



Національний  
банк України

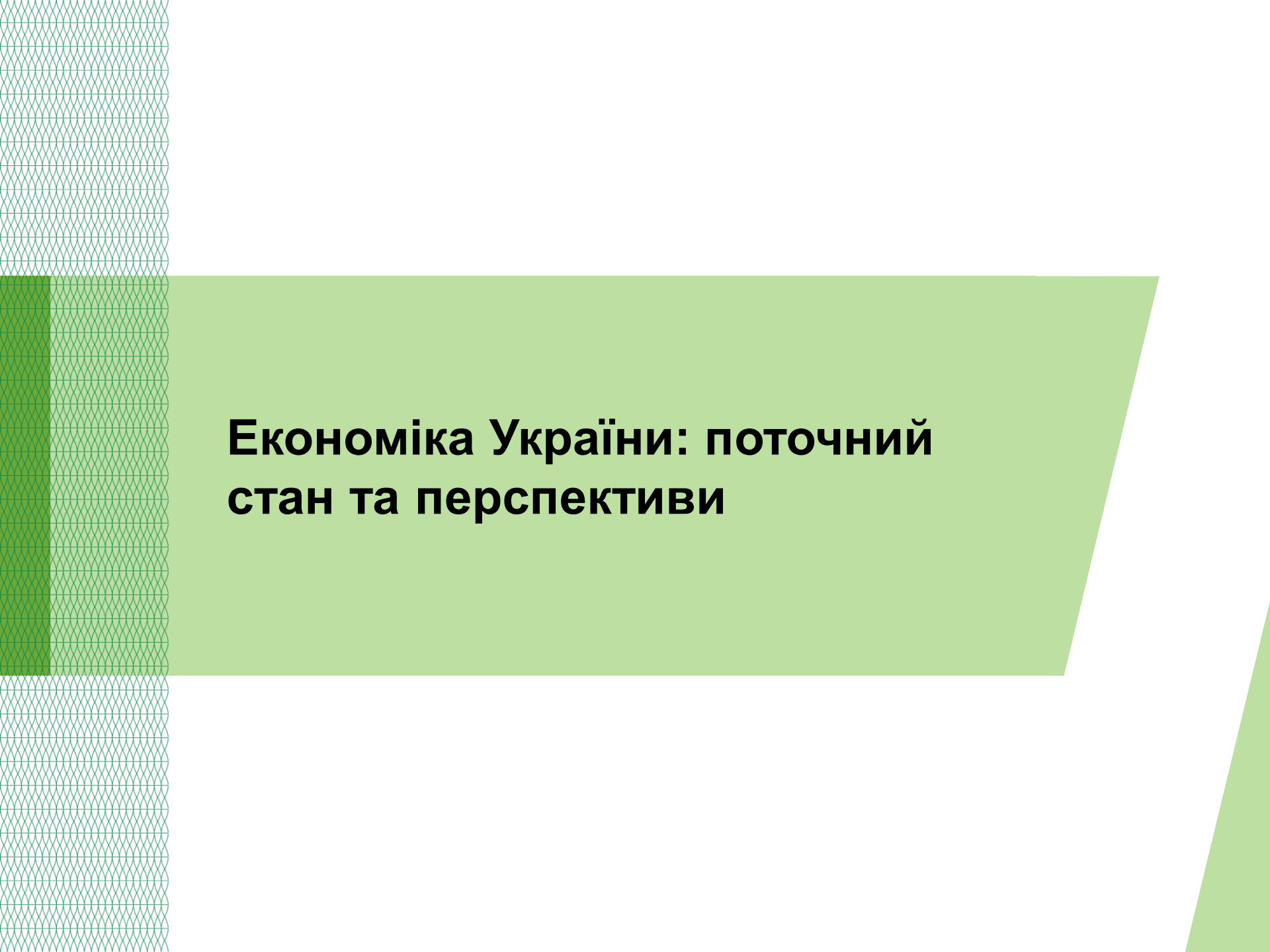
# Адаптація економіки України та монетарної політики НБУ до умов повномасштабної війни

**Володимир Лепушинський**

Директор Департаменту монетарної політики та  
економічного аналізу

15 вересня 2023 року





# **Економіка України: поточний стан та перспективи**

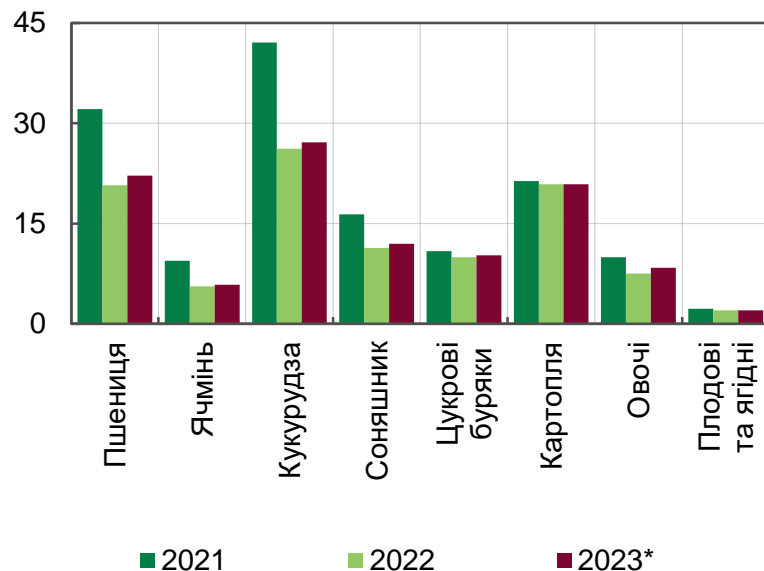
# Головне: прогноз

---

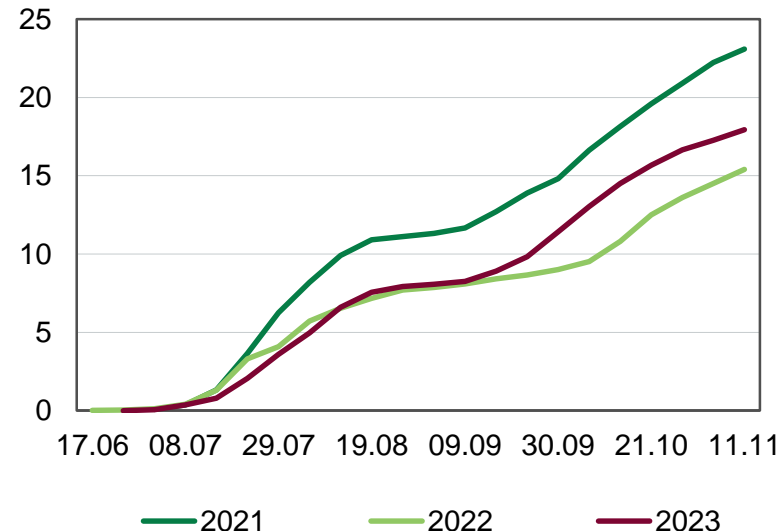
- ❑ **Припускається відчутне зниження безпекових ризиків із 2025 року**, що сприятиме повноцінному розблокуванню морських портів, розширенню можливостей для інвестиційної та господарської діяльності, активнішому поверненню в Україну вимушених мігрантів
- ❑ **Інфляція залишатиметься помірною, хоч і тимчасово прискориться наступного року.** НБУ поліпшив прогноз інфляції на 2023 рік з 10.6% до 5.8% в основному через вплив високих врожаїв на динаміку продовольчих цін. Водночас НБУ підвищив прогноз інфляції на 2024 рік – з 8.5% до 9.8%. Пришвидшення зростання цін зумовлюватиметься низькою цьогорічною базою порівняння для вартості продовольчих товарів, збереженням тиску на витрати бізнесу через перегляд припущення щодо безпекових ризиків, збільшенням зарплат та прискоренням зростання адміністративно-регульованих цін
- ❑ **Економічне зростання відновиться в 2023 році і триватиме надалі.** Поліпшено прогноз реального ВВП із 2.9% до 4.9% у 2023 році через вищу адаптивність бізнесу та населення до воєнних умов, ліпші, ніж припускалося, врожаї, розширення альтернативних шляхів експортних поставок та суттєвіші обсяги бюджетних видатків. У 2024 році економіка зросте на 3.6%, а в 2025 зростання пришвидшиться до 6% насамперед через очікуване зниження безпекових ризиків
- ❑ **Завдяки офіційному фінансуванню НБУ зможе підтримувати достатній рівень міжнародних резервів та, відповідно, стійкість валютного ринку.** Ці надходження залишаються основним джерелом покриття високого дефіциту державного бюджету. Завдяки міжнародній допомозі Україна також має змогу фінансувати значний дефіцит поточного рахунку, а НБУ – підтримувати високий рівень міжнародних резервів та балансувати валютний ринок

# Економічну активність і надалі підтримували більші за минулорічні врожаї...

Урожай основних с/г культур, млн т



Зібрані площі основних с/г культур, млн га



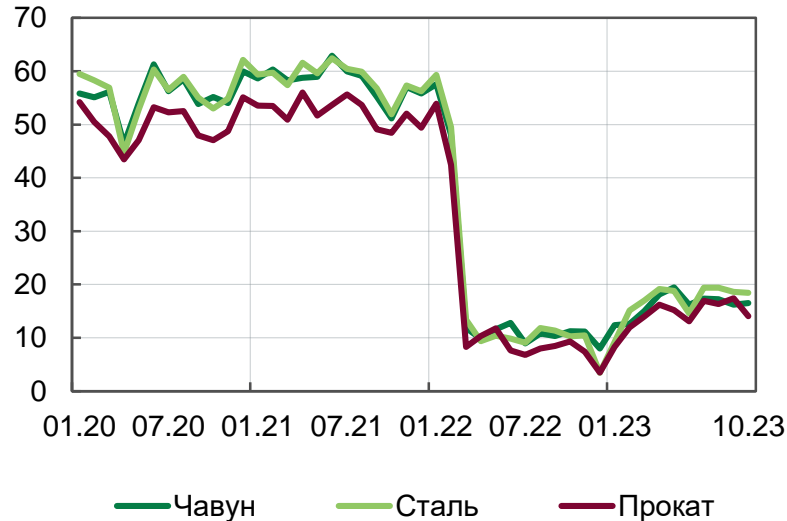
\*Прогноз НБУ (ІЗ за жовтень)  
Джерело: ДССУ, оцінки НБУ.

Джерело: МінаПК.

- Жнива пізніх зернових та олійних культур такі ж успішні, як і ранніх, завдяки сприятливій погоді. Врожай у 2023 році буде вищим, ніж торік, зокрема, зернових та зернобобових – 56.9 млн т
- За нашою оцінкою, більший, ніж очікувалося, врожай матиме 1.3 в.п. прямого додатнього внеску у зміну реального ВВП у 2023 році та є основною причиною поліпшення оцінки зростання реального ВВП у III кварталі
  - додатковий додатній внесок матиме пожвавлення тваринництва та харчової переробки
  - налагодження альтернативних шляхів експорту підтримуватиме транспорт та оптову торгівлю

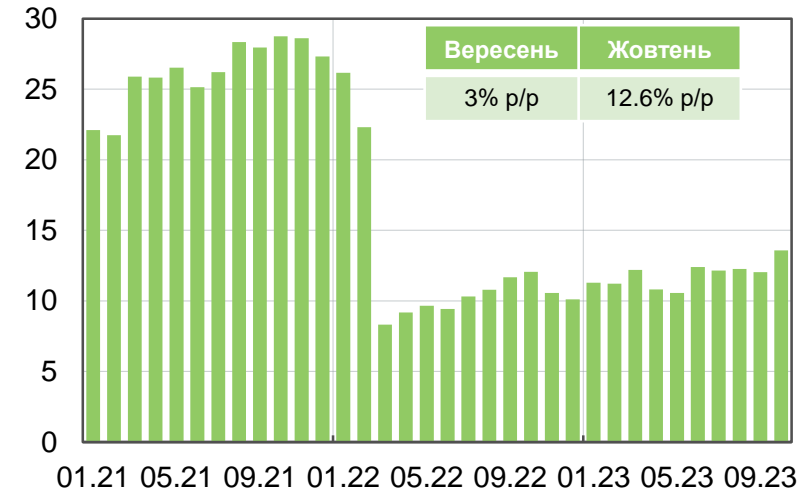
# ...стабільне енергопостачання та значні обсяги бюджетного фінансування

Середньодобове виробництво сталі, чавуну, прокату, тис. т



Джерело: Укрметалургпром.

Вантажні перевезення залізницею, млн. т

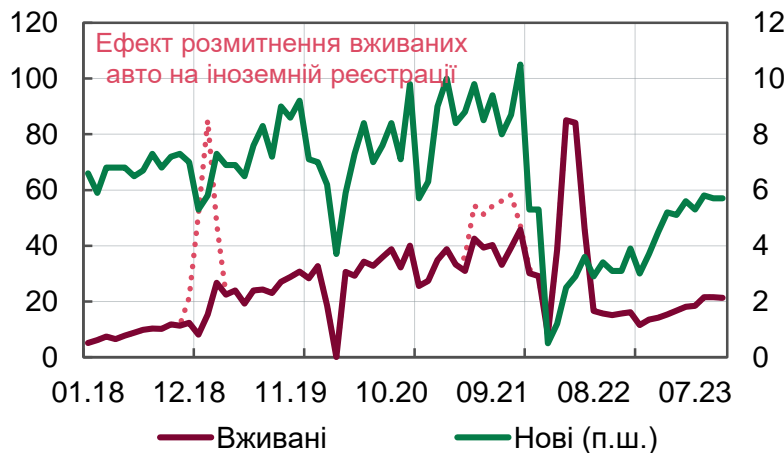


Джерело: ДССУ, Rail.insider, УЗ.

- Витрати бюджету на оборонні потреби, збільшення замовлень та стабільна ситуація в енергетиці сприятливо позначалися на металургії і роботі ГЗК та машинобудуванні; перед опалювальним сезоном зростає і видобуток енергоресурсів
- Триває пожвавлення будівництва завдяки розбудові західної логістики та потужностей для зберігання агропродукції; запуск програм відновлення підтримує будівництво житла, інфраструктури та виробництво будматеріалів, що свідчить про подальше пожвавлення інвестиційного попиту
- Залізничні вантажоперевезення зростали як за рахунок перевезення будматеріалів, так і с/г вантажів до морських портів на тлі налагодження роботи альтернативного зернового коридору

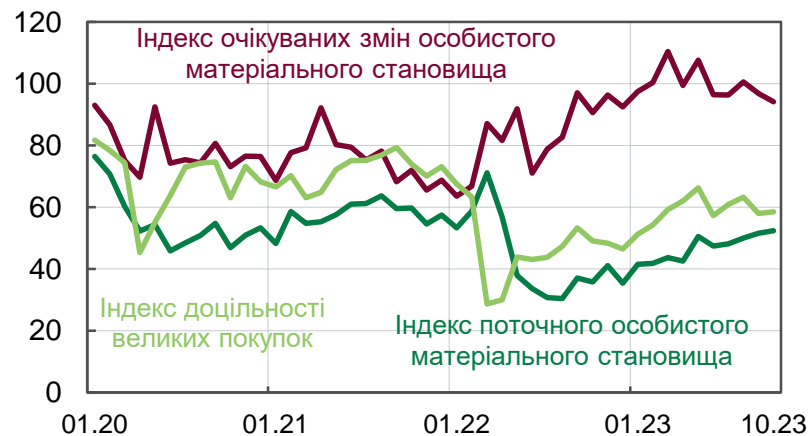
# Споживчий попит надалі відновлювався, підтримуючи торгівлю та інші сектори послуг

Перша реєстрація легкових автомобілів, тис. од.



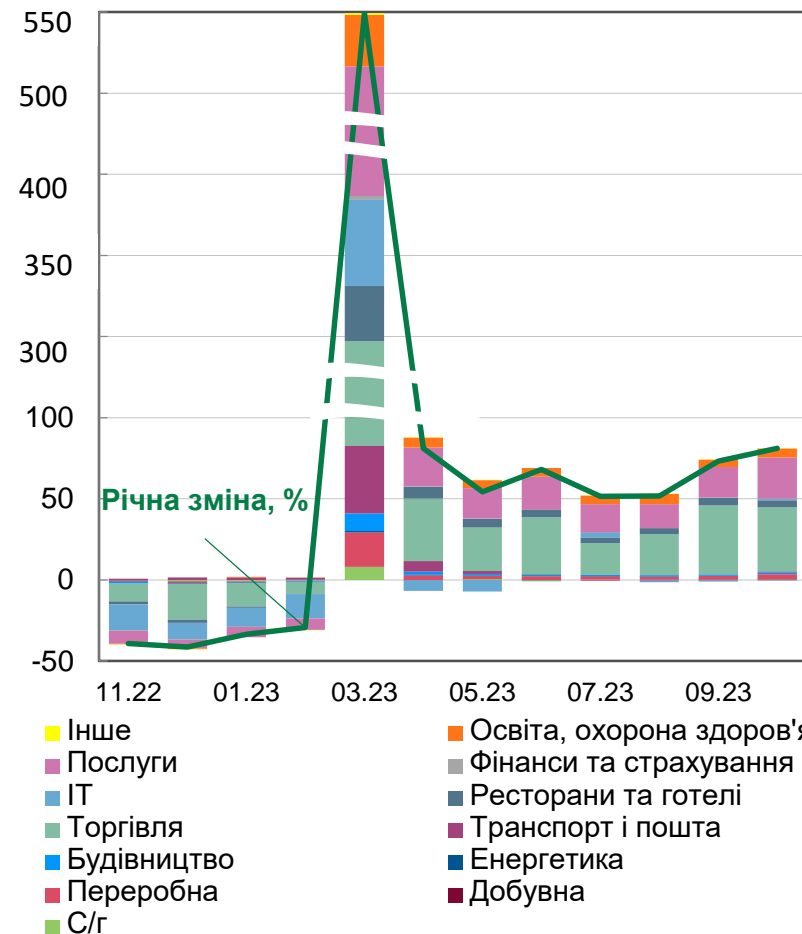
Джерело: Укравтопром.

Компоненти індексу споживчих настроїв, п.



З березня 2023 року метод опитування змінено з віч-на-віч

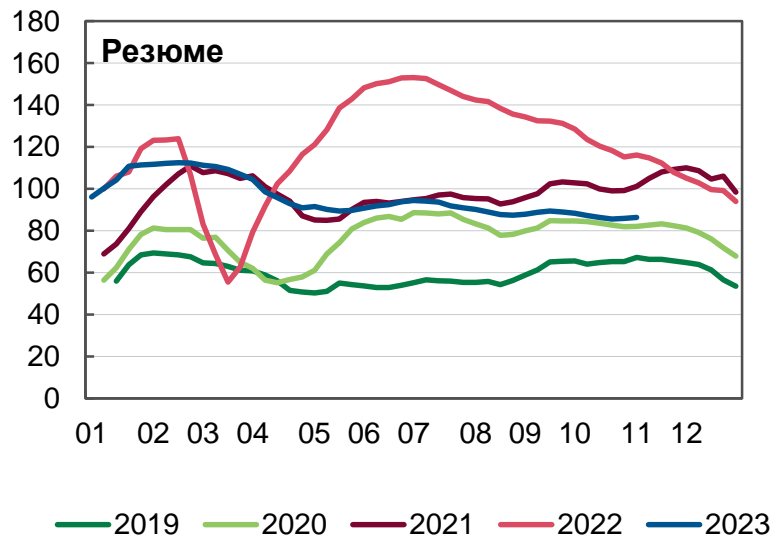
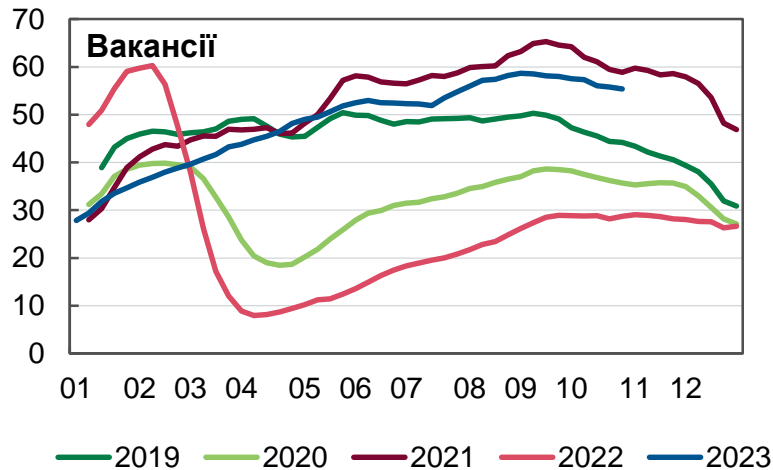
Внески у річний приріст кількості нових ФОП за видами діяльності\*, в.п.



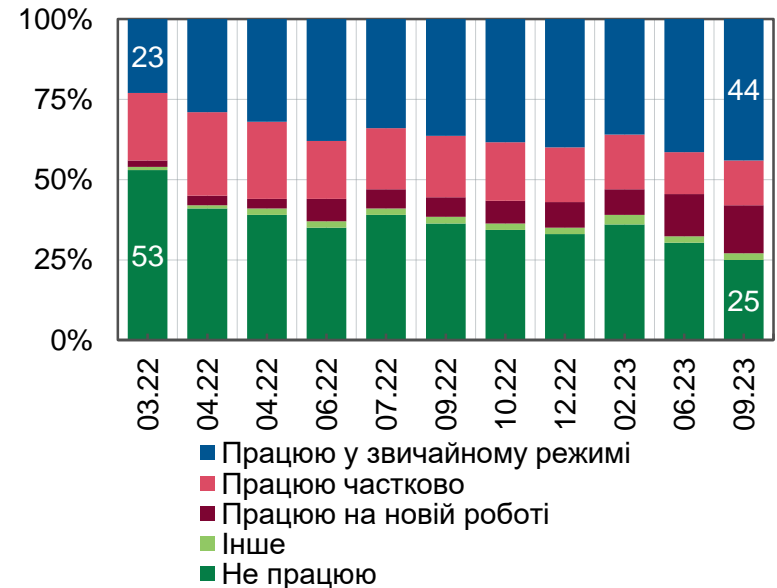
\* З метою поліпшення візуального сприйняття офіційні назви видів економічної діяльності за КВЕД було скорочено.  
Джерело: opendatabot.ua; розрахунки НБУ.

# Триває відновлення попиту на працю, ...

Попит та пропозиція робочої сили, чотиририжнева плинна, тис.



Поточний статус тих, хто мав роботу до 24.02.2022, % відповідей

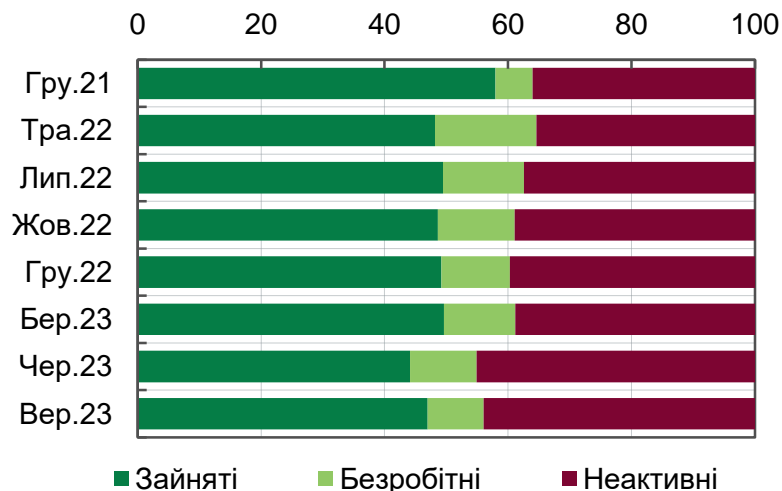


Джерело: Рейтинг.

- Триває зростання кількості вакансій, утім, вона усе ще нижча за рівень 2021 року, а відновлення нерівномірне за галузями та регіонами, що відображає зміни у структурі економіки
- Кількість резюме натомість скорочується через міграцію, мобілізацію та збільшення зайнятості: частка тих, хто працює, зростає як завдяки поверненню до довоєнних умов роботи, так і завдяки знаходженню нової (більш помітно – серед ВПО)

# ... але рівень безробіття знижується повільно. Зберігається брак кваліфікованих працівників

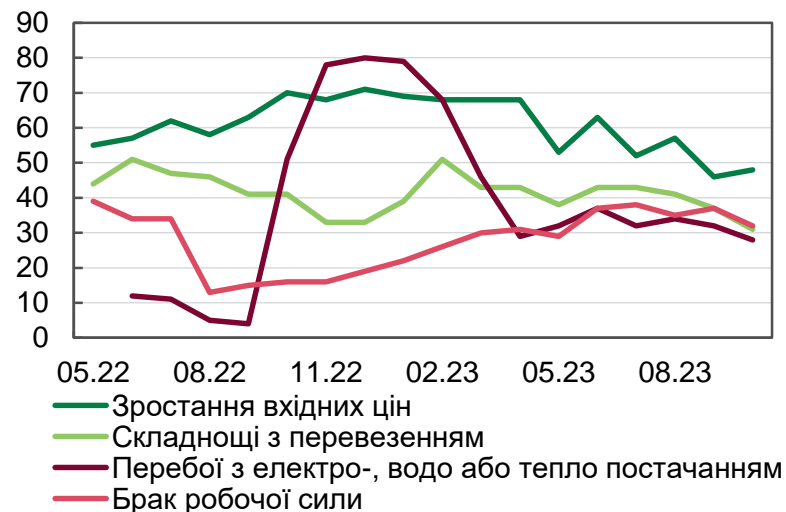
Частка зайнятих і безробітних у структурі опитаних, %



Джерело: InfoSapiens, розрахунки НБУ.

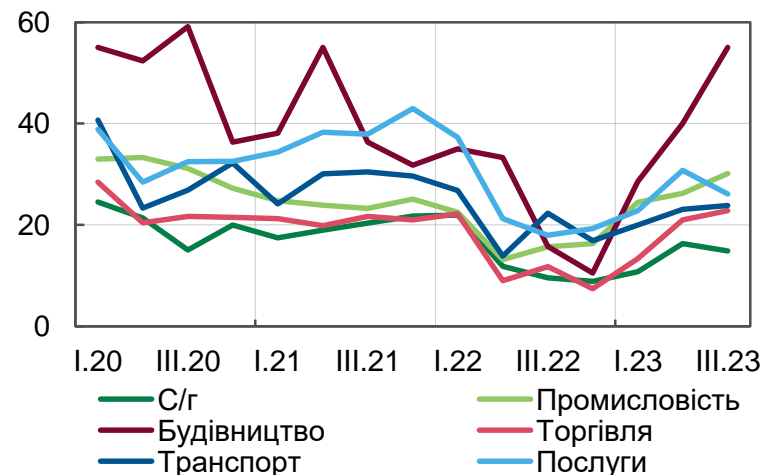
- Про збільшення зайнятості свідчать дані опитувань ДГ. Проте, за нашими оцінками, рівень безробіття усе ще значно перевищує довоєнні показники
- Дещо збільшилася кількість неактивного населення за рахунок тих, хто не шукає роботу (може пояснюватися відсутністю пропозицій за фахом та низькою оплатою)
- Водночас підприємства скаржаться на брак кваліфікованих працівників, що свідчить про значну структурну компоненту безробіття

Динаміка основних проблем бізнесу, % відповідей



Джерело: ІЕД.

Підприємства, які зазначають брак кваліфікованих працівників, % відповідей

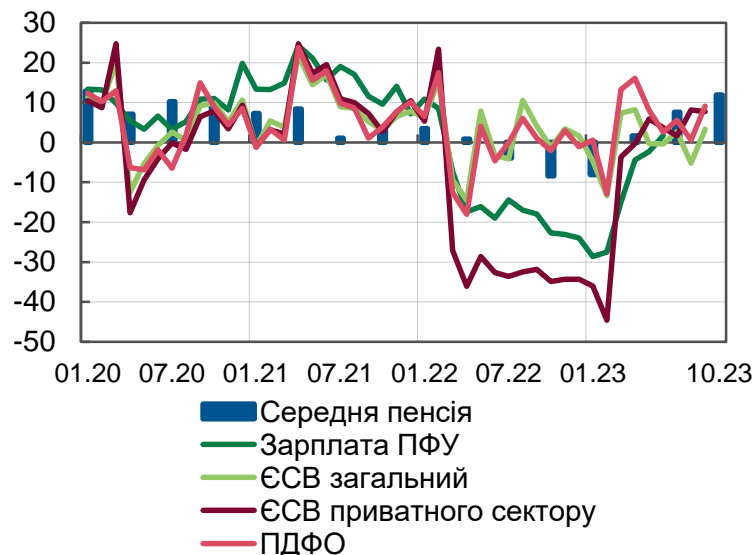


Джерело: НБУ.



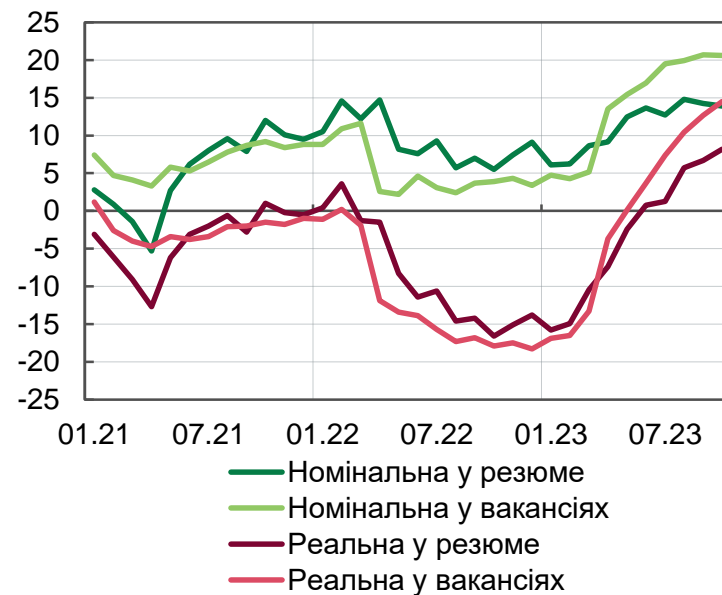
# Доходи ДГ, зокрема зарплати у приватному секторі, поступово зростають

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



\* Дефльовано на ІСЦ. \*\* ЄСВ приватного сектору розраховано як різниця між загальними обсягами ЄСВ та нарахуваннями на заробітну плату зі зведеного бюджету. Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Середня зарплата у вакансіях та резюме, % р/р

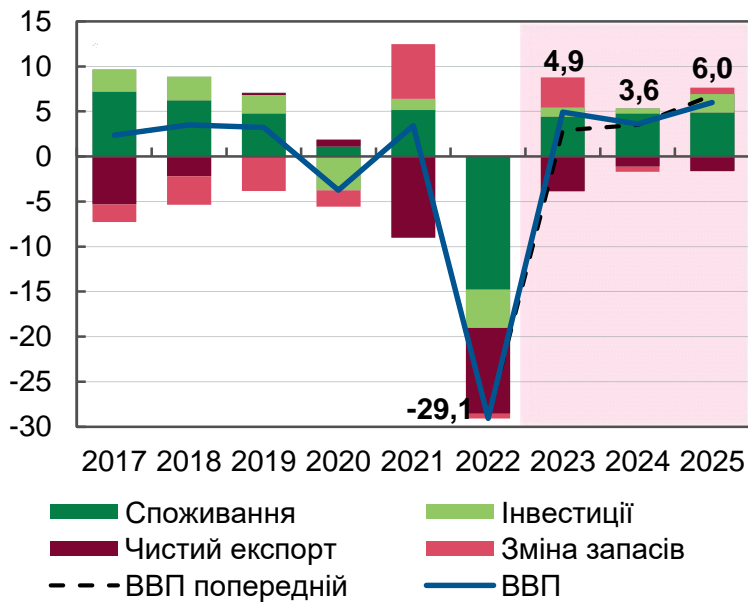


Джерело: work.ua, розрахунки НБУ.

- Ключовими в доходах населення другий рік поспіль залишаються бюджетні виплати. Водночас у другій половині 2023 року поживлення економічної активності призвело до певного пришвидшення зростання зарплат у приватному секторі
- За опитуванням НБУ щокварталу зростає частка підприємств, що очікує підвищення витрат на персонал у наступні 12 місяців – у III кварталі 2023 року вона становила 50%, зниження очікує лише 2.8%, без змін – 47.2%

# Економіка зростатиме і надалі завдяки стійкості економіки до воєнних умов та м'якій фіскальній політиці

Реальний ВВП, внески компонентів, в.п.



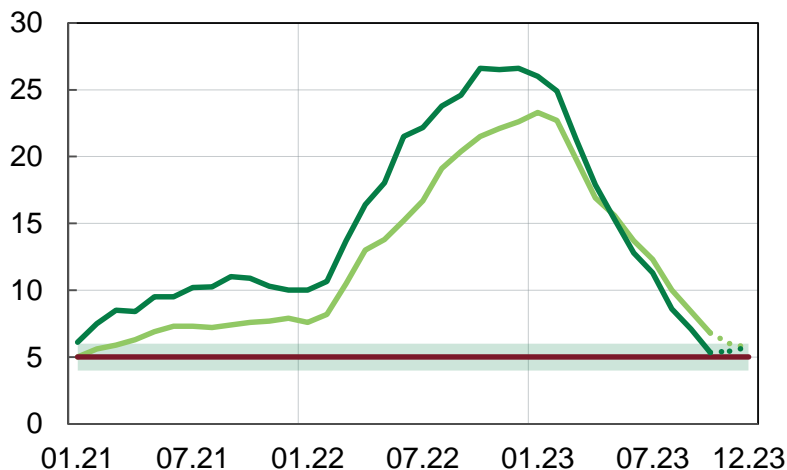
- Прогноз зростання реального ВВП на 2023 рік поліпшено до 4.9%.  
**Основні чинники:** вища адаптивність бізнесу та населення до воєнних умов, збільшення врожаїв, швидше розширення альтернативних шляхів експортних поставок, а також суттєвіші обсяги фіскальної підтримки
- Довша тривалість високих безпекових ризиків обмежуватимуть зростання у 2024-2025 рр., Проте висока адаптивність бізнесу та збереження м'якої фіскальної політики забезпечать економічне зростання
- Від'ємний розрив ВВП скоротиться на тлі суттєвого зростання ВВП у 2023 році, однак все ще залишатиметься від'ємним у 2023-2025 роках

	2022	2023	2024	2025
<b>ВВП</b>	<b>-29.1</b>	<b>4.9 (2.9)</b>	<b>3.6 (3.5)</b>	<b>6.0 (6.8)</b>
Споживання	-16.9	4.2 (3.1)	4.5 (3.7)	4.7 (5.0)
<i>Приватне</i>	-23.2	3.8 (2.6)	5.7 (5.4)	8.3 (8.6)
Валове нагромадження	-34.3	9.0 (6.6)	4.8 (9.8)	18.9 (21.3)
Експорт товарів і послуг	-42.4	3.3 (-2.0)	2.7 (3.8)	1.3 (4.1)
Імпорт товарів і послуг	-18.5	9.6 (5.8)	3.9 (6.3)	4.4 (5.1)

у дужках – попередній прогноз

# Споживча інфляція і далі стрімко сповільнювалася

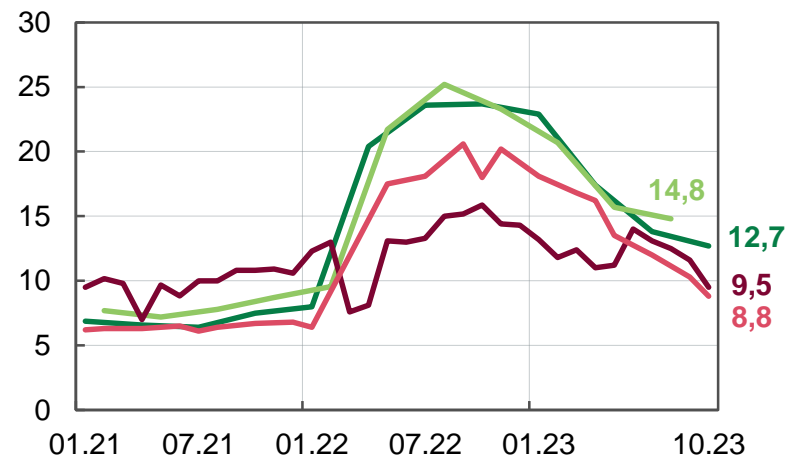
## Інфляція та інфляційна ціль, % р/р



Цільовий діапазон  
Ціль з інфляції  
Базовий ІСЦ  
ІСЦ

\* Листопад – грудень 2023 року – оцінки НБУ.  
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

## Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



Банки  
Домогосподарства\*  
Підприємства  
Фінансові аналітики

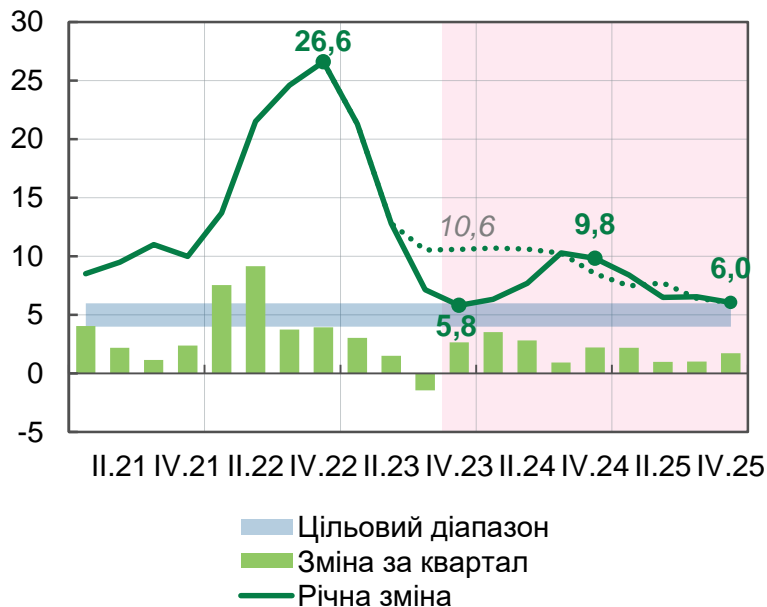
\* 3 березня 2022 року – зміна методу опитування на телефонне.

Джерело: НБУ, GfK Ukraine, Info Sapiens.

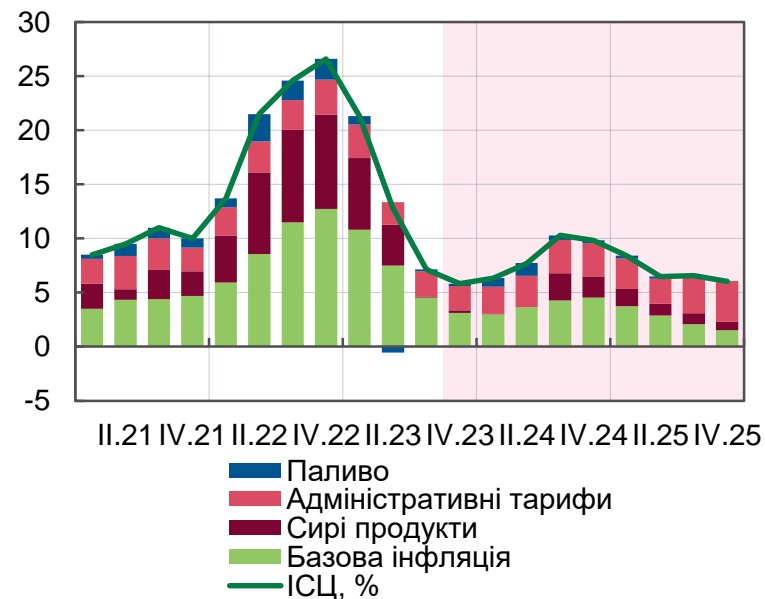
- У жовтні 2023 року споживча інфляція знизилася до 5.3% р/р. Швидке сповільнення інфляції зумовлювалося високою пропозицією продуктів харчування, зокрема овочів та фруктів нового врожаю завдяки надсприятливим погодним умовам
- Фундаментальний інфляційний тиск теж знижувався – базова інфляція сповільнилася до 6.8% р/р. Цьому сприяли поліпшення очікувань в умовах збереження курсової стійкості та зменшення тиску з боку витрат бізнесу. Це зокрема відобразилося у сповільненні зростання цін на одяг та взуття, непродовольчих товарів із значною часткою імпорту та цін на послуги
- Дія мораторію на підвищення тарифів на послуги ЖКГ також стримувала інфляцію
- Натомість ціни на пальне зростали швидше через відновлення оподаткування та підвищення світових цін на нафту

# Завдяки виваженій монетарній політиці НБУ інфляція залишатиметься помірною і контрольованою

Інфляція, р/р, %



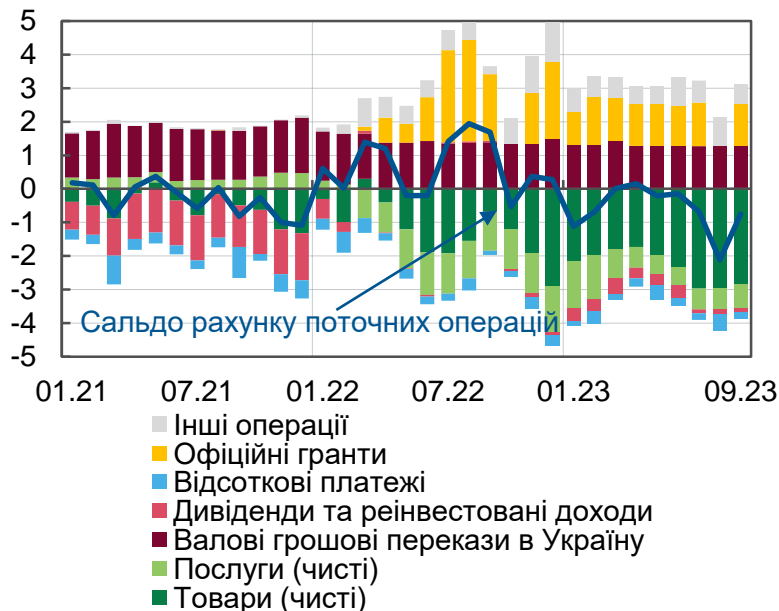
Внески в річну зміну ІСЦ, в.п



- **Наступного року очікується сплеск інфляції** через низьку базу порівняння (зокрема тимчасовий сплеск продовольчої інфляції), курсові ефекти, зростання собівартості виробництва продукції бізнесом в умовах тривалих безпекових ризиків (зокрема з боку заробітних плат), прискорення адміністративної інфляції
- **У 2025 році інфляція уповільниться нижче 6%** завдяки зниженню виробничих витрат, поліпшенню логістики і проведенню виваженої монетарної політики. Проте вона залишатиметься вище цілі через потребу в коригуванні адміністративних цін і тарифів

# Розширення дефіциту торгівлі товарами зупинилося попри припинення дії зернової угоди

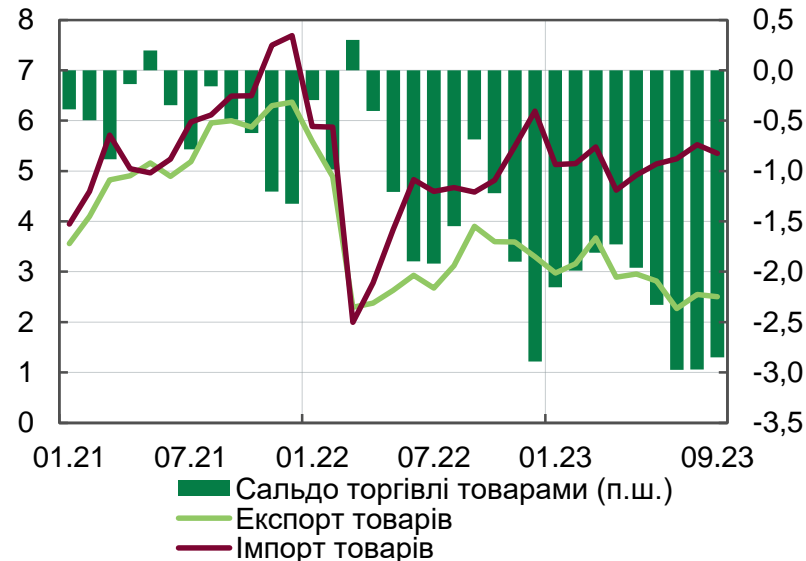
Сальдо рахунку поточних операцій, млрд дол.



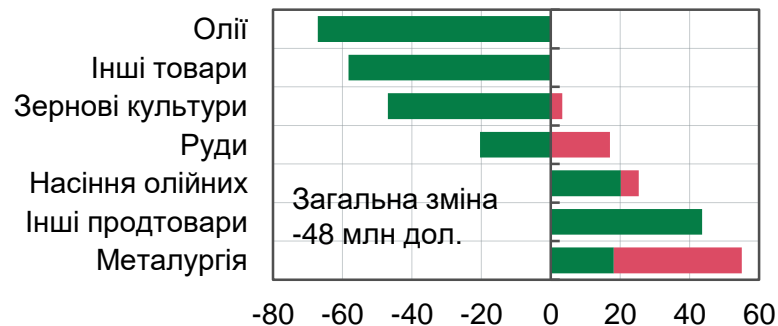
Джерело: розрахунки НБУ.

- Дефіцит торгівлі товарами третій місяць поспіль становить близько 3 млрд дол. У вересні вартісні обсяги експорту знизилися маржинально порівняно з серпнем, проте збільшується кількість новин про розширення можливостей експортної логістики
- Водночас обсяги імпорту товарів також залишаються стабільно високими

Сальдо торгівлі товарами, млрд дол.



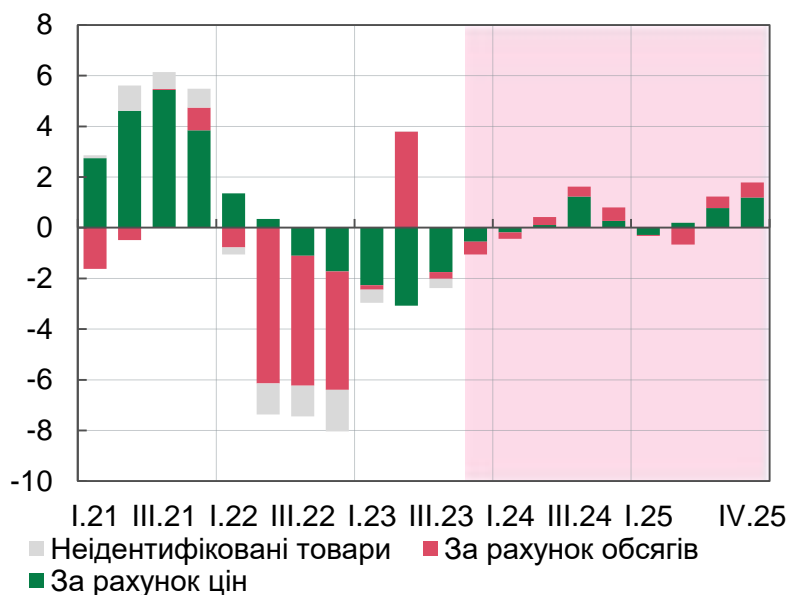
Експорт товарів, зміна у вересні порівняно з серпнем, млн дол.



Джерело: інформація з відкритих джерел, розрахунки НБУ.

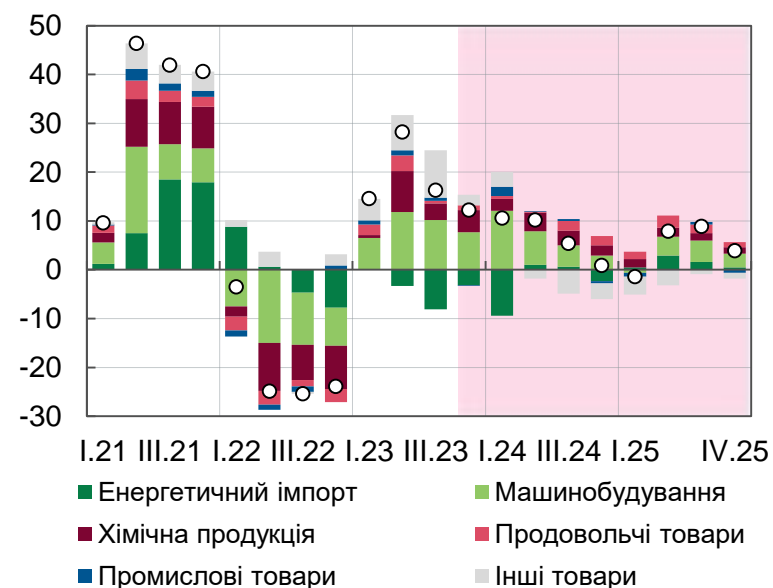
# Дефіцит валюти приватного сектору зберігатиметься значним насамперед через обмежений потенціал відновлення експорту

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



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Внески в річну зміну імпорту товарів, в.п.

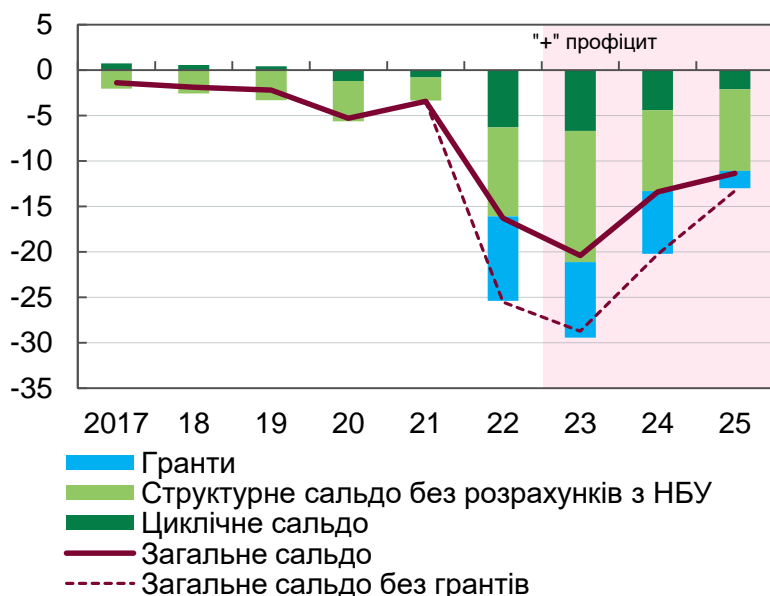


Джерело: розрахунки НБУ.

- У III кварталі чистий вплив валюти з приватного сектору збільшився. Експортні надходження скоротилися через припинення роботи "зернового коридору", тоді як обсяги імпорту залишалися значними через потреби внутрішнього ринку та витрати мігрантів
- Розширення логістичних маршрутів підтримуватиме експорт на прогностичному горизонті попри припинення роботи "зернового коридору". Проте все ще обмежені транспортні шляхи та виробничий потенціал стримуватимуть відновлення експорту
- Вплив валюти залишатиметься суттєвим через значні потреби в імпорті для забезпечення обороноздатності та відбудови країни. Також у прогнозі врахований вплив капіталу через пом'якшення валютних обмежень

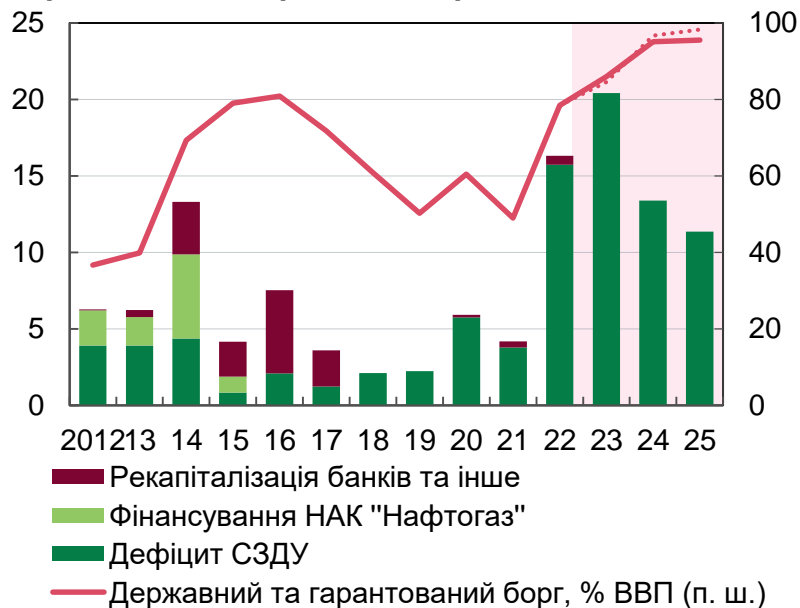
# Дефіцит бюджету залишиться суттєвим з огляду на потреби сектору безпеки, соціальної підтримки та відновлення

Сальдо зведеного бюджету, % ВВП



Джерело: ДКСУ, МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Широкий дефіцит СЗДУ і державний та гарантований державою борг, % ВВП



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

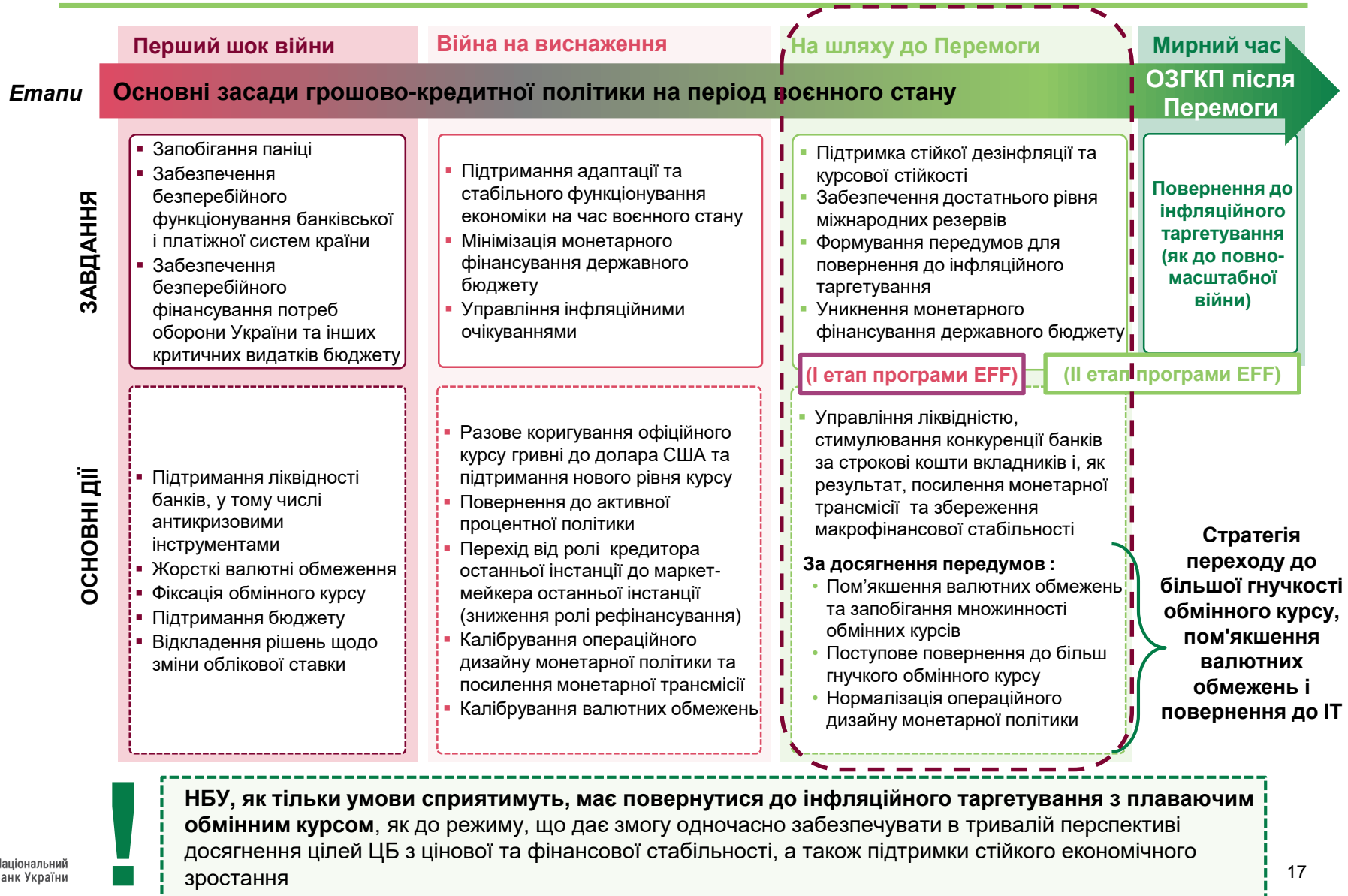
- **Фіскальний дефіцит далі розширюється попри поліпшення стану доходів.** Через більші витрати, зокрема на оборону та безпеку, дефіцит цього року сягне 29% ВВП. Він очікувано фінансуватиметься за рахунок міжнародної допомоги та внутрішніх залучень
- **Дефіцит зведеного бюджету надалі залишатиметься значним:** у 2024 році насамперед у зв'язку з високими витратами на безпеку та оборону, а у 2025 році – також через значні потреби на відбудову та відновлення. Це зумовлюватиме потребу в значній міжнародній допомозі та подальшій активізації внутрішніх залучень
- **Відношення боргу до ВВП зростає** насамперед унаслідок значних бюджетних потреб



# **Монетарна політика**

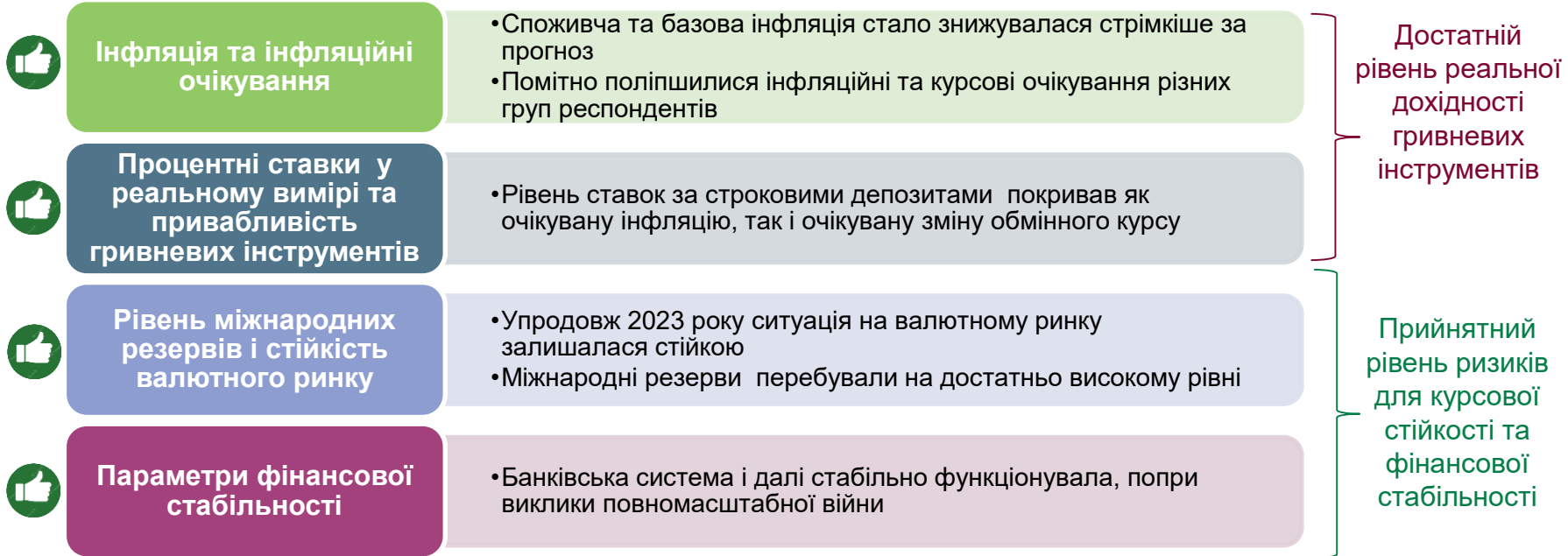


# Національний банк перейшов до наступного етапу адаптації монетарної політики...



# ... оскільки для цього сформувався відповідні передумови

Згідно зі Стратегією\*, оцінка формування належних передумов для подальших кроків її реалізації ґрунтуватиметься на результатах аналізу розвитку таких ключових параметрів:



- ✓ Стійке, стрімкіше за прогноз сповільнення як споживчої, так і базової інфляції, а також покращення інфляційних очікувань підтримують достатній рівень реальної дохідності гривневих інструментів
- ✓ Краща за прогноз динаміка міжнародних резервів та валютних інтервенцій свідчить про прийнятний рівень ризиків для курсової стійкості та фінансової стабільності
- ✓ Такі умови дали можливість забезпечити пом'якшення низки валютних обмежень, розпочати цикл зниження ключової ставки та контролювано перейти до керованої гнучкості обмінного курсу, не створюючи загроз для привабливості гривневих заощаджень, а, отже, і для курсової стійкості та сталого зниження інфляції

# Зокрема НБУ продовжив пом'якшувати валютні обмеження та розпочав цикл пом'якшення процентної політики...

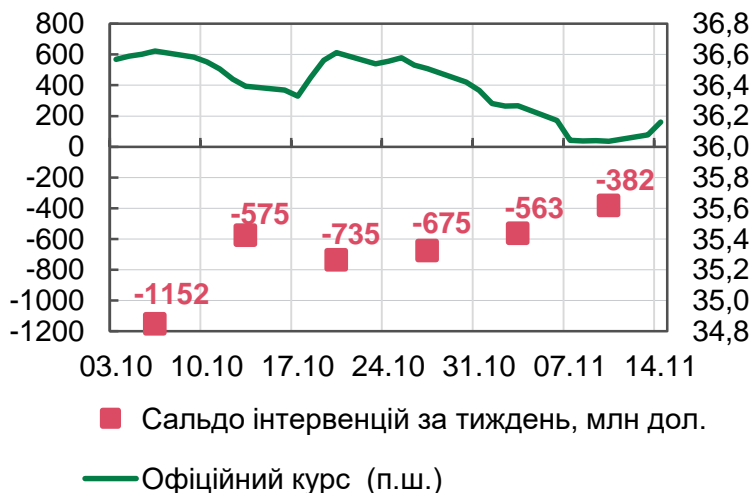
## Облікова ставка, %

01.22 03.22 05.22 07.22 09.22 11.22 01.23 03.23 05.23 07.23 09.23 11.23



## ... а в жовтні перейшов до керованої гнучкості обмінного курсу

Тижневе сальдо інтервенцій НБУ та офіційний курс гривні до долара після переходу до керованої гнучкості (03.11.23-14.11.23)



Джерело: НБУ.

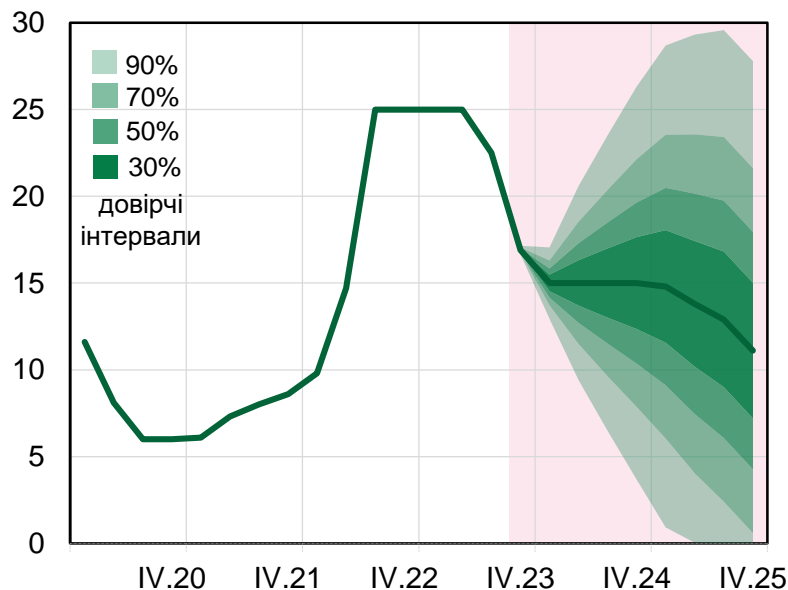
### Перехід до більшої гнучкого обмінного курсу базується на таких принципах:

- Одним із пріоритетних завдань НБУ залишатиметься **збереження курсової стійкості**, тож монетарна та валютно-курсова політики НБУ, як і раніше, концентруватимуться на забезпеченні достатньої привабливості гривневих інструментів
- НБУ продовжить контролювати ситуацію на валютному ринку та залишатиметься ключовим гравцем на ньому, **компенсуючи структурний дефіцит іноземної валюти**. Завдяки цьому курс змінюватиметься в обидва боки під впливом змін у балансі попиту та пропозиції на валютному ринку

- Водночас НБУ суттєво обмежуватиме курсові коливання, не допускаючи як значного послаблення гривні, так і суттєвого зміцнення
- НБУ продовжить докладати зусиль для сприяння належній роботі готівкового валютного ринку, зокрема мінімізуючи різницю між готівковим та офіційним курсами
- Подальше збільшення курсової гнучкості відбуватиметься поступово у міру формування належних макроекономічних передумов. Поступове посилення гнучкості обмінного курсу посилить стійкість української економіки та валютного ринку, сприятиме їх кращій адаптації до внутрішніх і зовнішніх шоків та зменшуватиме ризики накопичення валютних дисбалансів, які можуть генерувати тривале утримання фіксованого курсу

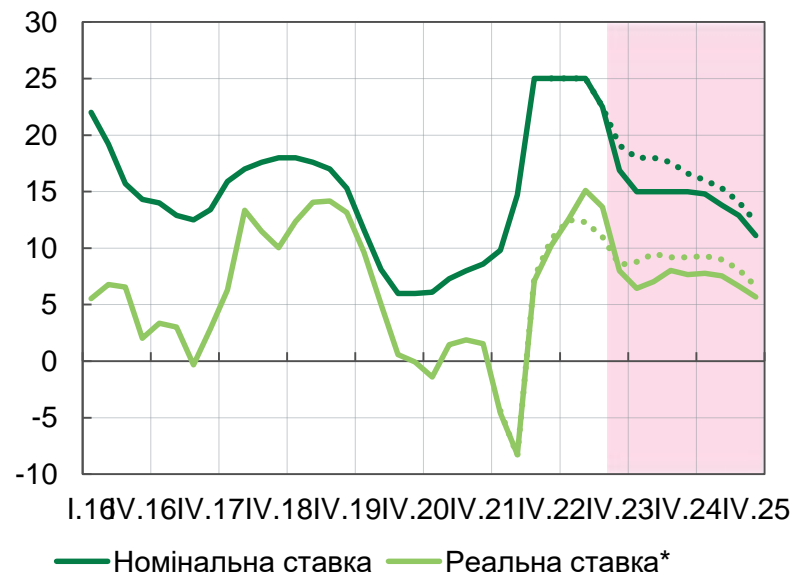
# Подальше пом'якшення процентної політики враховуватиме необхідність підтримання привабливості гривневих активів...

Прогноз облікової ставки, %\*



\* в середньому за квартал.  
Джерело: НБУ.

Облікова ставка, в середньому за період, %

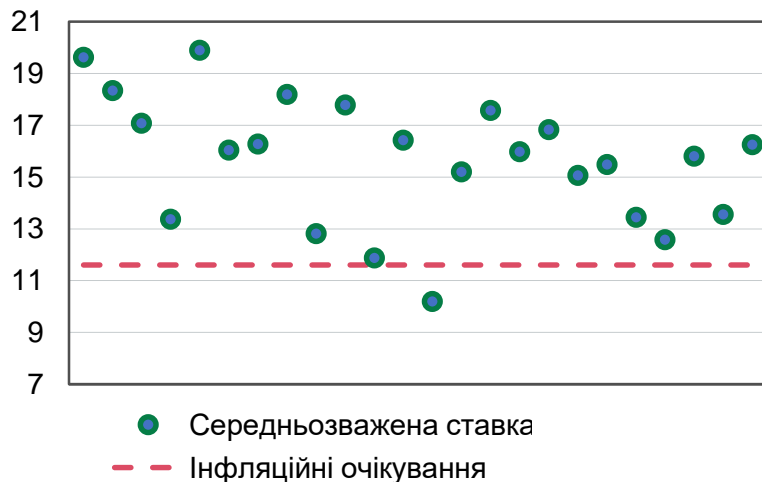


— Номінальна ставка — Реальна ставка\*  
\* Дефльована на модельні очікування (КПМ).  
Джерело: НБУ.

- За умови відсутності ознак погіршення балансу ризиків, а також успішної адаптації учасників ринку до нового валютного режиму НБУ бачить можливість додаткового зниження облікової ставки на найближчому засіданні
- Водночас очікувана траєкторія інфляції та плани щодо подальших кроків з валютної лібералізації обмежують простір для пом'якшення процентної політики у наступному році. Повернення до циклу зниження облікової ставки в 2024 році стане можливим лише в разі суттєвого зниження ризиків для курсової стійкості та інфляційної динаміки

# ... оскільки збереження привабливості гривні є важливою передумовою подальшого пом'якшення валютних обмежень...

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



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

\*\* Відповідно до вересневого опитування ДГ.

Джерело: НБУ, Info Sapiens.

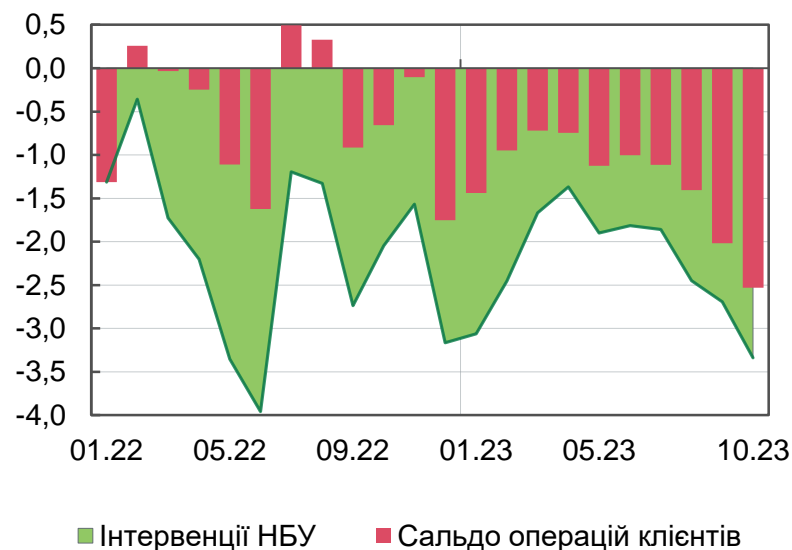
Частки окремих видів депозитів фізичних осіб, %



Джерело: НБУ.

## ... а також запорукою збереження курсової стійкості

Сальдо операцій із іноземною валютою клієнтів банків та інтервенції НБУ, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Курси гривні до долара



\* Останні дані – за 10.11.2023.

Джерело: НБУ, відкриті джерела.

- **Обсяги інтервенцій очікувано ситуативно зросли, що притаманно періодам коригуванню режиму обмінного курсу**
- **Приваблива дохідність гривневих інструментів і достатні обсяги інтервенцій НБУ сприяли збереженню керованості курсу та стійкості валютного ринку. Позитивний вплив мали й подальші заходи з лібералізації валютного ринку, які забезпечили ефективне перетікання валюти між безготівковим та готівковим сегментами валютного ринку**
- **Зусилля НБУ й надалі спрямовуватимуться на збереження стійкості валютного ринку, а коливання курсу суттєво обмежуватимуться інтервенціями**

## Основні досягнення на даний момент

---

Незважаючи на повномасштабне вторгнення та терористичні атаки росії, **фінансова система та НБУ добре функціонують і підтримують потреби оборони України**

**Гривня виконує свої функції** навіть під час війни. Найгіршого сценарію – демонетизації економіки - вдалося уникнути

Це результат **дотримання НБУ свого мандату**: пріоритетність забезпечення цінової та фінансової стабільності. Це важлива основа для обороноздатності країни під час воєнного стану та подальшого швидкого відновлення в мирний час

Для досягнення своїх цілей **НБУ має у своєму інструментарії комбінацію перевірених та ефективних інструментів** (курсова стійкість та контроль за рухом капіталу), а також **неортодоксальних** (наприклад, інструменти для стимулювання конкуренції між банками за вкладників, інструменти хеджування валютних ризиків для домогосподарств)





# Національний банк України

[Web](#) ▪ [Facebook](#) ▪ [Twitter](#) ▪ [Flickr](#) ▪ [Youtube](#) ▪ [Instagram](#)