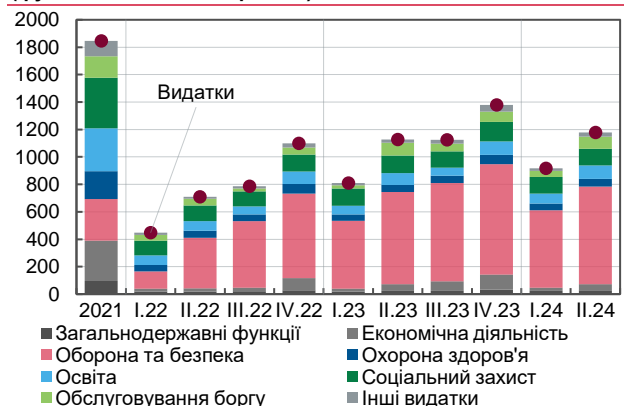
Державні капітальні вкладення залишалися вагомим джерелом інвестицій в умовах невизначеності. Вони надалі зростали високими темпами з акцентом на оборонних проектах, зокрема виробництві зброї та зведенні фортифікаційних споруд, а також відновленні інфраструктури, зокрема енергетичної. Упродовж II кварталу тривали й приватні інвестиції в розбудову транспортної інфраструктури на західному кордоні, розширення потужностей для зберігання та перевезення с/г продукції. Однак послаблення економічної активності через дефіцит е/е та погіршення ділових очікувань²¹, вірогідно, стримувало інвестиційну активність підприємств.

Графік 2.10. Окремі індикатори інвестиційного попиту



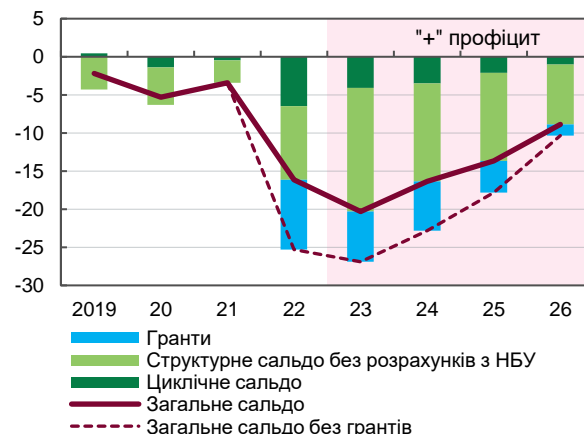
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.9. Видатки зведеного бюджету, млрд грн (функціональна класифікація)



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.11. Сальдо зведеного бюджету, % ВВП



Джерело: ДКСУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Державні видатки залишатимуться вагомим чинником економічного зростання на прогнозному горизонті. Суттєві дефіцити бюджету, попри їх поступове скорочення з 22.8% ВВП у 2024 році до 10.3% ВВП у 2026 році, зумовлюватимуться насамперед необхідністю фінансування значних потреб на оборону та безпеку, а згодом – на відбудову та гуманітарні проекти. Розширення внутрішньої ресурсної бази забезпечить послідовне звуження дефіциту бюджету, хоча фіскальна

²¹ ІДО за результатами опитування щодо ділових очікувань підприємств у II кварталі 2024 року знизився до 99.5% (порівняно зі 103.0% у I кварталі 2024 року).

політика залишатиметься м'якою. Це стимулюватиме інвестиційну діяльність, зокрема проекти з відбудови інфраструктури та нарощування потужностей з виробництва зброї. У міру нормалізації умов функціонування економіки та активізації євроінтеграційних процесів інвестиційна привабливість країни зростатиме, що сприятиме відновленню приватних інвестицій.

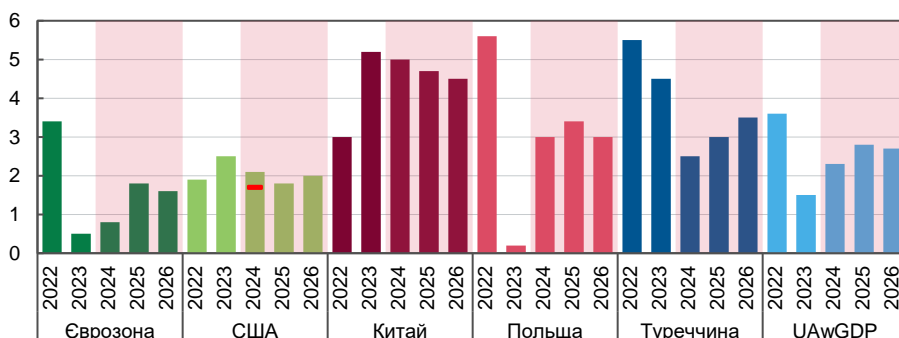
Сприятливий зовнішній попит та поживлення світової торгівлі також підтримуватимуть економічне зростання України у 2024–2026 роках

Випереджаючі індикатори демонструють [зменшення](#) відмінностей у темпах економічного зростання між країнами – ОТП України, що формує сприятливу зовнішню кон'юнктуру для української економіки. [Ділові настрої](#) надалі поліпшуються, загальні оцінки поточних умов ведення бізнесу та очікування до кінця року оптимістичніші, зокрема завдяки збільшенню зайнятості та інвестицій. Так, зростання інвестицій стримувалося високими реальними процентними ставками, обмеженим фіскальним простором і геополітичними ризиками. Крім того, очікування щодо зниження процентних ставок провідними ЦБ призвели до відкладення інвестиційних рішень у першій половині 2024 року. Прогнозується, що пом'якшення фінансових умов сприятиме помірному зростанню інвестицій з другої половини 2024 року.

Очікується, що у 2024–2025 роках зростання в країнах – ОТП України поволі синхронізується на тлі поживлення активності в Європі. Відновлення економічного зростання країн Європи у 2024 році забезпечуватиметься збільшенням реальних доходів, а певне поживлення зовнішньої торгівлі додатково підтримає промисловість країн ЦСЄ. Натомість зростання в США поступово сповільниться. Попри ліпший, ніж очікувалося, результат на початку 2024 року, стійка інфляція, певне [вичерпання](#) заощаджень, послаблення ринку праці та менші темпи зростання зарплат стримають споживчий попит.

У 2025–2026 роках підтримку зростанню країн – ОТП України надаватимуть синхронне пом'якшення фінансових умов у світі та поживлення світової торгівлі. Очікується, що зростання світової торгівлі товарами та послугами [пришвидшиться](#) насамперед завдяки відновленню попиту на ринкові товари (про що свідчать індекси нових експортних замовлень) та поліпшенню логістики. Зі свого боку, торгівля послугами, частка якої у світовій торгівлі в останні роки збільшилася майже вдвічі – [до 42%](#), зберігатиме стійкість. Цьому сприятиме подальше зростання цифрових послуг та полегшення візових вимог низкою країн, що стимулюватиме розвиток туризму та пасажирських перевезень.

Графік 2.12. Реальний ВВП окремих країн – ОТП України та UAaGDP, % р/р



— попередній прогноз.

Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

У результаті зовнішній попит, виражений середньозваженим показником річних темпів економічного зростання країн – ОТП України (UAaGDP), поживавиться на прогнозному горизонті, а темпи зростання пришвидшаться з 1.5% р/р у 2023 році до 2.3% у 2024 році та коливатимуться близько 3% у наступні роки. Разом із відновленням світової торгівлі це сприятиме підтриманню стійких темпів економічного зростання України.

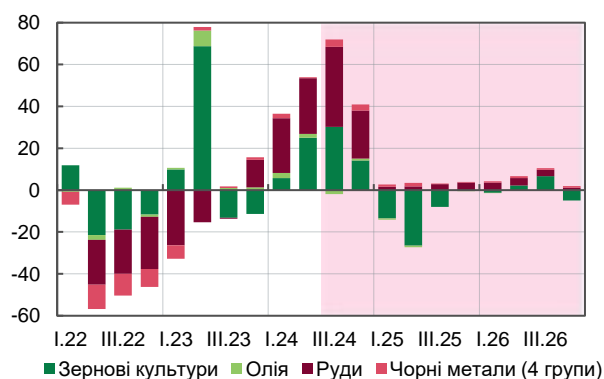
Проте геополітична напруженість, політична невизначеність через численні виборчі цикли та посилення фрагментації можуть обмежити відновлення торгівлі. І хоча економічні наслідки призупинення перевезень через Червоне море, спричинені конфліктом на Близькому Сході, були обмеженими, окремі сектори (виробництво автомобільної продукції та добрив, роздрібна торгівля) уже постраждали через затримки постачань і підвищення вартості транспортування. Крім того, фрагментація призвела до того, що обсяги двосторонньої торгівлі між США та Китаєм, які досягли рекордного рівня у 2022 році, у 2023 році зросли на третину менше, ніж їхня торгівля з рештою світу. Ознаки фрагментації також з'явилися в торгівлі послугами. Усе це стримуватиме відновлення зростання світової торгівлі та негативно позначиться на зовнішньому попиті. Водночас переведення критичних виробництв у геополітично дружні країни в середньостроковій перспективі може поживати як зовнішній попит, так і виробництво в Україні продукції для експорту в ЄС (детальніше – у вставці "Friendshoring для ЄС – можливість для України?" на стор. 21).

Руйнування енергосистеми України в умовах усе ще обмеженого виробничого потенціалу визначатиме від'ємний внесок чистого експорту в зміну ВВП на прогнозному горизонті

Стабільне функціонування морського коридору забезпечувало високі темпи зростання експорту товарів у 2024 році. Так, упродовж II кварталу тривало вивезення зернових минулорічного врожаю. Значними були й обсяги експортних постачань продуктів харчування, що відображало ефекти високих минулорічних урожаїв та нарощування обсягів виробництва окремих продовольчих товарів. Крім того, можливість перевезення ширшої товарної номенклатури цим шляхом порівняно із "зерновим коридором" сприяло зростанню експорту залізних руд. Відповідно, активний експорт позначався на зростанні обсягів вантажних перевезень, оптової торгівлі та інших допоміжних видів діяльності.

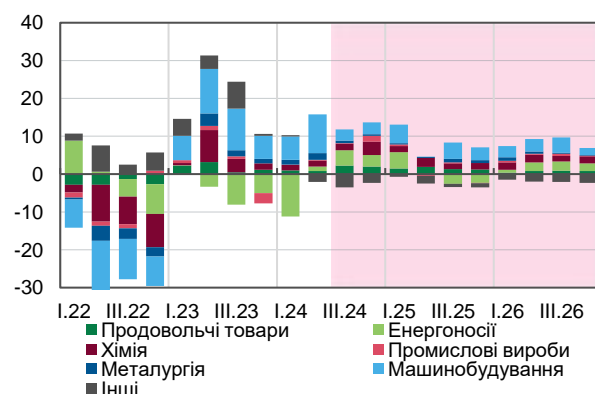
Проте втрата низки генеруючих потужностей унаслідок обстрілів з боку РФ зумовлювала потребу в більшому імпорті як енергетичного обладнання, так і електроенергії. Тривало й нарощування обсягів закупівель для оборонного сектору за рахунок видатків бюджету. Крім того, завдяки динамічному зростанню заробітних плат зростає імпорт товарів споживчого призначення. Пом'якшення монетарної політики в умовах поліпшення економічної активності та інфляційних очікувань у попередні періоди сприяло підвищенню попиту на кредити та, відповідно, нарощуванню обсягів імпорту товарів інвестиційного призначення. У результаті внесок чистого експорту в зміну ВВП у II кварталі 2024 року знизився, але все ще залишався в додатній площині.

Графік 2.13. Внески в річну зміну фізичних обсягів експорту окремих товарів, в. п.



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.14. Внески в річну зміну імпорту товарів, в. п.



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Експорт товарів на прогнозному горизонті підтримуватимуть достатні транспортні потужності, проте його стримуватиме обмежений виробничий потенціал. Так, руйнування виробничих потужностей та дефіцит е/е визначатимуть слабкий експорт продукції металургії та машинобудування. Тому динаміка експорту визначатиметься насамперед урожаєм с/г культур. Так, нижчі врожаї 2024 року

зумовлять скорочення експорту продовольства й експорту загалом у 2025 році, проте вже з 2026 року очікується відновлення його зростання.

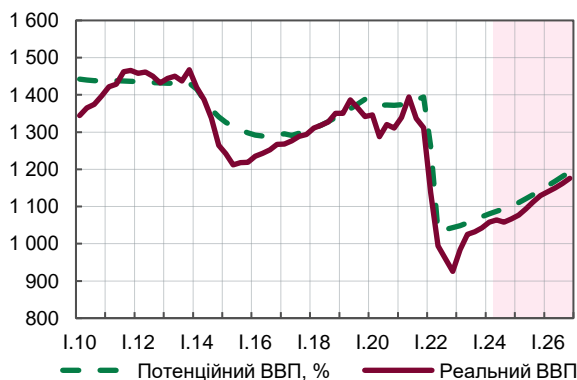
Потреба у відновленні енергосистеми зумовлюватиме зростання імпорту окремої продукції машинобудування, а дефіцит е/е призведе до більших її закупівель та імпорту товарів для енергоавтономності. Крім того, в умовах подальшого зростання доходів населення на тлі обмеженого власного виробництва через дефіцит е/е споживачі, вірогідно, частково переорієнтуються на імпортну продукцію. Також потреба у відновленні економічного потенціалу та високі видатки бюджету зумовлюватимуть розширення попиту на імпортну продукцію машинобудування, металургії, хімічної промисловості тощо. Продовження міграційних процесів відобразиться на зростанні імпорту послуг за статтею “подорожі”. У результаті зростання імпорту триватиме, а внесок чистого експорту в зміну ВВП стане від’ємним на всьому прогностичному горизонті.

Зруйновані виробничі потужності та диспропорції на ринку праці стримуватимуть зростання економічного потенціалу

З початком повномасштабного вторгнення потенційний ВВП суттєво знизився через значні втрати капіталу, робочої сили, розрив торговельних та логістичних зв'язків. Проте він порівняно швидко відновив зростання завдяки адаптації економіки до нових реалій. Останнє дасть змогу відновлюватися й надалі, замінюючи дефіцитні чинники росту впровадженням нових технологій та оптимізацією бізнесу. З нормалізацією умов функціонування економіки чинниками зростання потенційного ВВП стануть відновлення та побудова нових виробництв і логістики, євроінтеграційні процеси, а також поступове повернення мігрантів. Проте через масштабні втрати потенційний ВВП у прогностичному періоді залишатиметься нижче рівня до повномасштабного вторгнення.

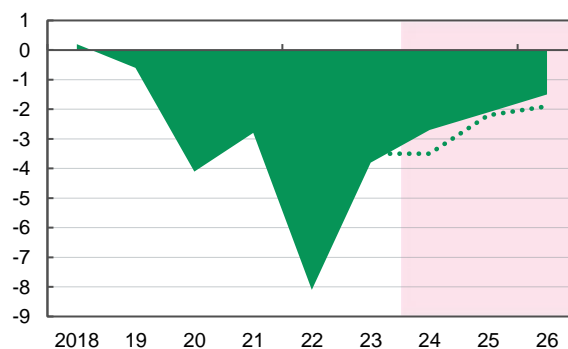
Розрив ВВП залишатиметься від’ємним. Однією з причин цього буде суттєвий дефіцит е/е, що обмежуватиме діяльність багатьох підприємств. Інша причина – повільна нормалізація економічних умов, що стримуватиме відновлення інвестиційної діяльності та споживчий попит. Недозавантаженість частини виробничих потужностей зберігатиметься до кінця прогностичного періоду через часткову втрату ринків збуту, обмежений внутрішній попит і збереження диспропорцій на ринку праці.

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



Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ.

Графік 2.16. Розрив ВВП, % потенційного ВВП



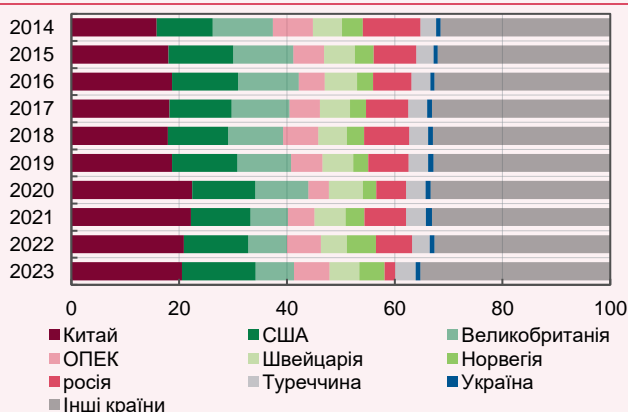
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Вставка 1. Friend-shoring для ЄС – можливість для України?

Пандемія COVID-19 і війна росії проти України продемонстрували цінність для ЄС сталого доступу до ключових ресурсів та брак важелів геополітичного впливу, зокрема у стратегічних секторах. Висока залежність ЄС в імпорті окремих товарів від країн іншого геополітичного спрямування, насамперед Китаю й росії, створює простір для переорієнтації торгівлі до геополітично ближчих країн. ЄС може бути зацікавлений у співпраці з Україною для диверсифікації джерел постачання цих товарів та/або перенесення їх виробництва. Перспективи для України обережно оптимістичні як у традиційних галузях (сільському господарстві, добуванні та металургії), так і виробництві технологічних товарів. Проте для реалізації цих перспектив потрібні приведення законодавства до норм ЄС і значні інвестиції у відновлення та розвиток виробничих потужностей. Результативність зусиль України значно посилилася б від забезпечення з боку ЄС безперешкодного доступу до ринків без політичних та регуляторних ризиків. Це також сприяло б посиленню торговельних потоків між геополітично близькими для ЄС країнами.

Зовнішня торгівля тісно пов'язує ЄС із країнами іншого геополітичного спрямування. Близько 20% імпорту ЄС протягом останнього десятиліття забезпечує Китай. Так, залежність від імпорту з цієї країни у ланцюгах створення доданої вартості є високою в текстильній галузі, виробництві комп'ютерної техніки та електроніки, металургії. На росію у 2015–2022 роках припадало ще понад 7%. Однак уже у 2023 році її частка звузилася одразу на 4.7 в. п. завдяки запровадженню ЄС економічних [санкцій](#) та диверсифікації поставок (зокрема [газу](#) та [слябів](#)). Очікується, що така динаміка відобразиться також у зниженні залежності від імпорту в ланцюгах доданої вартості, де росія відіграла вагомую роль, насамперед в енергетичному секторі. Галузева залежність переважно корелювала із високою залежністю від імпорту на рівні окремих товарів²², які, однак, становили менше 9% загального імпорту ЄС. Більше половини з них до ЄС у 2022 році постачав Китай, який був серед трьох основних постачальників у 65% випадків, тоді як частки інших країн не перевищували 6% (росії – лише 2.4%).

Графік 1. Основні торговельні партнери ЄС, % імпорту



Джерело: Eurostat.

Графік 2. Прямі і непрямі залежності ЄС від імпорту з Китаю та росії на галузевому рівні у 2020 році, % доданої вартості



Джерело: OECD TiVA 2023, ісio Stata tool, розрахунки НБУ.

Завдяки укладенню у 2014 році Угоди про асоціацію з ЄС Україна збільшила частку в сукупному імпорті ЄС до 2021 року на 0.3 в. п. (до 1.1%). Однак ці позиції були частково втрачені з початком повномасштабного вторгнення через руйнування потужностей та розрив логістичних зв'язків. Водночас доволі швидка відмова ЄС від російських товарів свідчить про потенціал для переорієнтації торговельних потоків до геополітично близьких для ЄС країн (friend-shoring), зокрема України.

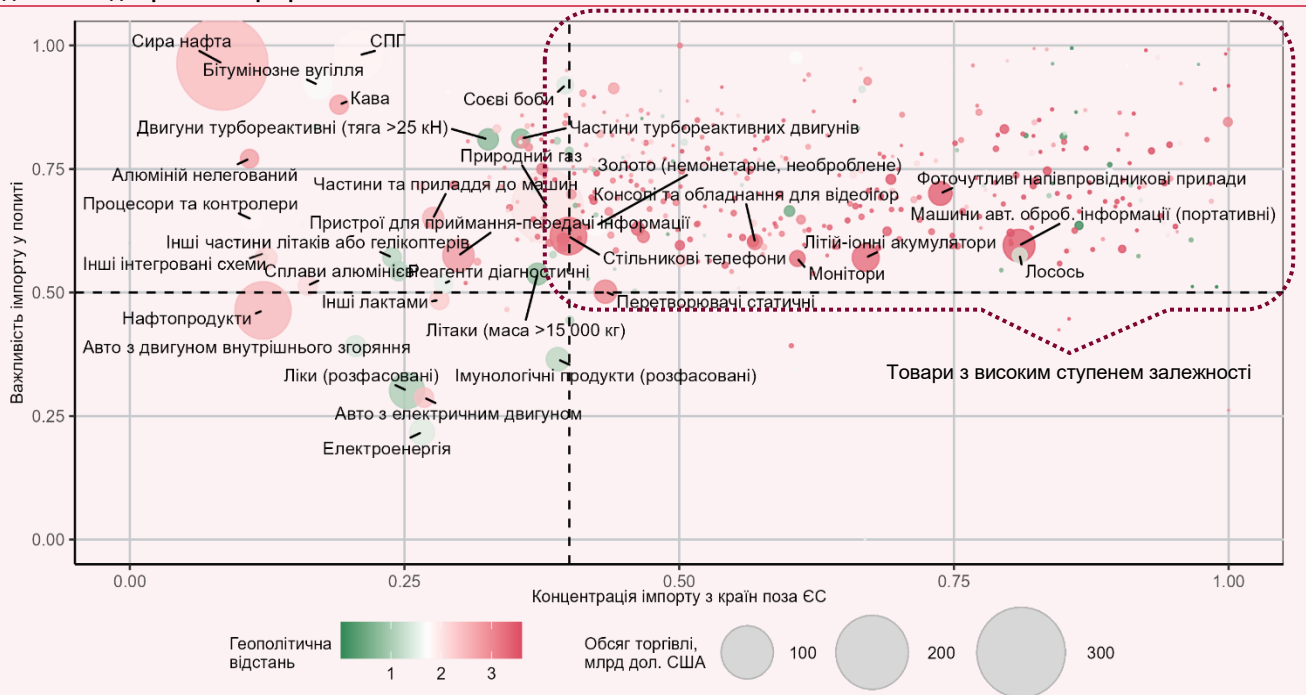
Географічне розташування та пов'язані з ним кліматичні особливості країн іншого геополітичного спрямування зумовлюють високу залежність ЄС в

²² За [методологією](#) Єврокомісії, критерії залежності – індикатори концентрації (індекс Герфіндала – Гршмана за частками країн-експортерів в імпорті ЄС), важливості (частка імпорту з-поза меж ЄС у загальному імпорті ЄС) та взаємозамінності (відношення імпорту з країн поза межами ЄС до загального експорту ЄС) таких товарів перевищували порогові значення (0.4 п., 0.5 п. та 1.0 п. відповідно).

імпорту продукції сільського господарства, текстилю, деревообробки. Прикладами таких товарів є женьшень, кокосова олія, окремі види риби, спецій і горіхів. Натомість більш традиційні для нашого регіону культури часто не задовольняли критерії залежності й походили із геополітично близьких або нейтральних країн. Так, понад 85% сої у 2022 році імпортувалося з Бразилії та США, соєвого шроту – з Бразилії та Аргентини, а соняшникового шроту – з України та Аргентини, хоча й частка росії також була відносно значною. Заміщення с/г продукції останньої може бути пріоритетним шляхом збільшення присутності українських виробників на європейському ринку, особливо в умовах запровадження ЄС [нових тарифів](#). Це стосується також оброблених продуктів з росії та білорусі. Водночас подальше розширення експорту з України може потребувати непростих перемовин з ЄС як щодо узгодження норм щодо безпеки харчових продуктів, зокрема використання пестицидів та ГМО, так і щодо квот на доступ до ринку з урахуванням інтересів європейських фермерів. Адже потреби ЄС у продукції, потенціал до нарощування поставачь якої має Україна, зокрема молочних продуктах, курятині, яйцях, цукрі, фруктових концентратах з властивої для регіону сировини, значною мірою задовольнялися власним виробництвом.

Крім специфічних дерев'яних і текстильних виробів (зокрема з бамбуку, ротангу, шовку, кашеміру), ЄС демонстрував високу залежність в імпорті бавовняної і синтетичної пряжі та тканин, окремих виробів із них. Основну частку в цих поставках мали [країни Азії](#), де витрати на робочу силу в рази нижчі, ніж у ЄС. Водночас посилення санкційного тиску ЄС на [білорусь](#) у сфері деревообробки та виготовлення меблів може відкрити для України додаткові можливості.

Графік 3. Частина імпорту ЄС* за індикаторами критичної залежності, обсягами торгівлі та середньозваженою геополітичною відстанню до країн-експортерів**



* Відображені товари з обсягом торгівлі понад 10 млрд дол. та високим ступенем залежності у щонайменше чотирьох із п'яти років у період 2018-2022 років.

** Визначається як різниця голосувань в ООН між відповідною країною і США за даними [Bailey et al. \(2009\)](#). Заморські території, Гонконг і Макао мають таку ж геополітичну відстань, як і країни, що їх представляють; для Тайваню – середня геополітична відстань країн G7. Менша відстань – ближче до позицій США у голосуваннях в ООН у 2022 році, більша – ближче до позицій Китаю.

Джерело: розрахунки НБУ на даних ВАСІ-СЕРІІ.

Однак стратегічні залежності між ЄС та іншими країнами існують у відмінних від с/г чи текстилю секторах, а саме в енергоємному виробництві, відновлюваній енергетиці, оборонній і авіакосмічній галузях, цифрових технологіях, електроніці та охороні здоров'я. Їх першоджерелом є брак у ЄС суттєвих покладів критичних сировинних товарів (КСТ), таких як магній, рідкоземельні елементи, платиноїди тощо (див. графік 4). Хоча КСТ зазвичай використовуються у відносно невеликих обсягах, вони є незамінною першою

ланкою більшості ланцюгів постачання. Найбільшим експортером КСТ із високим ступенем залежності у 2022 році був Китай, що забезпечував ЄС понад 22 видами КСТ. Диверсифікації поставок перешкождала концентрація добування і/або обробки КСТ на світовому рівні та експортні обмеження (наприклад, понад 70% світової торгівлі [кобальтом](#) перебуває під такими обмеженнями). Однак більше половини КСТ з переліку ЄС були [наявні](#) в Україні, хоча розроблялися лише окремі родовища, насамперед [графіту](#) й [титанових руд](#). Натомість розробка родовищ літію, поклади якого в Україні [становлять](#) майже третину доведених запасів у Європі, зовсім не здійснювалася через власну [специфіку](#). З огляду на значну капіталомісткість розвідки запасів, розбудови видобутку та збагачувальних потужностей, для розвитку галузі потрібно як суттєве зниження безпекових ризиків, так і проведення [низки реформ](#), зокрема у захисті прав власності, корпоративному управлінні на підприємствах зі значною часткою державної власності, а також розроблення відповідної нормативно-правової бази.

Графік 4. Критичні сировинні товари за ступенем залежності ЄС і зваженою геополітичною відстанню до постачальників



Синім підписано КСТ, поклади яких Україна має або вже розробляє. Джерело: Єврокомісія, BRDO, Державна служба геології та надр України, розрахунки НБУ.

Графік 5. Розподіл активних фармацевтичних інгредієнтів (АФІ) за обсягом імпорту з країн поза ЄС, %*



* Включає Гонконг і Макао.
** Визначення АФІ за [ЕСІРЕ](#).
Джерело: розрахунки НБУ на даних VASCI-CEPII.

Крім КСТ, ЄС залежить і від імпорту вузлів та агрегатів, виготовлених на основі їх сполук. Так, Китай у 2022 році контролював [щонайменше 75%](#) кожної з ланок створення сонячних панелей та експортував до ЄС понад 50% відповідних елементів. Аналогічна ситуація спостерігалася й у виробництві акумуляторів, де Китай [забезпечував](#) замкнутий цикл від переробки сировини (попри незначну частку добування нікелю і кобальту на своїй території) до кінцевого товару. Також ЄС, що споживає 20% світового обсягу [напівпровідників](#), а виготовляє лише близько 10%, залежить від [імпорту з Азії](#), передусім Тайваню і Китаю. Проте нарощування ЄС власних потужностей із виготовлення [акумуляторів](#), [сонячних панелей](#), [напівпровідників](#) створює простір для включення в ланцюги постачання України, яка вже має [успішний](#) досвід співпраці з європейськими виробниками. Так, розбудова на заході України кластеру виробництва електроустаткування для провідних автомобільних компаній мала вагомий внесок у зростання продукції машинобудування у 2016–2017 роках, збільшення кількості робочих місць у регіоні тощо. Цей кластер продемонстрував певну стійкість навіть під час пандемії COVID-19 і після початку повномасштабної війни²³. Перспективним напрямком для України може бути й вторинна переробка матеріалів.

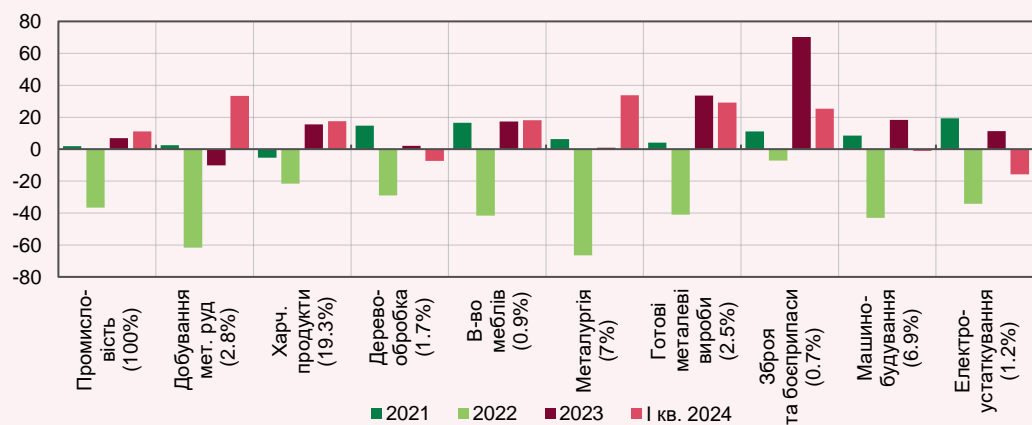
ЄС також значною мірою залежить від імпорту активних фармацевтичних інгредієнтів (АФІ) з Китаю та Індії, які займають провідні позиції у світовому виробництві. Водночас наявність у ЄС розвинуеного фармакологічного сектору не гарантує взаємозамінності європейських та імпортних АФІ з огляду на [спеціалізацію](#) компаній та двократну середню різницю в цінах експорту за межі ЄС та імпорту з країн поза ЄС. Україна за останніх шість років спорадично експортувала окремі АФІ до ЄС та з огляду на значні фармакологічні потужності

²³ У 2020 році виробництво електричного устаткування знизилася на 0.9%, тоді як машинобудування у цілому – на 17.6%, а у 2022 році – на 34.2% та 43.1% відповідно.

має перспективи розширення постачань за умови отримання "фармацевтичного безвізу"²⁴. Зокрема, українські фармакологічні підприємства можуть виробляти проміжні продукти та генеричні препарати з критичного переліку лікарських засобів ЄС (антибіотики, тромболітики, інсулін, жарознижуючі, засоби для знеболення).

Натомість потреба ЄС у товарах кінцевого споживання зазвичай є меншою завдяки розвиненій власній промисловій базі. До винятків, зокрема, належать дрони. [Прогрес](#) України в їх розробленні та виготовленні, зокрема з локалізацією комплектуючих, може зацікавити ЄС, який [поступається](#) США та Ізраїлю у виробництві військових, а Китаю – цивільних дронів. Загалом, хоча в готовій продукції ВПК залежність ЄС від геополітичних опонентів є помірною, досвід у розбудові та локалізації потужностей ВПК в умовах війни, а також оперативне випробування розробок на полі бою значно посилює позиції України на світовому ринку озброєнь. Процес створення спільних підприємств з європейськими зброярами уже [розпочався](#), як і демонстраційне вирощування [бавовнику](#), що використовується під час виробництва пороху. Збільшення площ останнього для виходу на промислові масштаби з 2025 року дасть змогу не лише задовольнити потреби України, а й зменшити залежність оборонних підрядників ЄС від сировини з Китаю. Отже, експортний потенціал України може суттєво зрости, у тому числі з огляду на розширення військових бюджетів окремих країн ЄС.

Графік 6. Обсяги виробництва в окремих видах промислової діяльності, % р/р (у дужках – частка у промисловості у 2023 році)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ

Залежність ЄС від країн з іншим геополітичним спрямуванням створює простір для переорієнтації торгівлі до більш геополітично близьких країн. Хоча досі суттєвих змін у структурі імпорту ЄС [не спостерігалось](#), компанії змінюють підходи до накопичення стратегічних запасів, диверсифікують постачальників і [планують](#) перенесення виробництв у наступні п'ять років. Чітке затвердження Україною геополітичних пріоритетів і початок перемовин про вступ до ЄС закладають перспективи як для подальшого розширення доступу на європейський ринок, де Україна вже може поборотися за частину з майже 263 млрд дол. імпорту ЄС з високим ступенем залежності²⁵, так і для залучення інвестицій європейських партнерів, зацікавлених у friend-shoring, що може значно збільшити експортні надходження²⁶. Реалізація цього потенціалу можлива за умови зниження безпекових ризиків, активного впровадження євроінтеграційних реформ, зокрема захисту демократичних процедур і прав власності, розширення пропозиції робочої сили, зокрема повернення вимушених мігрантів, та відновлення енергетики. Результативність зусиль України значно посилилася би від напрацювання ЄС механізмів співпраці, що забезпечили б безперешкодний доступ до ринків без політичних та регуляторних ризиків. Це також сприяло б посиленню торговельних потоків між геополітично близькими для ЄС країнами.

²⁴ Для цього необхідно виконати три вимоги: створення єдиного регуляторного органу, імплементація стандартів та права ЄС, а також посилення боротьби із фальсифікатом ліків та медичних виробів.

²⁵ Загальний обсяг імпорту товарів з високим ступенем залежності у 2022 році.

²⁶ Для порівняння, у 2022 році експорт України в ЄС склав близько 25 млрд дол., а у 2023 – близько 22 млрд. дол.

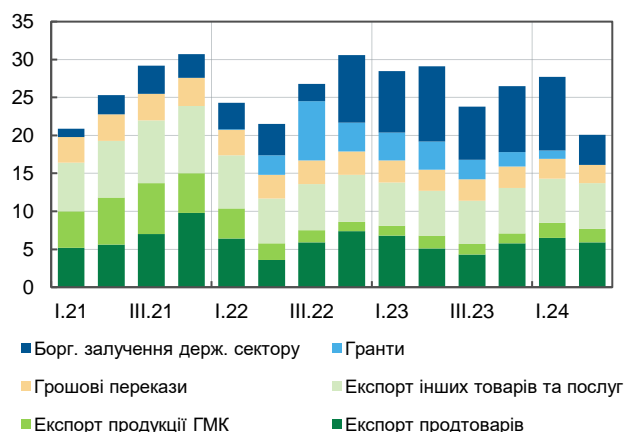
Розділ 3. Монетарні умови та фінансові ринки

- Сприятлива інфляційна динаміка та стійка ситуація на валютному ринку дали змогу НБУ за останніх 12 місяців знизити облікову ставку з 25% до 13%, а також запровадити масштабний пакет заходів валютної лібералізації. Надалі простір для пом'якшення процентної політики досить обмежений з огляду на необхідність забезпечення стійкості валютного ринку, утримання помірної інфляції у 2024–2025 роках і приведення її до цілі 5% на прогнозованому горизонті.
- НБУ зберігатиме активну присутність на валютному ринку для покриття структурного дефіциту валюти, підтримання двосторонніх курсових коливань і згладжування надмірної волатильності. НБУ прагне забезпечити такий стан валютного ринку, який дасть змогу зберігати контроль над інфляційними очікуваннями та досягти цілі з інфляції на прогнозованому горизонті.
- В умовах очікуваного зменшення обсягів міжнародної допомоги в наступні роки резерви поступово знижуватимуться на прогнозованому горизонті. Проте їх рівень залишатиметься достатнім для подальшого забезпечення помірних двосторонніх коливань обмінного курсу у відповідь на зміну ринкових умов.

Ситуація на валютному ринку залишається контрольованою завдяки інтервенціям НБУ та політиці захисту гривневих інструментів від інфляційного знецінення

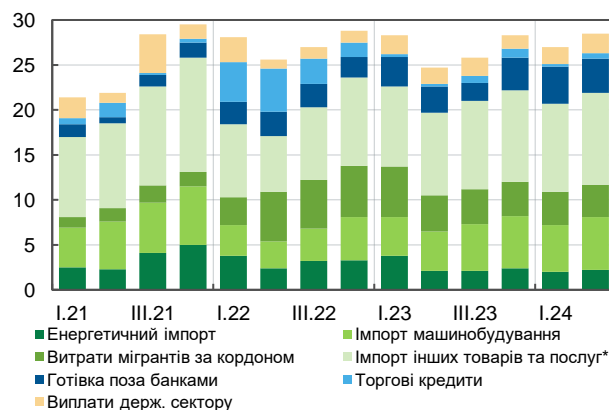
У II кварталі тиск на обмінний курс гривні посилювався через зростання чистого попиту на іноземну валюту. Так, експорт товарів унаслідок вичерпання запасів с/г продукції очікувано знизився. Крім того, дефіцит е/е та зростання внутрішнього попиту стримували експорт інших товарів, зокрема харчових продуктів, продукції металургії та машинобудування. Водночас імпорт товарів відчутно зріс. Зокрема, збільшилися закупівлі продукції машинобудування за рахунок як нарощування видатків бюджету, так і стійкого інвестиційного попиту. Зросла й необхідність в імпорті енергетичного обладнання та е/е з огляду на складну ситуацію у вітчизняній енергосистемі через руйнування низки генеруючих потужностей і необхідність планових ремонтів на АЕС. Крім того, наприкінці кварталу дещо активізувалися закупівлі пального в очікуванні підвищення акцизного податку. Також очікуваним був і вплив операцій, дозволених бізнесу в межах [травневої лібералізації](#): пом'якшення валютних обмежень призвело до збільшення імпорту окремих послуг та репатріації дивідендів.

Графік 3.1. Основні компоненти валютних надходжень у країну, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Графік 3.2. Основні компоненти відпливу валюти, млрд дол.



* Без урахування гуманітарної допомоги.
Джерело: НБУ.

За таких умов, дотримуючись задекларованих принципів керованої гнучкості, НБУ забезпечував помірні двосторонні коливання обмінного курсу та водночас суттєво збільшив обсяги інтервенцій. У результаті чистий продаж НБУ іноземної валюти в II кварталі зріс до 8.3 млрд дол. порівняно з 5.8 млрд дол. у I кварталі 2024 року, а гривня послабилася до долара США на 4.4% у середньому за квартал. У липні

внаслідок ситуативних і психологічних чинників чистий попит на валюту досить суттєво перевищував оцінку структурного дефіциту валюти, що призвело до відчутного послаблення обмінного курсу гривні. Це почало негативно позначатися на курсових очікуваннях та створювати додаткові ризики для інфляційної динаміки. Перегляд НБУ тактики інтервенцій для протидії тимчасовим чинникам дав змогу збалансувати ринкову ситуацію.

Збільшення інтервенцій разом з очікуваним зниженням обсягів зовнішньої фінансової допомоги зумовило скорочення міжнародних резервів до 37.9 млрд дол. станом на кінець червня. Проте вони й надалі перебували на достатньому рівні, перевищуючи мінімально необхідний за критерієм МВФ на 11%²⁷.

Водночас на валютному ринку України й надалі спостерігалися позитивні структурні зрушення. Зокрема, тривало збільшення обсягу операцій банків без участі НБУ. Крім того, різниця між готівковим та офіційним курсами в II кварталі 2024 року, попри ситуативні сплески, не перевищувала 1.4%, а наприкінці червня знизилася до 0.7%. Мінімізація множинності курсів і краща "синхронізація" сегментів валютного ринку поліпшують спроможність НБУ зберігати керованість курсової динаміки, а збільшення глибини міжбанківського валютного ринку підвищує його здатність до самозбалансування.

Для підвищення інвестиційної привабливості та підтримання обороноздатності України НБУ [актуалізував](#) та [переглянув](#) низку валютних обмежень. Крім того, НБУ [оновив](#) нормативно-правову базу для забезпечення прямого доступу іноземних інвесторів до інструментів відбудови України, зокрема облігацій місцевих позик, інфраструктурних облігацій, облігацій міжнародних фінансових організацій тощо.

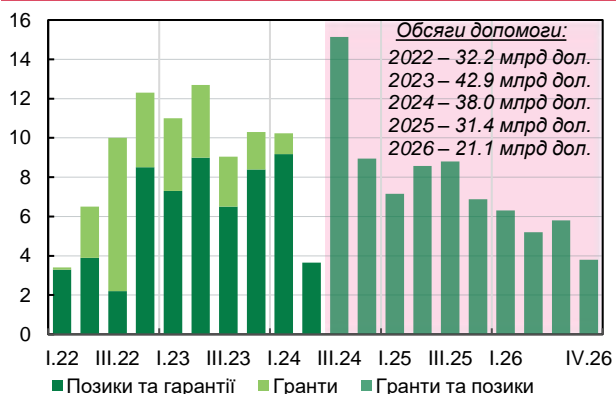
Поступова нормалізація функціонування економіки сприятиме зниженню структурного дефіциту валюти на ринку, проте його обсяги залишатимуться значними на прогнозованому горизонті. Втрати виробничих потужностей, руйнування інфраструктури та пошкодження енергетичної системи стримуватимуть відновлення експорту, а також формуватимуть значну потребу в імпорті. Збереження високих логістичних витрат буде додатковим чинником помірної зростання експортної виручки. Продовження міграції українців за кордон зумовлюватиме вплив валюти за статтею "Подорожі", проте його обсяги скорочуватимуться на тлі адаптації та поступової втрати мігрантами української податкової резидентності. Попит на готівкову валюту також залишатиметься значним до кінця прогнозного горизонту, але завдяки контрольованій ситуації на валютному ринку та послідовній монетарній політиці НБУ він поступово знижуватиметься. Хоча подальші кроки з валютної лібералізації створюватимуть додатковий попит на валютному ринку, це сприятиме збільшенню залучень приватного сектору в середньостроковій перспективі.

Скорочення міжнародної фінансової допомоги на тлі значного чистого впливу валюти з приватного сектору зумовить поступове зменшення міжнародних резервів до 32 млрд дол. на кінець 2026 року. Проте їхній рівень залишатиметься достатнім для забезпечення стійкості валютного ринку.

Отже, НБУ й надалі зберігатиме активну присутність на валютному ринку для покриття структурного дефіциту валюти, підтримання двосторонніх курсових коливань і згладжування надмірної волатильності. Пріоритетним завданням залишатиметься й захист гривневих заощаджень від інфляційного знецінення. Завдяки цим заходам НБУ забезпечуватиме такий стан валютного ринку, який дасть змогу зберігати контроль над інфляційними очікуваннями та досягти цілі з інфляції на прогнозованому горизонті.

²⁷ Резерви становили 111% від композитного критерію МВФ згідно з розрахунками за АРА метрикою для режиму гнучкого режиму обмінного курсу та наявності валютних обмежень. За методологією МВФ рівень міжнародних резервів має коливатись у межах 100–150% від композитного критерію.

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.



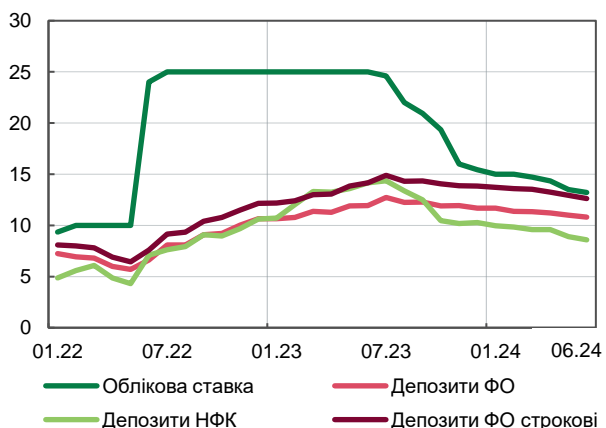
Джерело: розрахунки НБУ.

Поступове зниження облікової ставки з липня минулого року давало змогу балансувати між цілями з цінової стабільності та сприяння стійкому економічному розвитку

З огляду на стримані показники інфляції, контрольовану ситуацію на валютному ринку та достатньо збалансовані ризики для прогнозу інфляції НБУ в II кварталі продовжив цикл зниження облікової ставки. Так, у червні 2024 року облікову ставку було знижено на 0.5 в. п. до 13%, тоді як у липні ставку залишено без змін. Останнє рішення спрямовувалося на необхідність забезпечення стійкості валютного ринку та наближення інфляції до цілі 5% на прогнозному горизонті, а також збереження гривневих заощаджень від інфляції на тлі все ще суттєвих проінфляційних ризиків через наслідки війни.

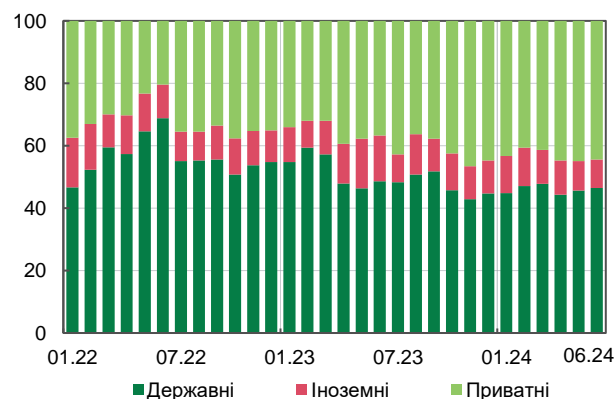
Трансмісія зниження облікової ставки в банківські роздрібні ставки в II кварталі очікувано посилилася. Упродовж кварталу середньозважена ставка за строковими депозитами населення знизилася на 0.9 в. п. до 12.6%, а НФК – на 1.0 в. п. до 8.7%. Відчутно вища середньозважена вартість депозитів для населення зумовлена особливостями дизайну процентної політики НБУ та різною строковістю вкладень НФК та населення.

Графік 3.5. Середньозважені процентні ставки за гривневими депозитами та середньомісячна облікова ставка, %



Джерело: НБУ.

Графік 3.6. Частка груп банків у залученні (оборотах) гривневих депозитів ФО на строк понад 92 дні, %



З липня 2023 року СЕНС БАНК перейшов з групи банків іноземних банківських груп до банків з державною часткою.
 Джерело: розрахунки НБУ.

Розміщення тримісячних депозитних сертифікатів НБУ разом із застосуванням механізму обов'язкового резервування створило необхідні стимули для поживлення конкуренції банків за вклади населення на довші строки. Так, жвава

цінова конкуренція²⁸ за вкладників дала змогу банкам з приватним капіталом з березня 2023 року збільшити свою частку ринку приблизно на 12 в. п. за рахунок частки державних банків²⁹:

Водночас номінальні гривневі ставки надалі знижувалися через ефекти від попередніх кроків з пом'якшення процентної політики. В умовах зупинки процесу поліпшення інфляційних очікувань це зумовлює зниження й реальних дохідностей, та відповідно ризику послаблення інтересу до строкових гривневих інструментів. Так, у червні поточного року призупинився приріст строкових депозитів населення, а також повільніше відбувався роловер гривневих ОВДП у власності фізичних осіб. Це посилює загрозу перетікання коштів на валютний ринок. Отже, підтримання привабливості гривневих інструментів не втрачає своєї актуальності, а необхідність забезпечення їх захисту від інфляційного знецінення обмежує простір для подальшого зниження облікової ставки.

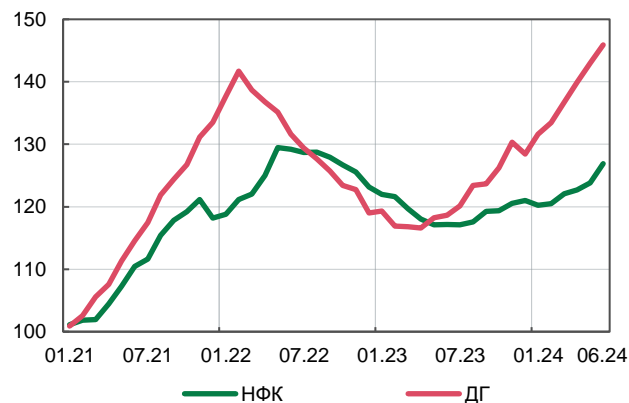
Пом'якшення процентної політики, низька інфляція, а також висока конкуренція за платоспроможних клієнтів спонукали банки активніше знижувати ставки за корпоративними кредитами. Так, середньозважена ставка за гривневими кредитами НФК протягом II кварталу знизилася на 1.2 в. п., а за ультракороткими (до 1 місяця) – на 1.4 в. п. Це сприяло подальшому зростанню гривневого корпоративного портфеля, що позитивно впливає на пожвавлення економічної активності загалом. І хоча обсяги кредитування все ще порівняно невеликі, їхній приріст швидко набирає темп. Так, зростання валових гривневих кредитів НФК у річному вимірі в червні становило 8.3% порівняно з 2% у березні. Найшвидше зростали обсяги кредитування малого та середнього бізнесу. Набирає ваги й несубсидійоване кредитування³⁰. В абсолютному вимірі валові гривневі кредити НФК за квартал зросли майже на 20 млрд грн (у тому числі на 12.6 млрд грн у червні). Лідерами за обсягами приросту в II кварталі були с/г, переробна промисловість, транспорт, складське господарство та торгівля.

Графік 3.7. Середньозважені процентні ставки за гривневими кредитами та середньомісячна облікова ставка, %



Джерело: НБУ.

Графік 3.8. Валові гривневі кредити, 12.2020 = 100



Джерело: НБУ.

Водночас вартість гривневих кредитів населенню у II кварталі майже не змінилася. Слабка реакція цих ставок пояснюється значним попитом населення на споживчі кредити. Протягом останнього року роздрібний кредитний портфель стрімко відновлювався, а темпи його зростання вже майже повернулися на рівень до повномасштабного вторгнення. Головний рушій такого зростання – споживчий попит, у тому числі на великі покупки. Активно зростають й іпотечні кредити. Проте наразі іпотечне кредитування реалізується практично повністю в межах програми "єОселя".

²⁸ Банки з приватним капіталом є важливим провідником монетарної трансмісії: вони жваво відреагували на посилення процентної політики у 2022 році та запровадження неконвенційного операційного дизайну, а наразі зберігають депозитні ставки на рівні суттєво вищому, ніж пропонують банки з державною часткою та іноземних банківських груп.

²⁹ Частка банків з приватним капіталом в оборотах із залучення гривневих депозитів фізичних осіб на строк понад 92 дні зросла до 44% з 32%.

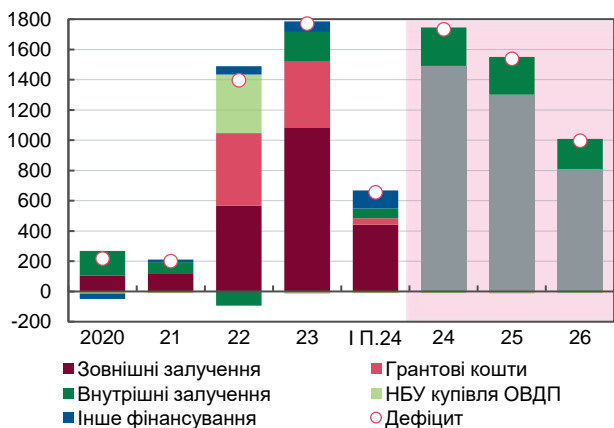
³⁰ Субсидійоване кредитування – пільгові кредити в межах державної програми "Доступні кредити 5-7-9%".

Однак кредитна активність усе ще стримується високими ризиками. Крім того, руйнування енергетичної інфраструктури та перебої в постачанні електроенергії, а також брак кваліфікованих кадрів обмежують інвестиційні настрої бізнесу. Проте на прогнозованому горизонті очікується подальша активізація кредитування. Цьому, зокрема, сприятимуть заходи в межах реалізації Стратегії з розвитку кредитування. Зокрема, у червні НБУ ухвалив комплекс рішень для стимулювання залучення банківського сектору до фінансування проектів з відбудови економіки країни. Також з липня 2024 року почали працювати фінансові програми для підвищення енергонезалежності споживачів, зокрема пільгового кредитування громадян та бізнесу для придбання енергообладнання.

Роль внутрішнього боргового ринку очікувано посилюється як у залученні фінансових ресурсів, так і згладжуванні фінансування бюджетних потреб, зважаючи на нерівномірність міжнародної допомоги

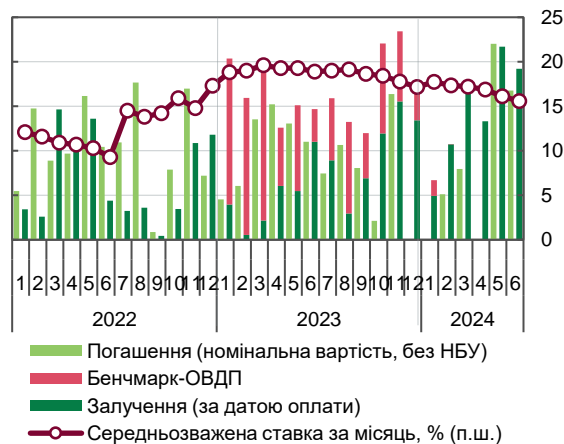
Дохідність ОВДП також реагувала на пом'якшення процентної політики НБУ. Проте її зниження було доволі помірним, що відображало значну потребу в коштах для фінансування бюджетних видатків. Крім того, роль внутрішніх запозичень зросла з огляду на зміну ритмічності міжнародної допомоги цього року: "пікові періоди" змінюються певними паузами в отриманні коштів. Так, після незначних надходжень на початку року отримано рекордні обсяги в березні та помірні надходження в II кварталі (3.6 млрд дол США). Зокрема, частина видатків у II кварталі профінансована за рахунок створеного "запасу" валютних коштів наприкінці березня. Також завдяки надходженню допомоги від ЄС наприкінці червня було поповнено ресурси для фінансування витрат у наступні періоди. У результаті зросла потреба в накопиченні та згладжуванні ресурсів для фінансування витрат у ті періоди, коли міжнародна допомога незначна. Збереженню ринкового інтересу до державних цінних паперів сприяла їх дохідність, що в реальному вимірі залишалася найвищою серед інших фінансових інструментів. Так, роловер ОВДП у національній валюті становив понад 137% у II кварталі, а з початку року – перевищив 153%.

Графік 3.9. 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 включає зовнішні залучення, грантові кошти та інше фінансування, зокрема використання порівняно значних залишків коштів на кінець попереднього періоду.*
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.10. Первинне розміщення* та погашення гривневих ОВДП, млрд грн та їх дохідність



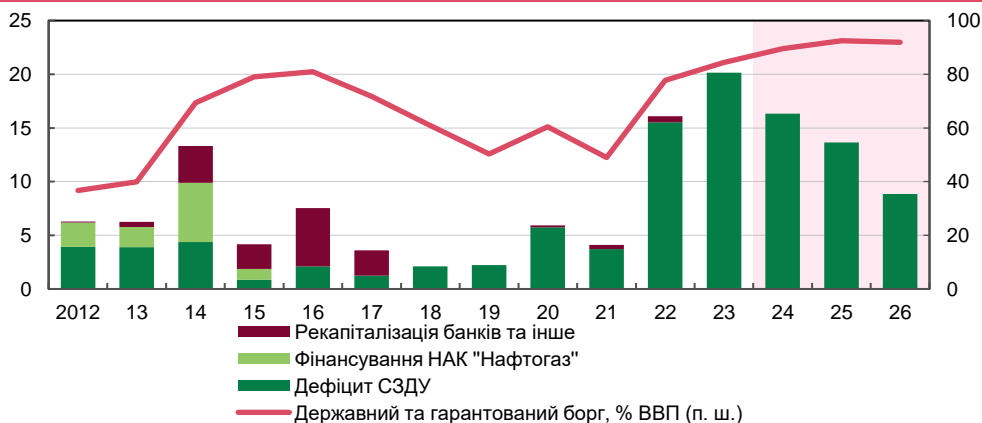
* За результатами проведення аукціонів із розміщення ОВДП до відображення цінових ефектів унаслідок дорозміщення цінних паперів. Не включають ОВДП, випущені у 2022 році для докапіталізації Укрфінжитла, та викуп НБУ військових ОВДП.
Джерело: розрахунки НБУ.

Заходи уряду зі збільшення доходів разом із подальшим відновленням економіки та поліпшенням фінансових результатів сприяли нарощуванню власних ресурсів бюджету. Проте їх недостатньо для покриття значних видатків. Крім того, в умовах очікуваного поступового скорочення обсягів міжнародної допомоги в наступні роки (детальніше – у розділі "Припущення та ризики" на стор. 35) та збереження значних дефіцитів бюджету роль ОВДП як джерела фінансування зростатиме.

Ключовими чинниками збільшення державного та гарантованого державою боргу залишатимуться істотний дефіцит бюджету, менші гранти в загальному обсязі міжнародної фінансової допомоги та ефекти від курсової переоцінки. За оцінкою НБУ, на кінець червня 2024 року його рівень становив 88% ВВП, а в середньостроковій перспективі³¹ сягне близько 92% ВВП.

Проте такий рівень боргу не обтяжуватиме бюджет та економічний розвиток у найближчі роки завдяки низькій вартості обслуговування й тривалому середньому терміну залучень, отриманих після повномасштабного вторгнення на пільгових умовах, а також зваженій борговій політиці на внутрішньому ринку та реалізації домовленостей щодо [реструктуризації](#) суверенних боргових цінних паперів.

Графік 3.11. Широкий дефіцит СЗДУ й державний та гарантований державою борг, % ВВП

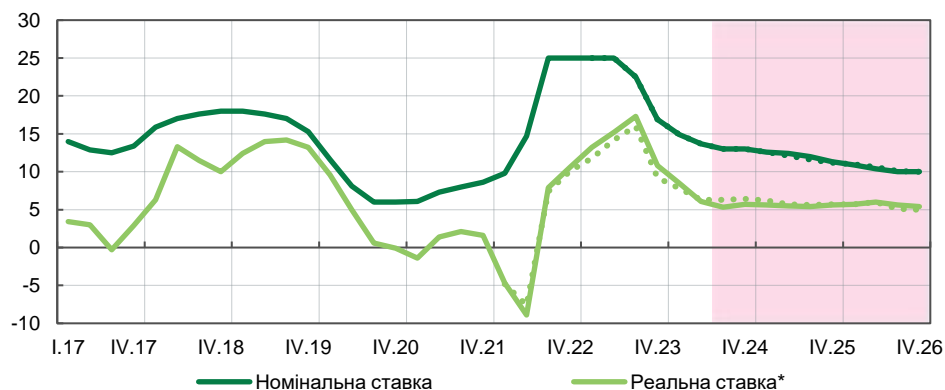


Джерело: МВФ, ДКСУ, МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

НБУ узгоджуватиме заходи процентної та валютної політики, а також пом'якшення валютних обмежень для збереження контролю над інфляційними очікуваннями та досягнення інфляційної цілі 5% на прогнозованому горизонті

Поточний баланс ризиків для інфляційної динаміки зміщений вгору, зокрема з огляду на збільшення бюджетних видатків, очікувані ефекти перенесення від послаблення курсу гривні та погіршення очікувань через пришвидшення інфляції. Отже, потенціал зниження облікової ставки в цьому році, ймовірно, вичерпано.

Графік 3.12. Облікова ставка в номінальному та реальному вимірах, у середньому за період, %



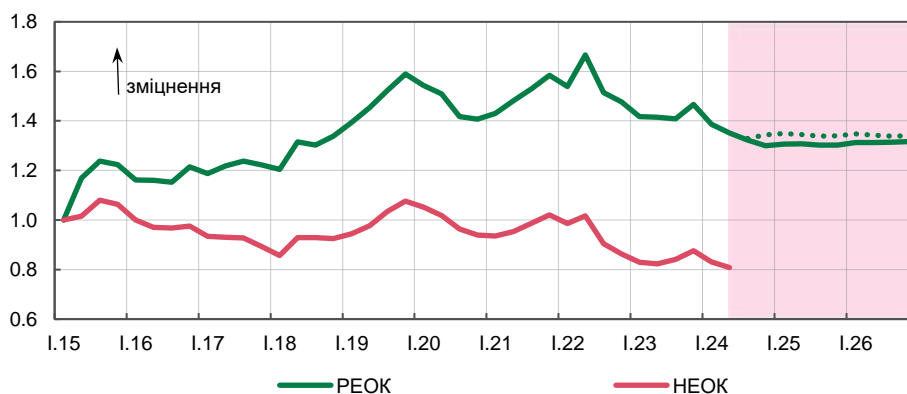
* Дефльована на модельні очікування (КПМ).
Джерело: розрахунки НБУ.

Обмежують простір для пом'якшення процентної політики в Україні й подальші заходи з валютної лібералізації та стриманіший підхід до зниження своїх процентних ставок країнами – ОТП України. Так, ураховуючи стійкість інфляційних процесів, більшість ЦБ як розвинутих країн, так і країн ЕМ зберігатимуть позицію "вище на довше". Адже [симетрія](#) в реакціях монетарної політики на низьку та високу інфляцію є важливою для центральних банків у боротьбі з інфляцією.

³¹ Прогноз державного та гарантованого державою боргу враховує анонсовану реструктуризацію боргу у 2024 році.

Цикл зниження облікової ставки в Україні може відновитися у 2025 році та триватиме у 2026 році, що підтримає економічне зростання. Проте навіть в умовах зниження ключової ставки, вона залишатиметься додатною (5-6%) в реальному вимірі. Враховуючи, що нейтральний рівень реальної облікової ставки у 2016-2019 роках оцінювався в 3-4%, то за поточних умов (високих ризиків) реальний рівень облікової ставки не є надмірним. Крім того, після досить суттєвого послаблення РЕОК гривні з кінця 2021 року на прогнозованому горизонті очікується його відносна стабілізація через вплив на його рівноважний рівень зростання продуктивності та, як наслідок, поступового відновлення економіки. З іншого боку, стабілізація показників зовнішньої торгівлі та заходи монетарної політики НБУ підтримуватимуть РЕОК на рівні, який забезпечить умови для формування стійкого дезінфляційного тренду.

Графік 3.13. Індекси РЕОК та НЕОК гривні, І.2015 = 1



Джерело: МВФ, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Водночас НБУ гнучко реагуватиме на зміни в балансі ризиків для інфляції й валютного ринку. Так, якщо ризики для інфляційного розвитку та валютного ринку послабляться, зокрема в результаті можливого отримання Україною більших обсягів фінансової підтримки, НБУ розгляне можливість швидшого відновлення циклу зниження облікової ставки. Натомість у разі значного посилення цінового тиску та появи ризиків розбалансування очікувань НБУ готовий до проведення суттєво жорсткішої монетарної політики.

Вставка 2. Валові міжнародні резерви України: який рівень достатній в умовах війни?

Ще в порівняно нещодавньому "відносно мирному" минулому досягнення 100% від мінімального рівня адекватності міжнародних резервів було доволі амбітною ціллю для України³². А станом на кінець червня 2024 року міжнародні резерви становили майже 38 млрд дол., що відповідало 111% мінімально необхідного рівня за композитним критерієм МВФ. Високий рівень резервів став причиною занепокоєнь щодо їх надмірності в умовах війни. Водночас, за оцінками НБУ, вони наразі є та на прогнозованому горизонті будуть достатніми та необхідними для забезпечення стійкої та контрольованої ситуації на валютному ринку. В умовах високої невизначеності та шоків умов функціонування економіки, спричинених війною, такий рівень резервів забезпечує необхідний буфер для підтримання макроекономічної стабільності, особливо за реалізації негативних сценаріїв. Цей буфер є важливим і тому, що джерелом наповнення резервів в останні роки була зовнішня допомога, обсяги якої, згідно з прогнозом, знижуватимуться та наразі лише частково підтверджені міжнародними партнерами.

Для чого потрібні міжнародні резерви? Накопичення резервів має на меті досягнення широкого спектра цілей. Насамперед валові резерви можуть слугувати інструментом захисту економіки від зовнішніх шоків в умовах фінансових криз, коливань цін на світових товарних ринках тощо. Крім того, резерви використовуються центральним банком для утримання стабільності на валютному ринку, що має особливе значення для країн з відкритою економікою. Також резерви використовуються для забезпечення валютної ліквідності банківської системи в разі кризової ситуації. Достатній рівень резервів підвищує довіру інвесторів до економічної стабільності країни, що може сприяти зниженню вартості залучень на міжнародних ринках капіталу.

В останні роки накопичення резервів здійснювалося центральними банками з урахуванням геополітичних ризиків. Адже сучасні дослідження доводять, що такі ризики призводять до звуження товарних потоків ([Gupta and Gozgor, 2019](#)) та негативно впливають на потоки капіталу країн, що розвиваються, та відповідно визначають інвестиційні рішення ([Feng et al., 2023](#)).

Для оцінки необхідного рівня резервів використовуються різноманітні методологічні підходи, найґрунтовнішим серед яких наразі є [компаративний критерій МВФ](#). Традиційними метриками є: правило покриття трьох місяців імпорту, 20-відсоткове покриття грошової маси та 100-відсоткове покриття короткострокового зовнішнього боргу. Ці метрики широко використовуються, не втрачаючи своєї актуальності. Проте іноді вони не повною мірою відображають особливості тієї чи іншої країни та її макроекономічних умов. Наприклад, правило покриття трьох місяців імпорту [вважається актуальним](#) для країн із жорсткими обмеженнями на потоки капіталу, а співвідношення резервів до грошової маси, навпаки, – для країн з розвиненим фінансовим ринком та вільним рухом капіталу.

Найбільш уживаним комплексним підходом є композитний критерій МВФ, який ґрунтується на чотирьох індикаторах: експорт товарів та послуг, грошова маса M2 у доларовому еквіваленті, короткостроковий зовнішній борг та інші зобов'язання. Для кожного індикатора використовуються вагові коефіцієнти, які відрізняються залежно від режиму обмінного курсу та наявності обмежень на потоки капіталу. Наразі в Україні використовується формула для гнучкого режиму обмінного курсу з обмеженнями на потоки капіталу.

За цим підходом визначається мінімально необхідний рівень. Адекватним вважається обсяг резервів у межах 100–150% композитного критерію. Резерви нижче 100% створюють виклики при проведенні монетарної політики. Водночас і рівень вище 150% вважається небажаним, оскільки може свідчити про

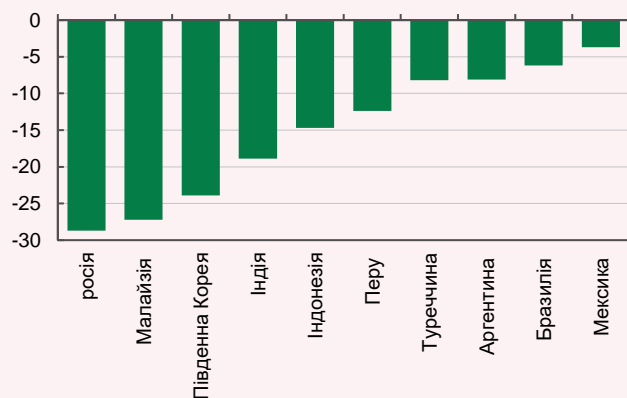
³² Так, згідно із stand-by програмою МВФ, затвердженої в червні 2020 року, на кінець 2020 року очікувалося досягнення лише 70% від композитного критерію, а 100-відсотковий рівень прогнозувалося досягнути лише за 4–5 років за умови, якщо не буде нових шоків та проводитиметься виважена політика.

неефективне використання фінансових ресурсів, зокрема для фінансування інвестицій, втрати для економіки через зависокі витрати на зберігання резервів та їхню низьку дохідність. В Україні міжнародні резерви з кінця 2023 року та в першому півріччі 2024 року в середньому коливалися близько 120% від мінімально необхідного рівня, а на кінець червня 2024 року перевищували 110%. Такий їх рівень зумовив застереження окремих експертів щодо їх використання ресурсів під час війни. Проте чи дійсно рівень міжнародних резервів у поточних геополітичних, економічних та соціальних умовах є завеликим?

Як свідчить досвід фінансових криз, зайвих резервів не буває. Країни з ринками, що розвиваються, з 2000-х років суттєво наростили міжнародні резерви на тлі сприятливої кон'юнктури на світових товарних ринках, посилення фінансової інтеграції і значного розширення потоків капіталу. У другій половині 2000-х років економісти почали ставити під сумнів необхідність накопичення значних резервів, а деякі з них навіть озвучували думки, що рівень резервів став надмірним, тому вітався досвід країн, які передали частину резервів до суверенних фондів добробуту. Наголошувалося, що ці фонди, на відміну від центральних банків, інвестуватимуть кошти у високодохідні, хоча й менш ліквідні, активи, на довший термін, що дасть змогу отримати вищу прибутковість.

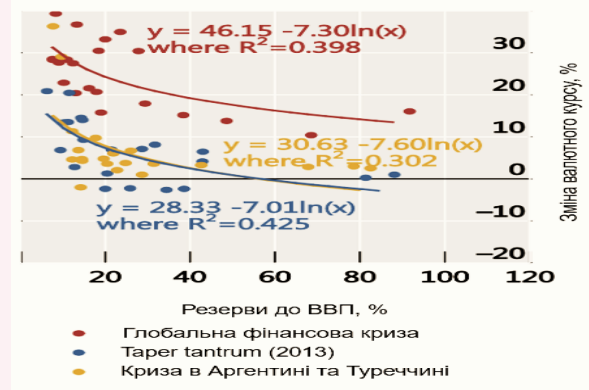
Однак досвід світової фінансової кризи 2008 року довів, що накопичені міжнародні резерви забезпечили буфер, без якого деякі країни ЕМ не витримали б раптової зупинки потоків капіталу та нестабільності місцевих валютних ринків. На початку кризи резерви активно використовувалися, тому і стрімко знижувалися. У 2008–2009 роках країни ЕМ, які акумулювали більші міжнародні резерви до початку кризи, зазнали меншої девальвації національної валюти, мали стабільніші кредитні рейтинги та доступ до зовнішнього фінансування, нижчу вартість запозичень. Їх економіки швидше відновилися після руйнівних наслідків кризи.

Графік 1. Зміна резервів у грудні 2008 року порівняно з максимальним рівнем резервів перед кризою, %



Джерело: офіційні сторінки центральних банків, investing.com, tradingeconomics.com.

Графік 2. Зміна обмінного курсу та валових резервів протягом кризових періодів, %



Джерело: Arslan and Cantú (2019).

Особливо важливим буфер у вигляді міжнародних резервів є для країн з військовими конфліктами. Висока невизначеність і відповідно значна чутливість економічних агентів відображається насамперед на валютному ринку. Водночас джерела припливу валюти в країну суттєво звужуються. Економіка стикається з ризиком чи фактично входить у рецесію, тоді як вірогідність раптових негативних шоків суттєво зростає. Крім того, економічні моделі, на основі яких приймалися політичні рішення, значною мірою втрачають свою ефективність. У таких умовах від реакції та дій ЦБ залежить, чи вдасться мінімізувати ці негативні ефекти, зупинити дестабілізацію фінансової системи та економіки загалом, заякорити поведінку та очікування економічних агентів, а також зовнішніх партнерів.

Приклади Грузії (збройна агресія росії в серпні 2008 року) та Вірменії (карабаський конфлікт восени 2020 року) демонструють, що навіть короткотривалий військовий конфлікт створює суттєвий тиск на валютному ринку, а резерви починають миттєво знижуватися. Так, валові резерви Вірменії скоротилися на 14.3% протягом вересня – листопада 2020 року, у Грузії – на 23% лише в серпні 2008 року. Після

завершення конфлікту Вірменія підвищила ключову ставку, що разом зі зниженням премії за ризик сприяло залученню боргового капіталу та, як наслідок, поверненню резервів на довоєнний рівень. ЦБ Грузії тимчасово перейшов до фіксованого режиму обмінного курсу, що призвело до суттєвих валютних інтервенцій на підтримку грузинського ларі. Додатковий кредит у розмірі 750 млн дол. від МВФ та грантова допомога від США в розмірі 250 млн дол. суттєво пом'якшили наслідки конфлікту, а резерви швидко відновилися до довоєнного рівня.

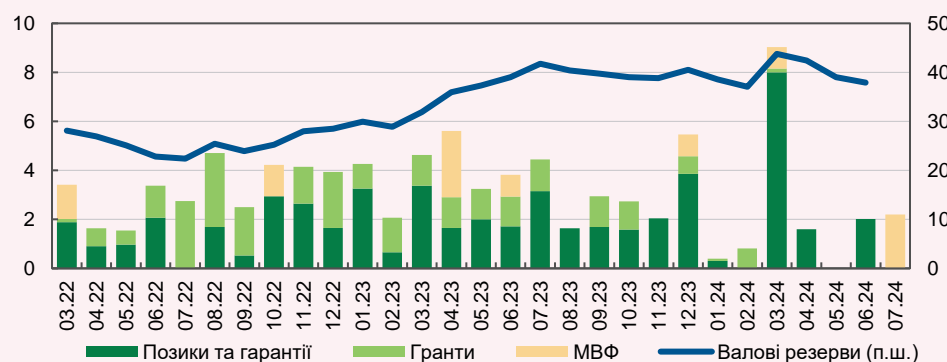
Графік 3. Валові міжнародні резерви Вірменії та Грузії, млн дол.



Джерело: офіційні сторінки центральних банків.

Фінансова допомога партнерів, яка дає змогу поповнювати міжнародні резерви, є надважливою у випадку України. З початку повномасштабного вторгнення від міжнародних партнерів було отримано близько 90 млрд дол., більше 27 млрд дол. з яких становили безповоротні грантові кошти. Міжнародна допомога була єдиним джерелом нарощування резервів з 27.4 млрд дол. станом на 24 лютого 2022 року до майже 38 млрд дол. станом на кінець червня 2024 року. Це дало змогу стабілізувати макроекономічну ситуацію, забезпечивши необхідне підґрунтя для відновлення економічного зростання, а також профінансувати значну частину потреб соціальної та економічної сфери. Проте Україна залишається вразливою до неритмічності таких надходжень, про що свідчить зниження резервів з березня 2024 року та ймовірність повторення таких випадків на прогнозованому горизонті. Крім того, значна частина прогнозованих у наступних роках обсягів допомоги наразі ще не підтверджена партнерами.

Графік 4. Зовнішня фінансова підтримка та валові міжнародні резерви України, млрд дол.



Джерело: НБУ, МФУ, дані з відкритих джерел.

В умовах збереження високих безпекових ризиків, які є основними чинниками невизначеності, потенційного виникнення додаткових бюджетних потреб, подальшого руйнування інфраструктури та посилення міграційних процесів особливого значення набуває проведення виваженої політики щодо використання резервів. Поточне економічне та соціальне становище відрізняється своєю крихкістю, а резерви виконують роль потрібного буфера в разі реалізації негативних подій.

Розділ 4. Припущення та ризики прогнозу

- Макроекономічний прогноз ґрунтується на припущеннях щодо поступової нормалізації умов функціонування економіки та відповідного зменшення дефіциту державного бюджету. Через значні пошкодження в енергосистемі дефіцит електроенергії зберігатиметься на прогнозному горизонті, що стримуватиме відновлення економіки.
- У базовому сценарії враховано вищі потреби у видатках на оборону у 2024 році. Передбачаються їх беземісійне фінансування, зокрема шляхом підвищення акцизних податків та збільшення боргових залучень на внутрішньому ринку. Водночас потенційний ефект перенесення на ціни від збільшення собівартості продукції через додаткові податки є ризиком прогнозу.
- Ключові ризики цього макропрогнозу пов'язані з перебігом повномасштабної війни та зумовленими нею додатковими потребами бюджету на підвищення обороноздатності країни та відновлення критичної інфраструктури, обсягами та джерелами фінансування бюджетного дефіциту, а також підвищенням або зниженням дефіциту електроенергії.

НБУ припускає поступову нормалізацію умов функціонування економіки на прогнозному горизонті

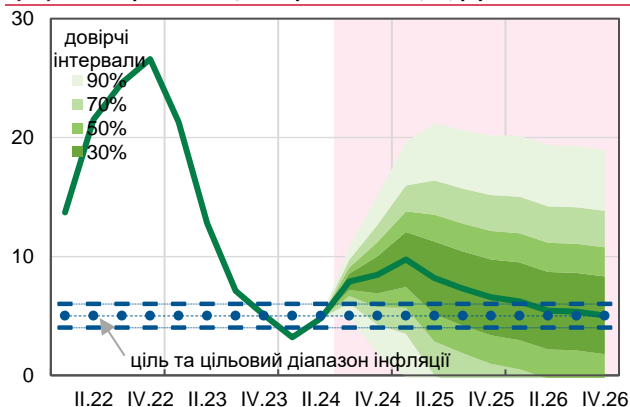
НБУ припускає поступову нормалізацію економічної діяльності з урахуванням високої адаптивності бізнесу та населення, що була одним з основних чинників відновлення економічної активності з середини 2022 року. Ризики, пов'язані з перебігом війни, є визначальними для цього макроекономічного прогнозу. Тривала війна високої інтенсивності, зокрема, може суттєво позначатись на всіх показниках цього прогнозу.

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

НБУ очікує збереження значних дефіцитів бюджету з поступовим їх звуженням на прогнозному горизонті. Однак зберігаються високі ризики необхідності додаткових видатків на відновлення інфраструктури та більших потреб на обороноздатність

Через вищі потреби сектору оборони НБУ збільшив прогноз дефіциту бюджету на поточний рік до 22.8% ВВП (без урахування грантів у доходах). Видатки бюджету залишатимуться значними і в наступні роки, оскільки зберігатиметься необхідність підтримки обороноздатності та відбудови економіки. У прогнозі враховано вплив відповідного фіскального імпульсу від розширення дефіциту на пришвидшення економічного зростання та, відповідно, менший від'ємний розрив ВВП, а також на інфляцію. Більші витрати цього року будуть забезпечені додатковими заходами з

мобілізації бюджетних доходів та більшими обсягами внутрішніх залучень. Вплив мобілізаційних заходів буде більш вираженим наступного року, тож дефіцит бюджету у 2025 році скоротиться до 17.8% ВВП. Подальше відновлення внутрішньої ресурсної бази на тлі нормалізації умов для функціонування економіки дасть змогу знизити дефіцит бюджету у 2026 році до 10.3% ВВП.

Проте ризик більшого дефіциту бюджету на прогнозному періоді залишається значним через високу ймовірність зростання потреб сектору оборони в умовах обмеженого потенціалу оптимізації витрат. Крім того, цей ризик посилиться в разі подальших значних пошкоджень критичної інфраструктури та необхідності її оперативного відновлення. Це потребуватиме додаткових джерел фінансування дефіциту. У разі реалізації такого ризику очікується, що уряд першочергово вживатиме додаткових заходів із мобілізації внутрішніх ресурсів задля уникнення емісійного фінансування дефіциту бюджету, зокрема шляхом нарощування ринкових залучень на внутрішньому борговому ринку.

Окремі податкові ініціативи можуть мати більший вплив на інфляцію, ніж наразі враховано в базовому сценарії прогнозу

Фінансування значних витрат на безпеку та оборону потребує розширення внутрішньої ресурсної бази бюджету. Базовий сценарій прогнозу враховує низку мобілізаційних заходів у 2024 році, зокрема підвищення акцизних податків. Водночас ініціативи з введення нових податків або підвищення ставок за наявними, зменшення або відміни податкових пільг наразі є ризиком прогнозу. Кожна з таких ініціатив може мати різний вплив на інфляцію. Так, підвищення окремих прямих податків (зокрема, з доходів населення) зменшуватиме інфляційний тиск через обмеження споживання, компенсуючи таким чином вплив від більших бюджетних витрат. Податки на споживання містять більше проінфляційних ризиків, адже їх підвищення напряму відобразиться на споживчих цінах. Зокрема в разі підвищення ставки ПДВ це позначиться майже на всіх компонентах, що входять до ІСЦ. Водночас, як демонструє світовий досвід, цей ефект зазвичай відображається на показнику річної інфляції протягом 12 місяців і надалі згасає.

Проінфляційні ризики містить можливе впровадження військового збору з доходів підприємств. Такий податок значною мірою може переноситися бізнесом на споживачів. Ефект на ціни може бути мультиплікативним, оскільки оподаткування виникатиме на кожному етапі ланцюга виробництва та реалізації продукції, крім випадків вертикально інтегрованих компаній. Запровадження такого податку може суттєво підвищити інфляцію протягом відносно короткого періоду.

У базовий сценарій прогнозу закладено поступове скорочення зовнішньої фінансової підтримки, проте є як ризики, пов'язані з недоотриманням, так і ймовірність отримання більших обсягів допомоги в наступні роки

Очікується збереження суттєвих обсягів зовнішньої фінансової допомоги з боку міжнародних партнерів. Базовий сценарій передбачає залучення міжнародного фінансування в розмірі близько 38 млрд дол., 31 млрд дол. і 21 млрд дол. у 2024–2026 роках відповідно. Для поточного року ризик недоотримання очікуваного фінансування у 2024 році поступово знижується, проте для наступних років він залишається вагомим. Реалізація такого ризику призведе до збільшення ймовірності поновлення емісійного фінансування бюджету в умовах обмеженої ємності внутрішнього фінансового ринку. Крім того, менші надходження міжнародної допомоги призведуть до скорочення міжнародних резервів, що послаблюватиме зовнішню стійкість держави, а також спричинятиме погіршення курсових та інфляційних очікувань. НБУ в такому разі проводитиме жорсткішу монетарну політику, ніж у базовому сценарії.

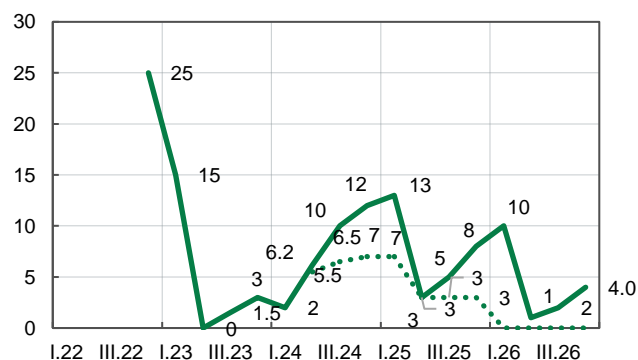
Водночас практична реалізація механізму Extraordinary Revenue Acceleration Loans (ERA), забезпеченого майбутніми доходами від знерухомлених російських активів, може надати Україні додатковий фінансовий ресурс із 2025 року. Це зменшить ризики для своєчасного та ритмічного надходження міжнародного

фінансування та дасть змогу наростити міжнародні резерви та водночас нівелювати вплив більших бюджетних видатків на валютний ринок за допомогою валютних інтервенцій. У результаті процентна політика може бути м'якшою, ніж у базовому сценарії.

Упродовж II кварталу 2024 року ризик подальших втрат енергетичної інфраструктури реалізувався, що дало підстави погіршити оцінки дефіциту е/е на прогнозному горизонті

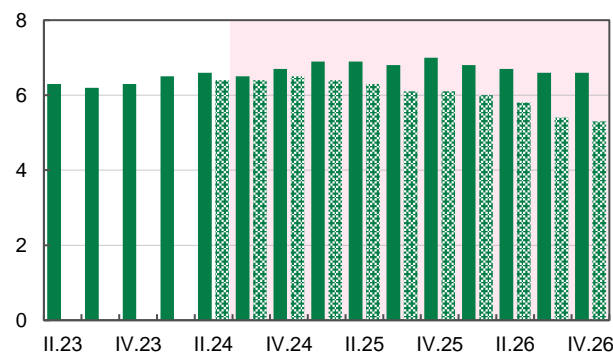
Цілеспрямовані обстріли росією української енергетичної інфраструктури, які тривали впродовж 2024 року – як генерації, так і передавальних потужностей – зумовили суттєве збільшення втрат в енергосистемі та, відповідно, довший час відключень е/е. Насамперед постраждала манєврова генерація, тобто ТЕС та ГЕС. Як і очікувалося, суттєвий дефіцит³³ виник уже в II кварталі, а на початку III кварталу поглибився через спекотну погоду та подальші руйнування. Водночас відновлення втрачених потужностей та/або побудова нових вимагає значного часу та обсягів фінансування. У результаті припущення щодо дефіциту е/е суттєво погіршені на 2024–2026 роки: більше 7% у 2024 році (попередня оцінка – 5%), близько 8% у 2025 році (попередня оцінка – 4%) та близько 5% у 2026 році (не очікувалося дефіциту).

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 квітень 2024 року.

Джерело: UNHCR, оцінки НБУ.

Імпорт е/е завдяки інтегрованості з європейською енергосистемою дасть змогу частково скоротити дефіцит власних потужностей. Однак ціна імпортової е/е вища за внутрішню, а щорічна вартість такого імпорту становитиме близько 1 млрд дол. Подальші руйнування та збільшення дефіциту є вагомим негативним ризиком прогнозу. У разі реалізації цього ризику темпи зростання ВВП будуть меншими, ніж у базовому сценарії, а зростання цін – вищим через збільшення витрат унаслідок використання дорожчих джерел енергопостачання. Водночас швидше відновлення частини енергогенерації та введення в дію нових потужностей, зокрема розширення можливостей сектору ВДЕ та/або встановлення мобільних газових установок, скоротять дефіцит е/е та є позитивним ризиком прогнозу. Іншим позитивним ризиком прогнозу є розширення максимальних потужностей імпорту е/е (із поточних 1.7 ГВт) та активна участь підприємств у самозабезпеченні автономними джерелами е/е та/або розширенні ними імпорту е/е.

Погіршення енергетичної ситуації та повільна нормалізація економічних умов зумовлять більший відплив мігрантів за кордон у 2024–2025 роках, ніж раніше очікувалося. Поступове повернення почнеться з 2026 року

У 2024–2025 роках очікується подальший відплив мігрантів за кордон (близько 400 та 300 тис. осіб відповідно). Це припущення погіршено порівняно з квітневим

³³ 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. Оцінки дефіциту електроенергії включають обсяги її імпорту.

Інфляційним звітом у зв'язку зі значною руйнацією української енергетичної системи, що супроводжується тривалими відключеннями е/е та посилює ризики для опалювального сезону. Крім побутових складнощів, часті відключення негативно впливають на виробничі процеси, що зменшує економічну активність і попит на робочу силу, додатково стимулюючи міграцію. Крім того, міграцію зумовить повільна нормалізація економічних умов через високі безпекові ризики.

Очікується, що чисте повернення мігрантів в Україну почнеться у 2026 році та буде поступовим (близько 400 тис. осіб), оскільки через довгу тривалість перебування за кордоном адаптація на новому місці зростає, а умови в Україні, у тому числі через перебої з енергопостачанням, будуть складнішими, ніж передбачалося раніше. Кількість внутрішньо переміщених осіб також залишатиметься значною, бо згідно з [опитуваннями](#) значна їх частка не має куди повертатися через значні руйнування.

Наразі переважають негативні ризики ще більшого впливу мігрантів за кордон, меншого та пізнішого їх повернення. Вагомими чинниками цього можуть стати законодавчі рішення урядів країн-реципієнтів щодо поглиблення інтеграції українських мігрантів у країнах перебування, а їхніх дітей – в освітніх системах країн перебування, і, відповідно, збільшення схильності до об'єднання родин за кордоном. Це негативно впливатиме на пропозицію робочої сили та споживчий попит і стримуватиме зростання ВВП. Значні зміни в структурі економіки та збільшення потреб у кваліфікованій робочій силі призводитимуть до подальшого посилення диспропорцій на ринку праці, що стимулюватиме зростання зарплат вище за зростання продуктивності в окремих секторах. Проте швидка відбудова житла, інфраструктури та збільшення кількості робочих місць завдяки поживленню економіки можуть зумовити активніше повернення мігрантів.

Поточний прогноз ґрунтується на припущеннях, що інтенсивне та довготривале блокування кордонів окремими країнами ЄС для вантажних перевезень залишилося в минулому. Проте можливим є відновлення короточасних перешкод та/або запровадження додаткових обмежень на доступ українських товарів на європейський ринок, які не матимуть визначального впливу на торгові потоки

Наприкінці квітня завдяки продуктивному діалогу Києва та Варшави блокаду кордонів було припинено. З того часу відбувалися поодинокі короткотривалі блокування, проте загалом вони не мали значного впливу на зовнішньоторговельний оборот України. У базовому прогнозі передбачається можливість подібних зупинок руху транспорту, проте втрати від них оцінюються як мінімальні та компенсуються переорієнтацією на інші транспортні шляхи. У разі реалізації ризику довготривалого та інтенсивного блокування втрати експорту вдасться мінімізувати завдяки функціонуванню морського коридору, тоді як втрати імпорту становитимуть щонайбільше 500 млн дол. на місяць. Крім того, така блокада може призвести до виникнення дефіциту певних товарів, коливань цін та зниження економічної активності в окремих секторах. Також можливе встановлення додаткових обмежень на доступ українських товарів на європейський ринок, що створить виклики для вітчизняних експортерів щодо пошуку альтернативних шляхів та ринків збуту.

У 2024 році оцінку врожаю поліпшено через більші, ніж очікувалися, посівні площі. Надалі обсяги врожаїв поступово збільшуватимуться, хоча й повільніше, ніж очікувалося раніше

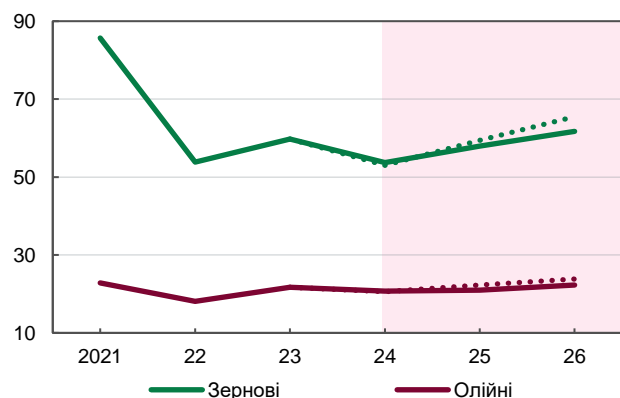
Фактичні посівні площі під урожай 2024 року виявилися більшими під кукурудзою та соняшником. Ураховуючи також і вищу врожайність цих культур порівняно з іншими та загалом доволі сприятливі погодні умови для вегетації озимих (попри заморозки та весняно-літню посуху в низці регіонів), оцінки врожаю зернових та олійних у 2024 році підвищено (до 53.7 млн т і до 20.7 млн т відповідно). Проте екстремальні температурні максимуми в липні закладають додаткові ризики для врожаю пізніх культур.

Повільні роботи з розмінування та високі безпекові ризики зумовлять стриманіше, ніж очікувалося раніше, збільшення посівних площ і врожаїв у наступні роки. Водночас довгостроковий тренд на збільшення врожайності збережеться. У результаті врожай зернових становитиме майже 58 млн т у 2025 році та близько 62 млн т у 2026 році, а олійних – 21 млн т і близько 22 млн т відповідно.

Перспективи овочівництва та виробництва плодово-ягідних культур сприятливі з огляду на зростання площ під цими культурами в окремих регіонах. Спека в липні позначилася на врожайності низки культур, зокрема врожай овочів та картоплі буде нижчим, ніж торік, що враховано у поточному прогнозі як тиск на ціни сирих продуктів. Надалі врожаї поступово зростатимуть. На прогнозованому горизонті триватиме й відновлення тваринництва завдяки відносно дешевим кормам та поживленню зовнішнього попиту, що підтримуватиме зростання ВВП. Ураховуючи подальшу міграцію, обсяги пропозиції цієї продукції будуть достатніми для задоволення попиту, що стримуватиме інфляцію.

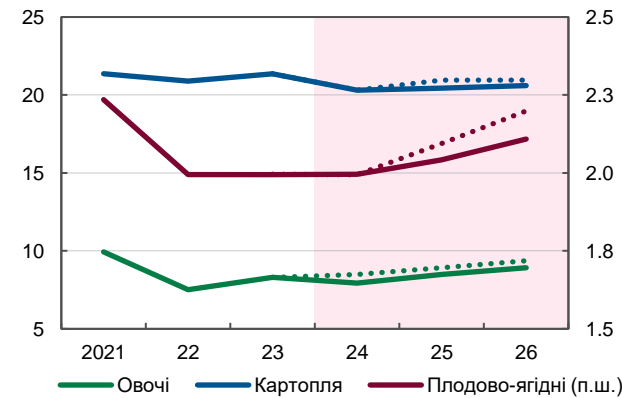
Відхилення кліматичних норм можуть посилити волатильність обсягів урожаїв із відповідним впливом на продовольчу інфляцію. Це ускладнить управління очікуваннями і проведення монетарної політики. Водночас швидке розмінування сприятиме розширенню оброблюваних площ та подальшому збільшенню обсягів врожаїв, а додаткові інвестиції можуть пришвидшити відновлення тваринництва. Це призведе до швидшого зростання ВВП і збільшення експортних надходжень. Розширення пропозиції продуктів харчування, відповідно, стримуватиме інфляційний тиск та дасть змогу проводити м'якшу монетарну політику.

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.

Припускається поступове підвищення акцизів і тарифів ЖКГ, однак терміни та параметри коригування останніх є сферою невизначеності та, відповідно, ризиком для прогнозу інфляції

Прогноз побудований на припущенні щодо незмінності окремих тарифів на послуги ЖКГ (газ, опалення та постачання гарячої води) протягом 2024 року. Проте складний стан в енергетиці та державному бюджеті, ймовірно, зумовлять поступове коригування тарифів у наступних роках. Очікується, що з 2025 року розпочнеться поступове приведення тарифів до їх економічно обґрунтованих рівнів. Невизначеність із термінами та величиною коригування тарифів, насамперед енергетичних, є окремим ризиком для прогнозу інфляції. Зокрема значне підвищення вартості енергоносіїв для швидкого усунення дисбалансів в енергетичному секторі стане джерелом додаткового інфляційного тиску та зумовить потребу в значному збільшенні субсидій для населення. З іншого боку, триваліше відтермінування рішень щодо приведення тарифів на послуги ЖКГ у відповідність до економічно обґрунтованих рівнів призведе до нижчого рівня інфляції, але накопичуватиме квазіфіскальні дисбаланси та погіршуватиме фінансовий стан державних енергокомпаній. Це посилюватиме ризики нестабільності на енергоринку, погіршуватиме інвестиційний потенціал галузі, а ціновий тиск лише відкладатиметься на майбутнє.

Реалізація масштабних проєктів відбудови України може значно пришвидшити економічне зростання, проте базовий прогноз ґрунтується на помірно консервативних оцінках зовнішньої допомоги та інвестицій

У повоєнний час буде потреба в залученні інвестицій для масштабних проєктів відбудови зруйнованої української інфраструктури. Такі кошти можуть бути залучені за умов мобілізації відповідних ресурсів міжнародними кредиторами та донорами. Ухвалення західними партнерами рішення про запровадження кредитної програми для України, забезпеченої майбутніми доходами від знерухомлених російських активів (Extraordinary Revenue Acceleration Loans for Ukraine), збільшить ймовірність реалізації та потенціал таких проєктів. Також можливий прогрес у конфіскації всього обсягу заморожених активів РФ на користь України. Разом з євроінтеграційними реформами така програма сприятиме суттєвому пришвидшенню темпів економічного відновлення. Доходи населення зростатимуть значно швидше, ніж у базовому сценарії, що посилюватиме фундаментальний інфляційний тиск. Проте він буде компенсований курсовими ефектами завдяки припливу валюти в країну та зниженню премії за ризик, що дасть змогу проводити дещо м'якшу монетарну політику.

Проте наразі такі проєкти не закладено в базовий сценарій, оскільки розроблення відповідних планів перебуває лише на початковому етапі, а їх реалізація на прогнозованому періоді розглядається як позитивний ризик для прогнозу.

Кон'юнктура на світових товарних ринках для України залишатиметься привабливою, але є ризик посилення геополітичної напруженості

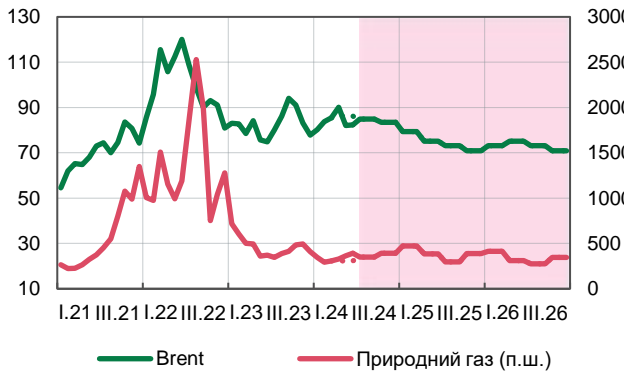
Світові ціни на енергоносії коливатимуться у відносно вузьких межах із тенденцією до зниження. У 2024 році світові ціни на нафту залишаться на рівні 80–90 дол./бар. Рекордні обсяги видобування в США, стійке нарощування видобування Лівією, Іраном та Анголою на тлі млявого попиту з боку Китаю тиснутимуть у бік зниження цін. Натомість очікуване похвалення попиту в США та країнах Європи, зокрема завдяки поступовому пом'якшенню монетарної політики провідних ЦБ, утримуватиме ціни від зниження. У наступні роки нафта помірно дешевшатиме внаслідок сформованого профіциту пропозиції на ринку, у тому числі через нарощування видобування країнами ОПЕК+.

Ціни на природний газ на європейському ринку, попри збереження високої волатильності, поволі знижуватимуться на всьому прогнозованому горизонті через збільшення виробництва СПГ у світі, насамперед у США, Катарі та Австралії; нарощування постачання росією до країн Азії; збільшення виробництва енергії з відновлювальних джерел; збалансоване накопичення запасів. Проте геополітична напруженість залишатиметься ключовим джерелом невизначеності. Терористична активність недержавних утворень у Червоному морі та ескалація війни на Близькому Сході можуть створити суттєві перебої в ланцюгах постачання енергоносіїв на світовий ринок. В умовах очікуваного похвалення попиту це може призвести до нівелювання профіциту пропозиції та зростання цін на нафту і газ.

Світові ціни на зернові коливатимуться у вузькому діапазоні зі слабким трендом до зростання через стійкість попиту. На ринку пшениці погіршення погодних умов у країнах Чорноморського регіону знизило очікування щодо врожаю 2024/2025 МР, насамперед у росії. Додатково на пропозицію тиснутиме гірший урожай в ЄС та на заході Північної Африки. Відповідно світовий імпорту дедалі зростатиме. Поліпшення ситуації в США та Австралії буде недостатньо, щоб компенсувати втрати інших експортерів. У результаті світові запаси знизяться до найнижчого рівня за останні дев'ять років, що тиснутиме на ціни й у наступних роках. На ринку кукурудзи висока врожайність в основних країнах-експортерах (США, Бразилія, Аргентина, Україна) на тлі відносно слабкого попиту призведе до суттєвого нарощування перехідних запасів, які тиснутимуть на ціни у 2024/2025 МР. Так, лише в США запаси, за очікуваннями USDA, досягнуть 37-річного максимуму. Водночас нижчі ціни стимулюватимуть зростання споживання, у тому числі, з боку виробників етанолу. Очікується, що зміна структури податкових пільг у США, яка розпочнеться в січні 2025 року, сприятиме додатковому зростанню імпорту

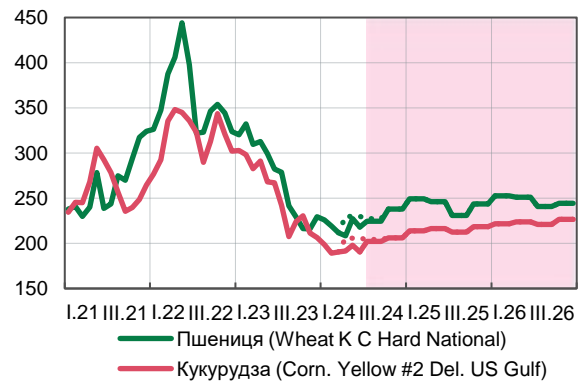
відновлюваної дизельної сировини. У результаті тренд на зростання цін зберігатиметься протягом усього прогнозного періоду.

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 сталь і залізну руду поволі знижуватимуться. Пожвавлення економічної діяльності в усіх регіонах світу спонукатиме до швидшого нарощування пропозиції в умовах підвищеної конкуренції, що з надлишком задовольнятиме попит. Натомість активізація в більшості країн, зокрема ЄС, США та Китаю, політика контролю за викидами змушуватиме металургійні компанії збільшити інвестиції в удосконалення технологічного процесу, а також використовувати для виплавки сталі лише високоякісну сировину. Це стримуватиме ціни від глибокого зниження.

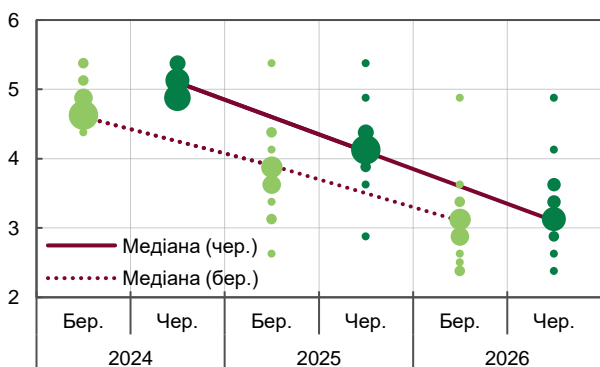
Світові фінансові умови, незважаючи на часткове пом'якшення, залишатимуться жорсткими довше з огляду на стійкість інфляції

У червні ФРС переглянула свої очікування щодо кількості кроків зі зниження ставок у поточному році до одного порівняно з трьома раніше після виходу даних про інфляцію в перші місяці 2024 року, які виявилися вищими, ніж прогнозувалося. Більшість аналітиків прирівнюють меншу кількість знижень ставок до їх пізнішого початку. Трейдери закладають одне зниження ставки на 25 б. п. до листопада. Водночас ймовірність другого зниження до кінця року становить близько 77%, з огляду на коментарі Голови ФРС стосовно обнадійливих випереджаючих даних щодо інфляції та певну консервативність прогнозів ФРС.

Зі свого боку, ЄЦБ, який знизив ставку в червні на 25 б. п., надалі дотримуватиметься обережного підходу в умовах високої невизначеності, тому вірогідними є періоди незмінних ставок. Однак аналітики, згідно з опитуванням Reuters, очікують зниження депозитної ставки до кінця 2024 року ще двічі – у вересні та грудні – до 3.25%. Ризики зміщені в бік меншої кількості кроків. У результаті менше зниження ставок з боку ФРС може призвести до подальшого знецінення євро, яке за перше півріччя девальвувало майже на 3.3% до дол. США. НБУ закладає у свій прогноз однакове зниження ставок ФРС та ЄЦБ на 50 б. п. до кінця 2024 року та подальше пом'якшення їхньої політики у 2025 році.

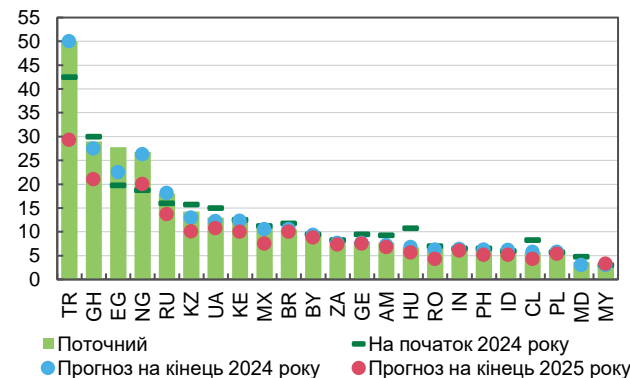
На тлі невизначеності щодо термінів і масштабів зниження процентних ставок дохідності 10-річних держоблігацій Німеччини та США, попри певне зниження, дедалі коливалися на рівнях, що є одними з найвищих за останні 10 років. Очікувані реальна ставка, інфляція та премія за строковість надалі свідчили про потенційно вищий рівень довгострокових дохідностей у розвинених країнах порівняно з їх історичною ретроспективою. Отже, світові фінансові умови зберігатимуться жорсткими в реальному вираженні щонайменше до середини 2025 року.

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 ставок.
Джерело: ФРС.

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



Джерело: офіційні сторінки центральних банків, Focus Economics, Oxford Economics, станом на 31.07.2024.

ЦБ країн ЄМ змушені відкласти або сповільнити темпи пом'якшення монетарної політики на тлі збереження високими ставок ФРС з метою утримання різниці в дохідностях для збереження зацікавленості інвесторів. Так, хоча, за оцінками IIF, у червні сьомий місяць поспіль спостерігався загальний приплив портфельних інвестицій до країн ЄМ, загальні потоки суттєво скоротилися.

За оцінками IIF, чистий приплив капіталу до країн ЄМ збільшиться майже на третину – до 2.3% ВВП у поточному році. Потоки ПІІ залишатимуться найважливішим і відносно стабільним джерелом зовнішнього фінансування. Проте через монетарну позицію ФРС "вище і довше" очікуваний обсяг припливу капіталу може бути суттєво меншим. Крім того, зберігаються ризики, пов'язані з подальшою ескалацією геополітичних конфліктів, поверненням інфляційних сплесків і, відповідно, жорсткішою позицією ФРС. В умовах значної кількості ризиків у наступному році очікується сповільнення зниження ставок ЦБ країн ЄМ та зайняття ними вищої позиції.

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

Таблиця 4.1.1. Ймовірність настання основних ризиків

		Низька <15%	Середня 15–25%	Висока 25–50%
Ступінь впливу на базовий сценарій	Слабкий	Відновлення блокади західних кордонів або встановлення додаткових обмежень доступу на європейський ринок		
	Помірний		Посилена еміграція Зростання геополітичної напруженості Швидке відновлення пошкодженої енергетичної інфраструктури	Потенційне перенесення на ціни підвищення ставок чи додаткового введення податків
	Сильний	Швидка реалізація масштабного плану відбудови України	Отримання доходів від знерухомлених активів РФ Менші обсяги міжнародної допомоги	Триваліший термін війни, ескалація, екотероризм окупантів Більший дефіцит є/є через подальші пошкодження енергетичної інфраструктури Більші бюджетні потреби

Джерело: оцінки НБУ.

Макроекономічний прогноз (липень 2024 року)

Показники	2024										2025					2026						
	2020	2021	2022	2023	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 04.2024	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 04.2024	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 04.2024
РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше																						
Номінальний ВВП, млрд грн	4222	5451	5239	6538	1609	1696	2067	2217	7590	7590	1808	1915	2360	2537	8620	8705	2047	2150	2624	2805	9625	9685
Реальний ВВП	-3.8	3.4	-28.8	5.3	6.5	3.7	3.1	2.3	3.7	3.0	1.8	2.8	5.1	5.9	4.1	5.3	5.8	5.2	4.4	4.1	4.8	4.5
Дефлятор ВВП	10.3	24.8	34.9	18.5	10.9	11.7	12.7	12.2	11.9	12.7	10.4	9.8	8.7	8.0	9.1	8.9	7.0	6.7	6.4	6.2	6.5	6.5
ІСЦ (середнє за період)	2.7	9.4	20.2	12.9	-	-	-	-	5.8	6.2	-	-	-	-	8.2	7.3	-	-	-	-	5.7	5.5
ІСЦ (на кінець періоду)	5.0	10.0	26.6	5.1	3.2	4.8	7.9	8.5	8.5	8.2	9.7	8.2	7.3	6.6	6.6	6.0	6.2	5.4	5.4	5.0	5.0	5.0
Базова інфляція	4.5	7.9	22.6	4.9	4.2	5.0	6.1	7.1	7.1	6.7	6.9	5.8	4.8	4.5	4.5	3.6	4.2	3.9	3.6	3.1	3.1	3.0
Небазова інфляція	5.9	13.5	30.6	5.7	2.4	4.5	10.1	10.0	10.0	10.1	13.1	10.9	10.2	9.0	9.0	8.9	8.5	7.1	7.3	7.1	7.1	7.4
Сирі продукти	4.1	11.8	41.6	2.2	-4.9	-6.5	6.3	5.3	5.3	4.9	9.9	9.4	6.3	4.0	4.0	3.2	4.0	3.6	3.2	2.8	2.8	3.0
Адміністративно регульовані ціни	9.9	13.6	15.3	10.7	9.9	13.3	13.6	14.0	14.0	14.7	15.0	11.8	13.6	14.2	14.2	15.5	13.8	11.1	11.8	11.9	11.9	12.1
Номінальна заробітна плата, (у середньому за період)	10.4	20.9	6.0	17.4	22.5	15.6	13.0	14.2	16.1	14.8	15.5	17.1	15.2	10.9	14.6	14.2	9.2	9.5	8.6	7.8	8.7	8.6
Реальна заробітна плата (у середньому за період)	7.4	10.5	-11.4	3.7	17.7	11.4	5.7	5.4	9.7	8.1	5.6	7.1	6.9	3.7	5.8	6.5	2.6	3.5	3.0	2.5	2.9	3.0
Рівень безробіття, % (МОП, у середньому за період)	9.5	9.8	21.1	18.2	-	-	-	-	13.9	14.2	-	-	-	-	11.4	11.9	-	-	-	-	10.3	10.6
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР																						
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	-224	-187	-845	-1328	-	-	-	-	-1241	-1395	-	-	-	-	-1176	-941	-	-	-	-	-853	-703
% ВВП	-5.3	-3.4	-16.1	-20.3	-	-	-	-	-16.3	-18.4	-	-	-	-	-13.6	-10.8	-	-	-	-	-8.9	-7.3
без урахування грантів у доходах, % ВВП	-5.3	-3.4	-25.3	-26.9	-	-	-	-	-22.8	-20.7	-	-	-	-	-17.8	-13.5	-	-	-	-	-10.3	-7.5
ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою представлення)																						
Поточний рахунок, млрд дол.	5.3	-3.9	8.0	-9.7	-3.2	-5.4	-0.5	-5.0	-14.2	-20.2	-4.7	-5.7	-4.8	-3.8	-19.0	-18.2	-5.9	-5.8	-6.2	-5.7	-23.5	-23.1
Експорт товарів та послуг, млрд дол.	60.7	81.5	57.5	51.1	14.2	13.7	13.6	15.4	57.0	57.1	13.6	12.9	14.2	16.6	57.3	60.8	14.9	14.6	16.2	17.8	63.4	65.6
Імпорт товарів та послуг, млрд дол.	63.1	84.2	83.3	88.8	21.2	22.3	23.6	24.8	91.9	90.3	22.9	22.4	23.8	24.8	93.9	92.3	23.1	22.8	24.5	25.2	95.6	95.3
Приватні грошові перекази в Україну, млрд дол.	12.0	14.0	12.5	11.3	2.6	2.4	2.7	2.9	10.6	11.3	2.8	2.8	2.9	3.1	11.6	12.7	3.1	3.2	3.2	3.3	12.8	13.7
Фінансовий рахунок, млрд дол.	3.3	-4.4	11.1	-19.0	-6.4	0.3	-2.1	-3.2	-11.4	-19.8	-2.1	-6.0	-4.3	-3.1	-15.5	-19.6	-4.6	-4.4	-5.1	-3.5	-17.6	-17.6
Зведений баланс, млрд дол.	2.0	0.5	-2.9	9.5	3.2	-5.6	1.6	-1.9	-2.6	-0.3	-2.6	0.3	-0.5	-0.7	-3.5	1.4	-1.2	-1.4	-1.1	-2.2	-5.9	-5.6
Валові резерви, млрд дол.	29.1	30.9	28.5	40.5	43.8	37.9	42.3	41.2	41.2	43.4	38.6	38.3	38.3	37.3	37.3	44.3	36.2	34.9	34.0	32.0	32.0	39.3
Місяців імпорту майбутнього періоду	4.2	4.5	3.8	5.3	5.6	4.9	5.4	5.3	5.3	5.6	4.9	4.9	4.8	4.7	4.7	5.6	4.5	4.3	4.1	3.8	3.8	5.8
МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)																						
Грошова база, %	24.8	11.2	19.6	23.3	3.1	10.5	9.0	15.5	15.5	14.4	2.5	5.7	7.0	12.1	12.1	13.0	0.3	3.6	4.5	10.0	10.0	8.4
Грошова маса, %	28.6	12.0	20.8	23.0	1.7	6.0	9.1	16.1	16.1	14.1	1.6	3.9	5.0	11.4	11.4	12.5	1.4	2.6	4.3	9.2	9.2	7.6
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	2.3	2.6	2.1	2.1	-	-	-	-	2.1	2.2	-	-	-	-	2.2	2.2	-	-	-	-	2.2	2.3

Коментар щодо динаміки основних показників макропрогнозу та чинників їх перегляду

Показники	2024	2025	2026	Причини перегляду
Інфляція, %, на кінець періоду	8.5 0.3	6.6 0.6	5.0 0	У 2024 році – ефекти липневої посухи, більше підвищення акцизів; у 2025 році – вплив бюджетної експансії
Реальний ВВП, %	3.7 0.7	4.1 -1.2	4.8 0.3	У 2024 році – фактичні дані за I квартал і більший дефіцит бюджету; у 2025 році – вищий дефіцит в енергосистемі внаслідок атак на енергетику, повільніша нормалізація умов функціонування економіки
Номинальний ВВП, млрд грн	7590 0	8620 -85	9625 -60	Менші темпи реального зростання економіки у 2025 році
Сальдо зведеного бюджету (без урахування грантів у доходах), % ВВП	-22.8 -2.1	-17.8 -4.3	-10.3 -2.8	Вищі бюджетні видатки на потреби оборони, соціальної підтримки та відновлення
Сальдо поточного рахунку, млрд дол.	-14.2 6	-19 -0.8	-23.5 -0.4	У 2024 році – перерозподіл офіційного фінансування на користь грантів; у 2025-26 роках – гірша ситуація в енергетиці, більше мігрантів за кордоном, нижчі врожаї через повільніше відновлення посівних площ
Міжнародні резерви, млрд дол.	41.2 -2.2	37.3 -7.0	32 -7.3	Більші інтервенції на тлі вищого дефіциту e/e (що обмежуватиме експорт і стимулюватиме додатковий імпорт), довшого перебування вимушених мігрантів за кордоном і збільшення попиту на валюту внаслідок повільнішої нормалізації умов функціонування економіки
Облікова ставка, %, у середньому за період	13.6 0	12.1 0.2	10.3 -0.1	Реакція на очікуваний вищий інфляційний тиск у 2024–2025 роках

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	38.0	31.4	21.1
Міграція (чиста)	млн осіб			-0.2	-0.4	-0.3	0.4
Реальний ВВП країн - ОТП України (UAwGDP)	% р/р	6.9	3.6	1.5	2.3	2.8	2.7
Споживча інфляція в країнах - ОТП України (UAwCPI)	% р/р	6.4	13.8	7.6	5.6	3.9	2.7
Світові ціни:**							
Сталь, Steel Billet Exp FOB Ukraine	дол./т	615.0	618.1	539.7	517.1	508.1	494.3
	% р/р	57.9	0.5	-12.7	-4.2	-1.7	-2.7
Залізна руда, China import Iron Ore Fines 62% FE	дол./т	161.7	121.4	120.6	109.7	87.6	76.2
	% р/р	48.5	-24.9	-0.7	-9.0	-20.1	-13.0
Пшениця, No.1 Hard Red Winter, ordinary protein, Kansas City	дол./т	265.8	360.2	272.3	225.2	242.5	247.3
	% р/р	43.3	35.5	-24.4	-17.3	7.7	2.0
Кукурудза, Yellow #2 Delivery USA Gulf	дол./т	259.4	318.4	252.7	198.8	215.3	223.3
	% р/р	56.8	22.7	-20.6	-21.3	8.3	3.7
Нафта, Brent	дол./бар.	70.4	99.8	82.6	84.1	74.7	73.1
	% р/р	66.5	41.8	-17.2	1.8	-11.2	-2.1
Газ, Netherlands TTF	дол./тис. м ³	574.8	1355.9	465.6	354.6	384.7	336.5
	% р/р	399.9	135.9	-65.7	-23.8	8.5	-12.5
Обсяги транзиту газу	млрд м ³	41.6	20.6	14.6	15.0	0.0	0.0
Урожай зернових та зернобобових	млн т	86.0	53.9	59.8	53.7	57.9	61.7
Мінімальна зарплата**	грн	6042	6550	6700	7775	8370	8950

* Фактичні дані

** У середньому за рік.

Абревіатури та скорочення

АЕС	Атомна електростанція	НЕОК	Номінальний ефективний обмінний курс
АПК	Агропромисловий комплекс	НФК	Нефінансові корпорації
ВВП	Валовий внутрішній продукт	ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
ВДВ	Валова додана вартість	ООН	Організація Об'єднаних Націй
ВПК	Військово-промисловий комплекс	ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти
ГЕС	Гідроелектростанція	ОТП	Основні торговельні партнери
ГМО	Генетично модифікований організм	ПДФО	Податок з доходів фізичних осіб
ДГ	Домогосподарства	ПФУ	Пенсійний фонд України
ДКСУ	Державна казначейська служба України	РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ДМСУ	Державна митна служба України	рф	російська федерація
ДС	Депозитні сертифікати	с/г	Сільське господарство
ДССУ	Державна служба статистики України	СЗДУ	Сектор загального державного управління
e/e	Електроенергія	США	Сполучені Штати Америки
ЄКР	Єдиний казначейський рахунок	ТЕС	Теплова електростанція
ЄС	Європейський Союз	ФО	Фізичні особи
ЄЦБ	Європейський центральний банк	ФРС	Федеральна резервна система США
ЖКГ	Житлово-комунальне господарство	ЦБ	Центральний банк
ЗЗР	Засоби захисту рослин	ЦЕС	Цент економічної стратегії
ЗСУ	Збройні сили України	ЦСЕ	Центральна та Східна Європа
ІДО	Індекс ділових очікувань	EM	Emerging Markets, країни, ринки яких розвиваються
ІЕД	Інститут економічних досліджень	ІТ	Інформаційні технології
ІСЦ	Індекс споживчих цін	PMI	Purchasing Managers' Index, індекс ділової активності
КМП	Комітет з монетарної політики	UAWCPI	Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України
МВФ	Міжнародний валютний фонд	UAWGDP	Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України
МОМ	Міжнародна організація з міграції	UIIR	Український індекс міжбанківських ставок
МОП	Міжнародна організація праці		
МР	Маркетинговий рік		
МФУ	Міністерство фінансів України		
НБУ	Національний банк України		

тис.	тисяча	в. п.	відсотковий пункт
млн	мільйон	бар.	барель
млрд	мільярд	р/р	у річному вимірі, річна зміна, до відповідного періоду попереднього року
грн	гривня	кв/кв	до попереднього кварталу, у квартальному вимірі
долар, дол. п.	долар США пункт	с/с	у сезонно скоригованому вимірі
		м/м	до попереднього місяця, у місячному вимірі
б. п.	базисний пункт	п. ш.	права шкала