



Національний
банк України

Інфляційний звіт (липень 2024)

Київ

6 серпня 2024 року



Головне

- Після тривалого періоду зниження, інфляція в травні відновила зростання, а в червні пришвидшилася до 4.8% у річному вимірі (незначно нижче за квітневий прогноз НБУ). Фундаментальний ціновий тиск посилювався через збільшення витрат бізнесу на оплату праці й електроенергію.
- **Інфляція продовжить зростати в наступні місяці, водночас залишатиметься помірною** – 8.5% на кінець 2024 року. Зважена політика НБУ та послаблення зовнішнього інфляційного тиску дадуть змогу сповільнити інфляцію до 6.6% у 2025 р., а у 2026 р. повернути її до цілі на тлі поступової нормалізації функціонування економіки та поліпшення ситуації в енергетиці
- **Економічне відновлення триватиме**, хоча буде обмеженим через вплив війни, зокрема через значні пошкодження енергосистеми
- **Значна міжнародна фінансова підтримка** дасть змогу уряду профінансувати дефіцит бюджету, а НБУ – підтримувати комфортний рівень резервів
- Ураховуючи необхідність забезпечення стійкості валютного ринку та наближення інфляції до цілі 5% на прогностному горизонті, **Правління НБУ вирішило зберегти облікову ставку на рівні 13%**
- **НБУ також зберігатиме активну присутність на валютному ринку** для покриття структурного дефіциту валюти, підтримання двосторонніх курсових коливань і згладжування надмірної волатильності
- **Відновлення циклу зниження облікової ставки передбачається лише на початку 2025 року.** Однак НБУ гнучко реагуватиме на зміни в балансі ризиків

Липневий макроекономічний прогноз НБУ*

Прогноз	2023**	2024	2025	2026
Реальний ВВП, зміна у %	5.3	3.7 (3.0)	4.1 (5.3)	4.8 (4.5)
ІСЦ, зміна у %	5.1	8.5 (8.2)	6.6 (6.0)	5.0 (5.0)
Сальдо поточного рахунку, млрд. \$	-9.7 (-9.2)	-14.2 (-20.2)	-19.0 (-18.2)	-23.5 (-23.1)
Міжнародні резерви, млрд. \$	40.5	41.2 (43.4)	37.3 (44.3)	32.0 (39.3)
Дефіцит зведеного бюджету, % ВВП ***	26.9	22.8 (20.7)	17.8 (13.5)	10.3 (7.5)

Припущення	2023**	2024	2025	2026
Офіційне фінансування, млрд \$	42.9	38.0 (37.9)	31.4 (25.1)	21.1 (12.6)
Міграція (чиста), млн осіб	-0.2	-0.4 (-0.2)	-0.3 (0.4)	0.4 (0.8)
Реальний ВВП країн - ОТП, %	1.5 (1.4)	2.3 (2.3)	2.8 (2.8)	2.7 (2.7)
ІСЦ в країнах - ОТП, %	7.6	5.6 (5.5)	3.9 (3.9)	2.7 (2.7)
Урожай зернових та зернобобових, млн т	59.8	53.7 (53.0)	57.9 (59.5)	61.7 (65.5)

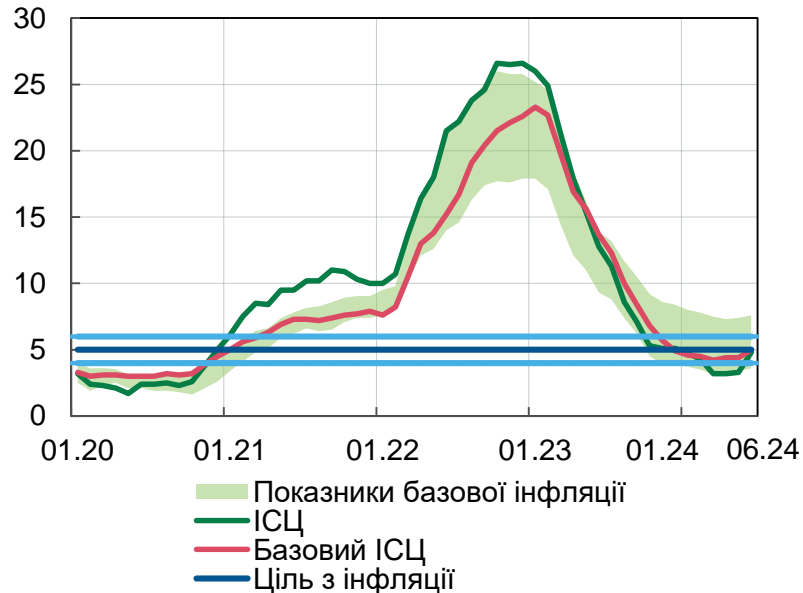
* у дужках попередній прогноз (квітень 2024)

** факт/оцінка

*** без урахування грантів у доходах

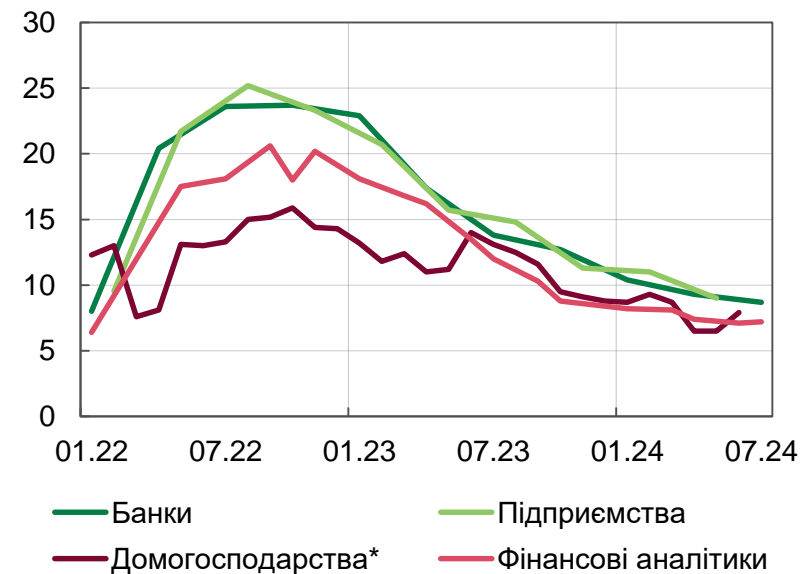
У II кварталі інфляція очікувано підвищилася до майже 5%, інфляційні очікування поступово реагують на це

Споживча інфляція та оцінки основного інфляційного тренду*, % p/p



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %

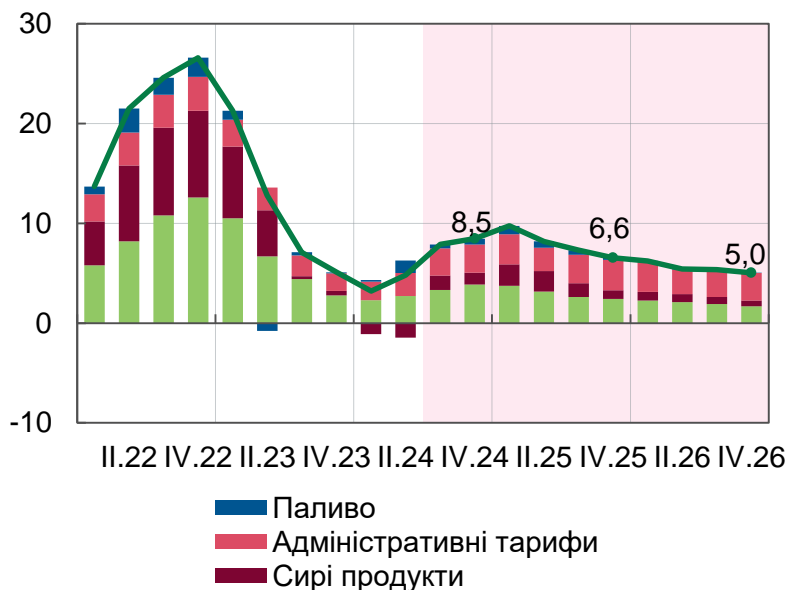


Джерело: НБУ, InfoSapiens.

- Після тривалого періоду спаду інфляції, в травні її траєкторія розвернулася – у червні вона прискорилася до 4.8% p/p (порівняно з 3.2% p/p у березні)
- **Фундаментальний інфляційний тиск тривалий час залишався стійким та очікувано почав посилюватися, що підтверджує тимчасовий характер низької споживчої інфляції в попередні місяці. Стійкість фундаментального інфляційного тиску значною мірою відображала подальше зростання витрат бізнесу через збереження високих безпекових ризиків, підвищення зарплат в умовах дефіциту кадрів та складної ситуації в енергетиці. Також поступово вичерпувалися ефекти від значних врожаїв 2023 р.**

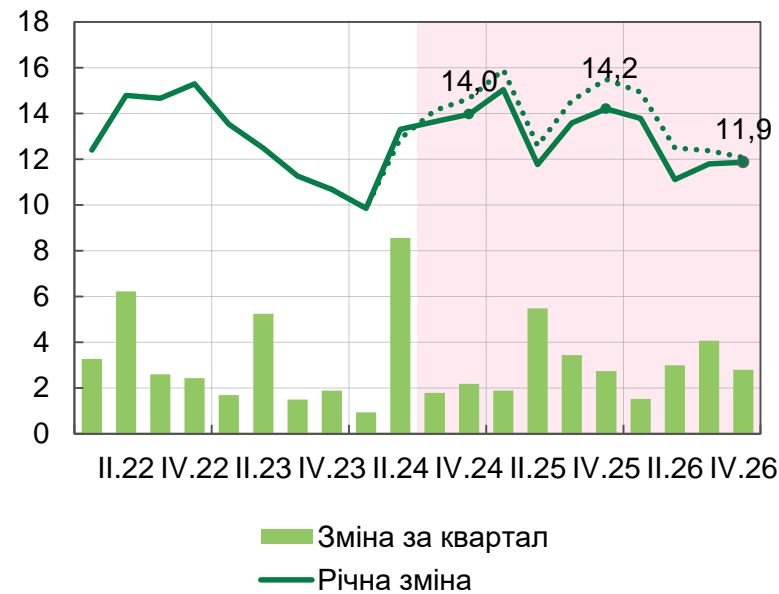
Інфляція пришвидшиться протягом наступних 3-х кварталів, але залишатиметься помірною, а надалі прямуватиме до цілі

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Адміністративно регульовані ціни, % р/р

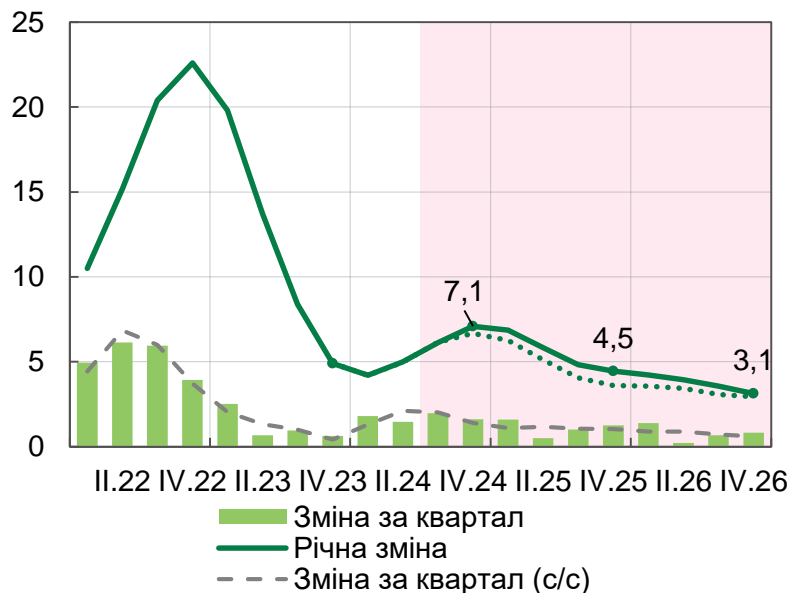


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **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, а також негативний вплив літньої посухи на цьогорічну врожайність. **Інфляція сягне 8.5% на кінець року. В 2025 році почне знижуватись** завдяки заходам монетарної політики НБУ, послабленню зовнішнього цінового тиску та поліпшенню ситуації в енергетиці
- **У наступні роки адміністративна інфляція зростатиме на понад 10%.** Тож, для забезпечення загальної інфляції на рівні 5% монетарна політика має спрямовуватися на утримання інших компонент ІСЦ (насамперед базової) на рівні близько 3%

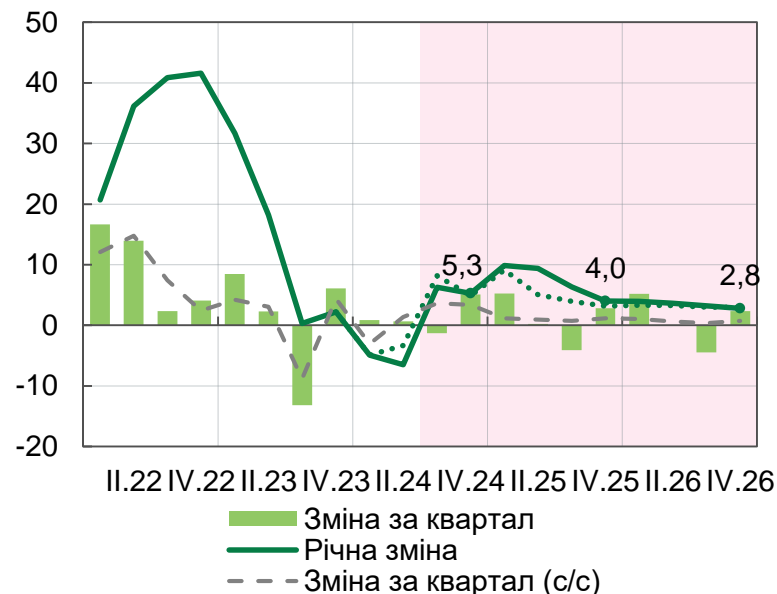
Зростання продовольчої інфляції (вичерпання ефектів урожаю 2023 року та посуха) буде драйвером зростання ІСЦ до кінця року

Базовий ІСЦ, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Ціни на сирі продовольчі товари, %

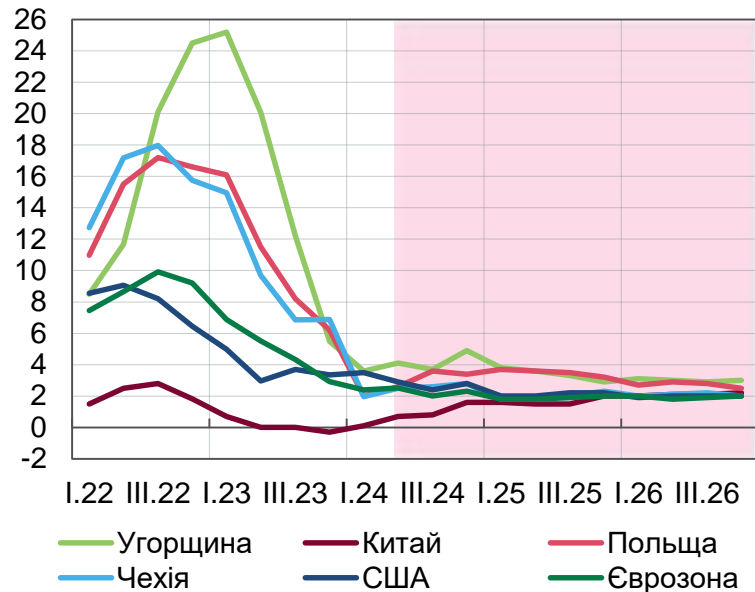


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **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
- **Із середини 2025 року базова інфляція почне сповільнюватися** завдяки заходам монетарної політики, спрямованим на підтримання привабливості гривневих активів, та зменшенню інфляції в країнах – ОТП. Надалі цьому сприятимуть також зменшення невизначеності щодо безпекової ситуації, оптимізація логістики та виробничих процесів
- **Продовольча інфляція в 2025-2026 роках буде відносно низькою** завдяки поступовому зростанню врожаїв та налагодженню логістики

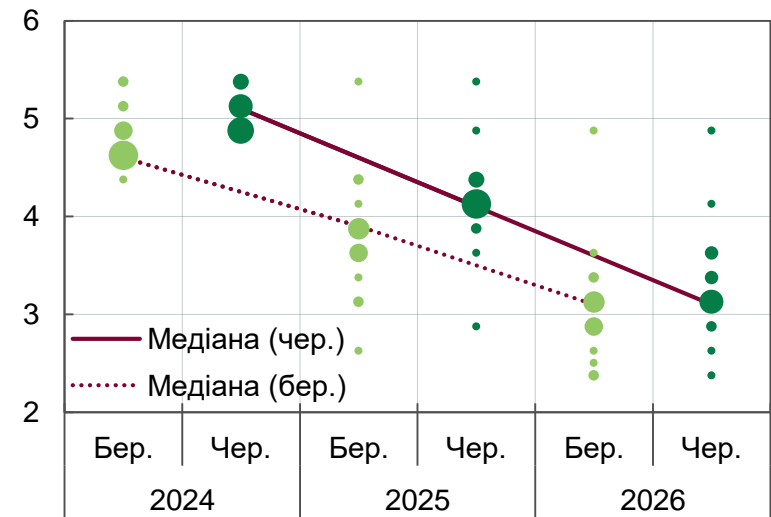
Сповільненню інфляції в наступні роки сприятиме й послаблення інфляційного тиску з боку країн – ОТП України

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



Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Кількість учасників FOMC, що очікують відповідну ставку на кінець року за результатами засідань

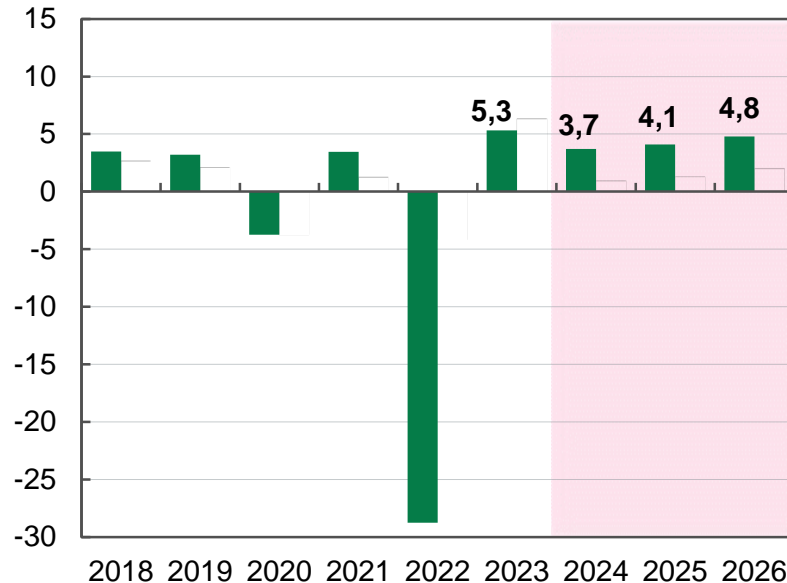


* Розмір кола визначається кількістю учасників, що підтримують відповідний рівень ставки.
Джерело: ФРС.

- **Очікується, що інфляція повернеться до цілей на стійкій основі наприкінці 2025 року.** 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
- **Світові фінансові умови, незважаючи на часткове пом'якшення, залишатимуться жорсткими довше з огляду на стійкість інфляції**

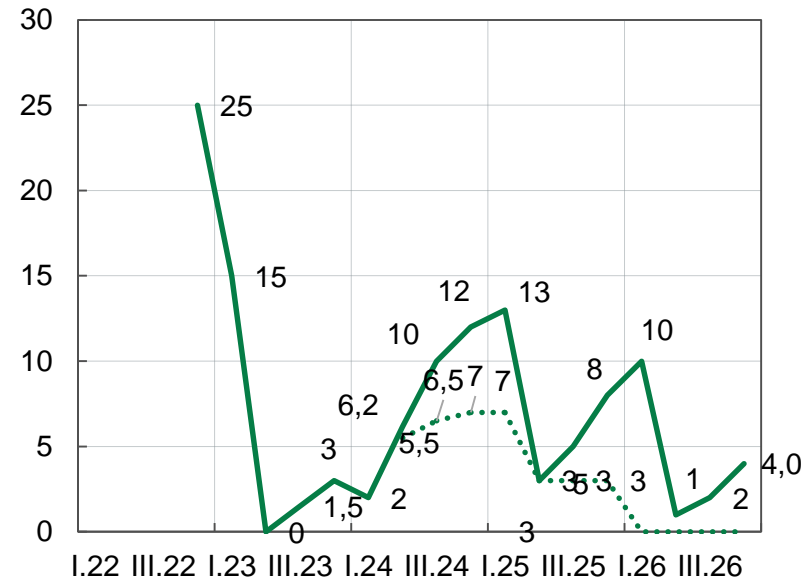
Збереження м'якої фіскальної політики та нормалізація умов для функціонування економіки забезпечуватимуть зростання ВВП

Реальний ВВП, %



Джерело: НБУ.

Дефіцит е/е, %



Джерело: оцінки НБУ.

- Після стрімкого росту на початку року **зростання ВВП надалі уповільниться** через значний дефіцит електроенергії
- М'яка фіскальна політика та подальша розбудова експортних шляхів на тлі поживавлення зовнішнього попиту **підтримають зростання ВВП (на 3.7% у 2024 році)**
- Відбудова пошкодженої енергетичної інфраструктури потребуватиме значних ресурсів та часу, тому **дефіцит е/е зберігатиметься на прогнозованому горизонті та стримуватиме економічне зростання**

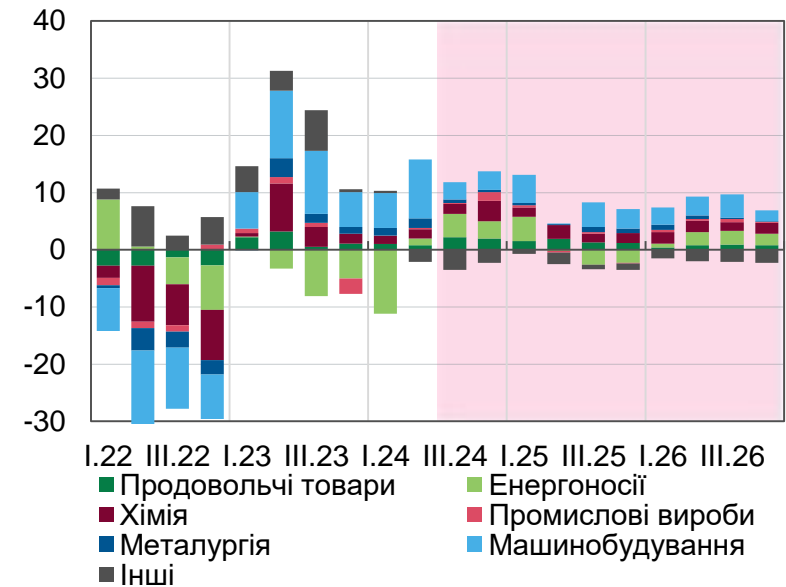
Експорт підтримуватимуть достатні транспортні потужності, проте його стримуватиме обмежений виробничий потенціал

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



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Внески в річну зміну імпорту товарів, в. п.



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

- Руйнування виробничих потужностей та дефіцит е/е визначатимуть слабкий експорт продукції металургії та машинобудування. **Тому динаміка експорту визначатиметься насамперед урожаєм с/г культур**
- **Потреба у відновленні енергосистеми зумовлюватиме зростання імпорту окремої продукції машинобудування**, також залишатимуться значними закупівлі е/е та товарів для енергоавтономності. **Відновлення економічного потенціалу та високі видатки бюджету** також зумовлюватимуть розширення попиту на імпорتنу продукцію

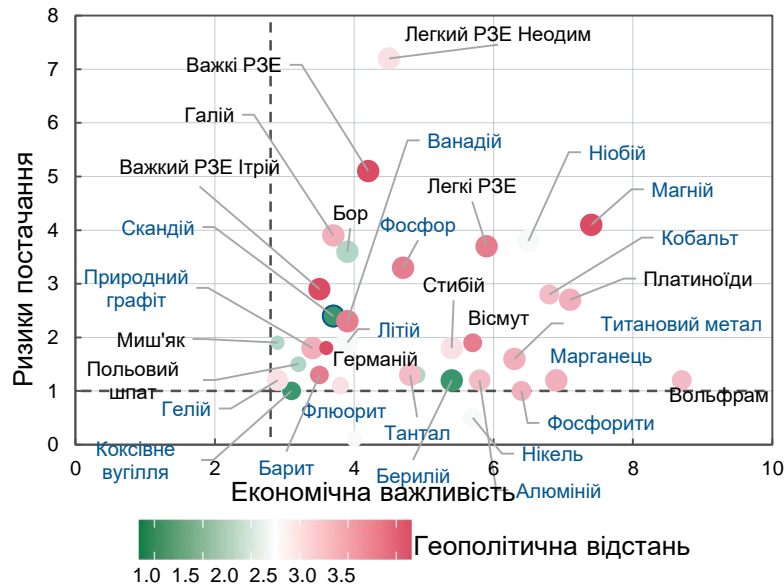
Вставка. Friend-shoring для ЄС – можливість для України?

Пряма і непряма залежність ЄС від імпорту з Китаю та росії у 2020 році, % доданої вартості



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

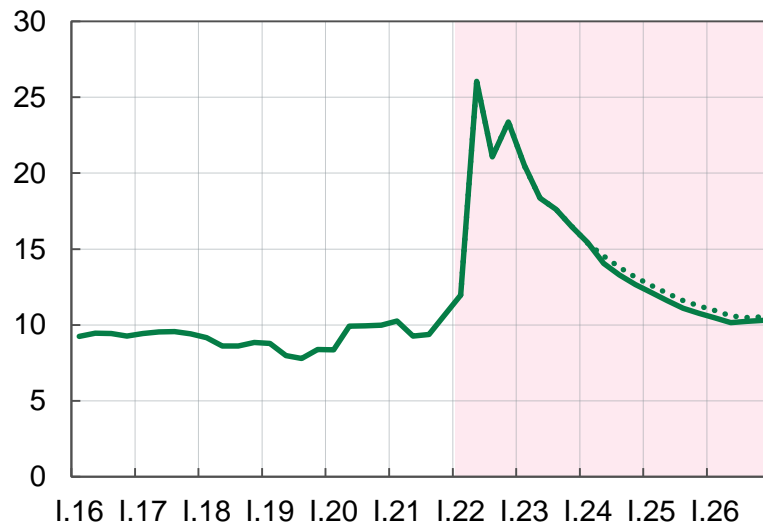
КСТ за ступенем залежності ЄС і зваженою геополітичною відстанню до постачальників



- **Зовнішня торгівля тісно пов'язує ЄС із країнами іншого геополітичного спрямування.** Близько 20% імпорту ЄС забезпечує Китай
- **Стратегічні залежності між ЄС та іншими країнами існують у енергоємному виробництві, відновлюваній енергетиці, оборонній і авіакосмічній галузі, цифрових технологіях, електроніці та охороні здоров'я.** Їх першоджерелом є відсутність у ЄС суттєвих покладів критичних сировинних товарів (КСТ), які, втім, частково є в Україні
- **Перспективи для України обережно оптимістичні як у традиційних галузях (с/г, добуванні та металургії), так і виробництві технологічних товарів, зокрема ВПК**

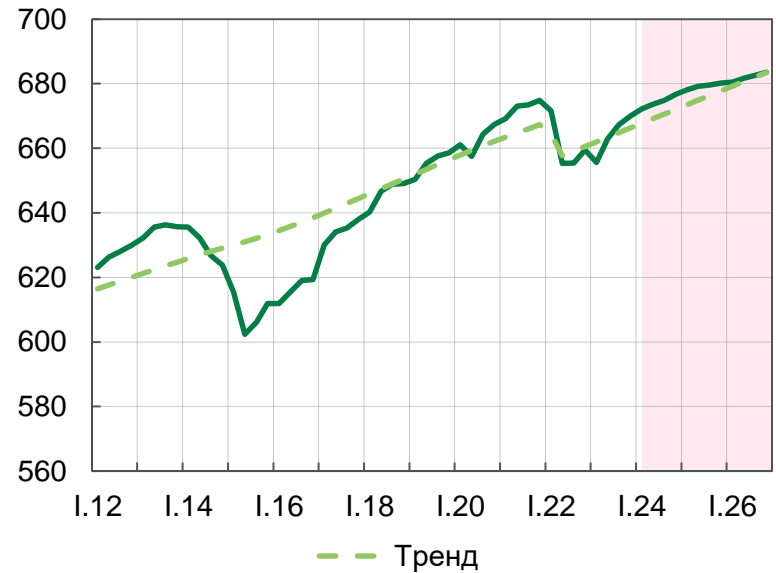
Зарплати зростатимуть через поживавлення економічної діяльності та нестачу кваліфікованих кадрів

Безробіття (МОП), %, с/с



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Реальна зарплата, рівень (логарифми)

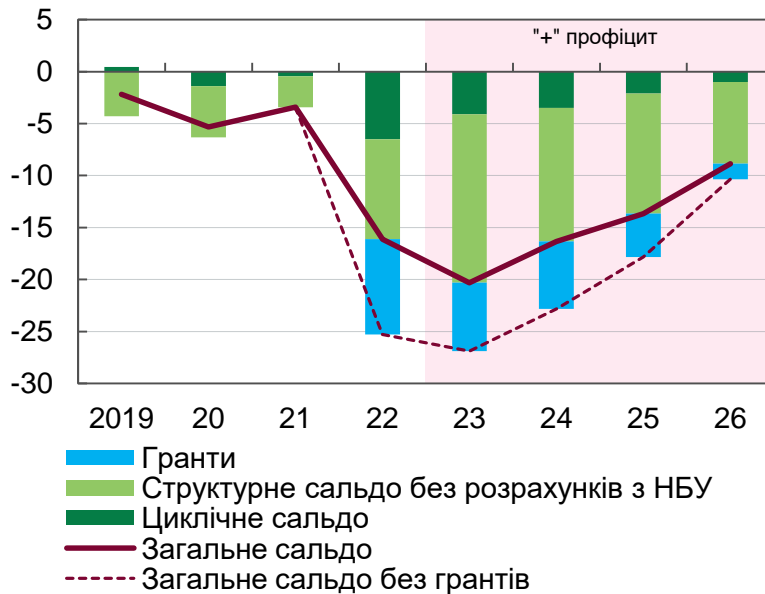


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **Значні диспропорції на ринку праці зберігатимуться** на прогнозному горизонті. Тому рівень безробіття знижуватиметься, однак залишатиметься підвищеним порівняно з показниками до повномасштабного вторгнення
- **Водночас посилення конкуренції за доступну робочу силу 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 продовжать зростати надалі**

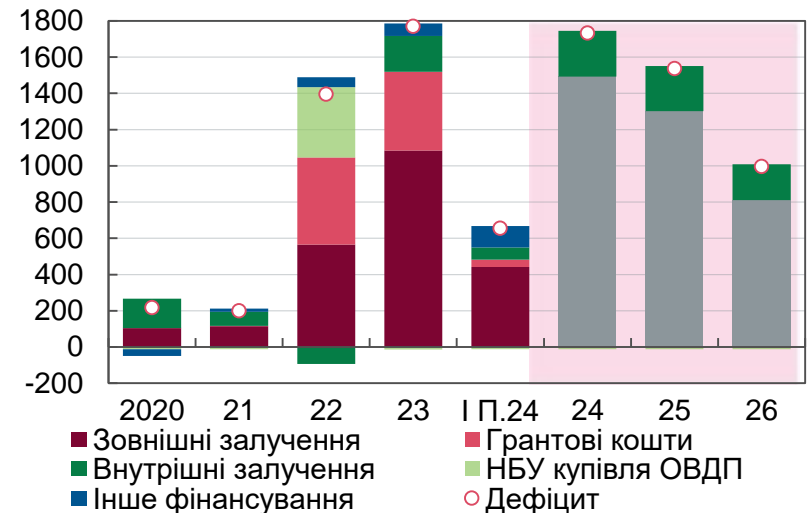
Дефіцити бюджету залишатимуться суттєвими з огляду на потреби сектору безпеки, соціальної підтримки та відновлення

Сальдо зведеного бюджету, % ВВП



Джерело: ДКСУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

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

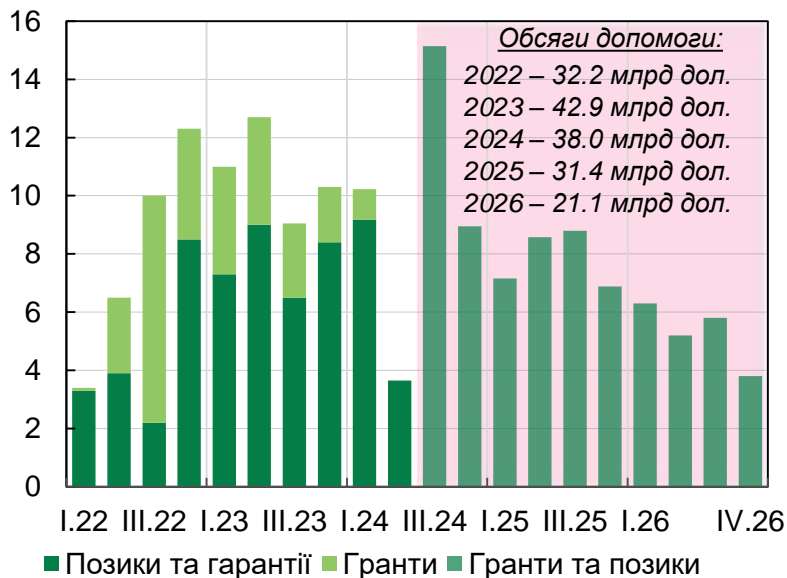


* Чисті залучення. Дефіцит у 2024-2026 роках – прогноз НБУ. Сіра заливка – зовнішні запозичення, гранти та інші джерела фінансування. Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

- **Державні видатки залишатимуться вагомим чинником економічного зростання**
- **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 проєкти. Розширення внутрішньої ресурсної бази забезпечить послідовне звуження дефіциту бюджету, хоча фіскальна політика залишатиметься м'якою**
- **Істотний дефіцит бюджету залишиться ключовим чинником збільшення боргу**

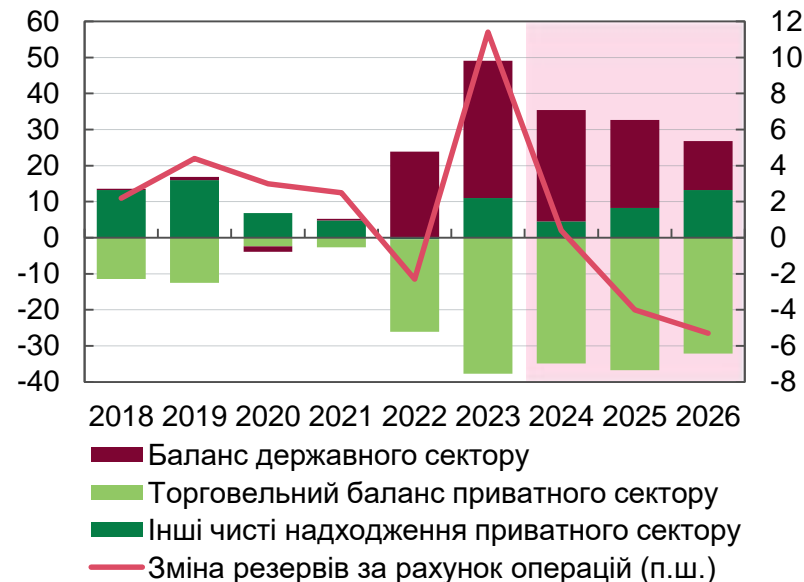
Рівень міжнародних резервів залишатиметься достатнім для забезпечення стійкості валютного ринку

Міжнародна фінансова допомога, млрд дол.



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

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

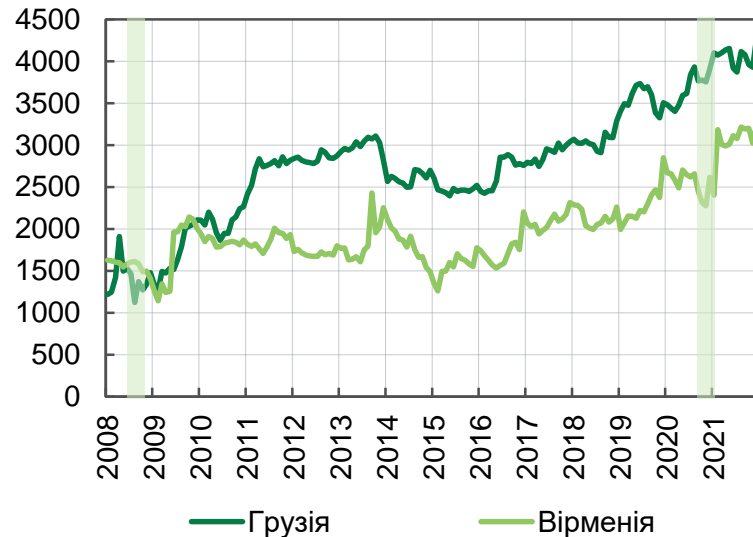


Джерело: розрахунки НБУ.

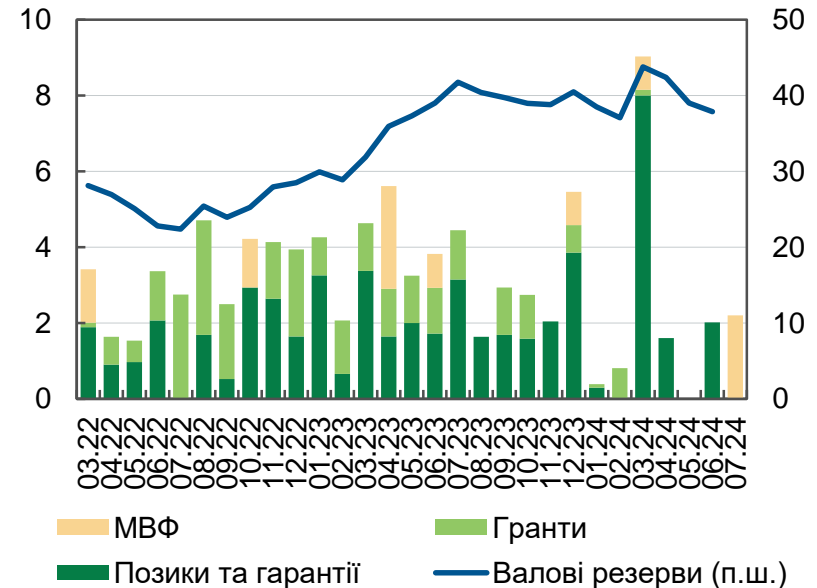
- **Скорочення міжнародної фінансової допомоги на тлі значного чистого відпливу валюти з приватного сектору зумовить поступове зменшення міжнародних резервів до 32 млрд дол. на кінець 2026 року**
- **НБУ й надалі зберігатиме активну присутність на валютному ринку для покриття структурного дефіциту валюти, підтримання двосторонніх курсових коливань і згладжування надмірної волатильності**
- **НБУ забезпечуватиме такий стан валютного ринку, який дасть змогу зберігати контроль над інфляційними очікуваннями та досягти цілі з інфляції на прогностному горизонті**

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

Валові міжнародні резерви Вірменії та Грузії, млн дол.



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



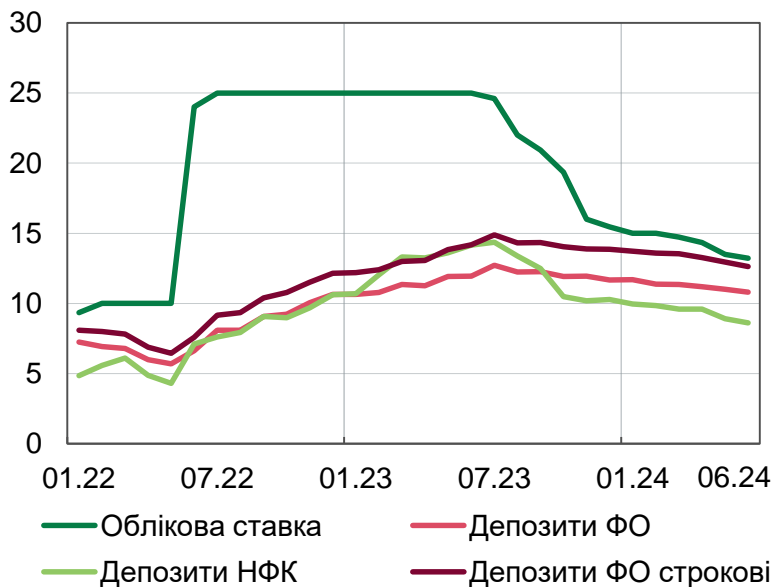
Джерело: офіційні сторінки центральних банків.

Джерело: НБУ, МФУ, дані з відкритих джерел.

- Станом на 30.06 міжнародні резерви України досягли майже 38 млрд дол. **Це дорівнює 111% від мінімально необхідного рівня за композитним критерієм МВФ.** Це створює враження завишених значень, проте криза 2008 року довела позитивний вплив значних міжнародних резервів на стійкість і економічний стан країни в умовах економічних турбулентностей
- **Резерви є особливо важливими для країн, що перебувають у військових конфліктах.** В умовах високої невизначеності від швидкості реакції та дій центробанку залежить, чи вдасться зупинити дестабілізацію фінансової системи та економіки
- **Важливим залишається питання міжнародної фінансової підтримки.** Поточне становище є крихким, а резерви виконують роль потрібного буфера в разі реалізації негативних подій

Вартість гривневих ресурсів продовжила знижуватися через ефекти від пом'якшення процентної політики та низької інфляції

Середньозважені % ставки за гривневими депозитами та середньомісячна облікова ставка, %



Джерело: НБУ.

Середньозважені % ставки за гривневими кредитами та середньомісячна облікова ставка, %

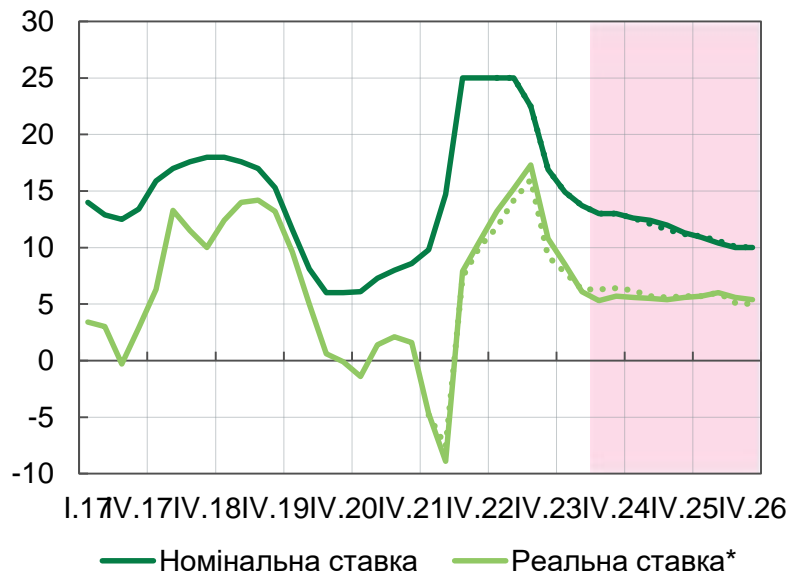


Джерело: НБУ.

- **Трансмiсія зниження облікової ставки в банківські роздрiбнi ставки в II кв. очiкувано посилилася.** Середньозважена ставка за строковими депозитами населення знизилася на 0.9 в. п., а НФК – на 1.0 в. п. Висока конкуренція за платоспроможних клієнтів спонукали банки активніше знижувати ставки і за корпоративними кредитами. Середньозважена ставка за кредитами НФК знизилася на 1.2 в. п., а за ультракороткими (до 1 м.) – на 1.4 в.п.
- **Це сприяло подальшому зростанню гривневого корпоративного кредитування, що позитивно впливає на пожвавлення економічної активності загалом.** Валові гривневі кредити НФК за квартал зросли майже на 20 млрд грн (у тому числі на 12.6 млрд грн у червні). Найшвидше зростали обсяги кредитування малого та середнього бізнесу

НБУ використовуватиме комплекс інструментів для досягнення цілі з інфляції 5% на прогностному горизонті

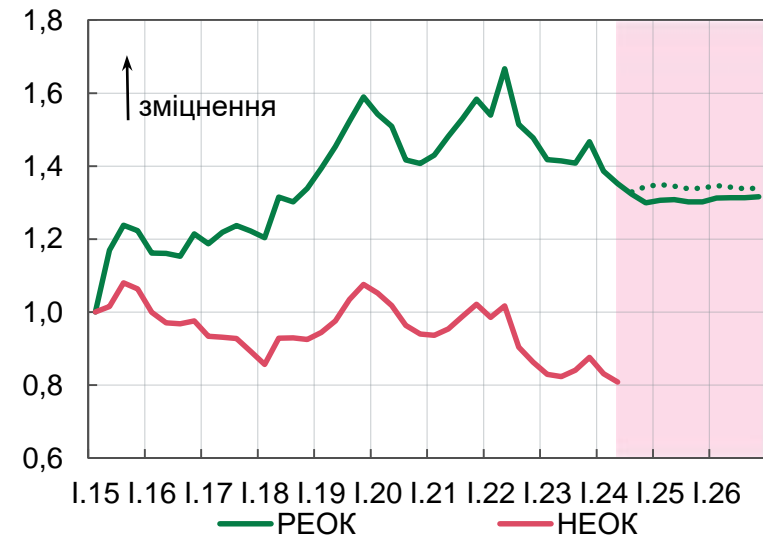
Облікова ставка (сер. за квартал), %



Джерело: НБУ.

- НБУ узгоджуватиме заходи процентної та валютної політик, а також пом'якшення валютних обмежень **для збереження контролю над інфляційними очікуваннями та досягнення інфляційної цілі 5% на прогностному горизонті**
- **Поточний баланс ризиків для інфляційної динаміки зміщений вгору**, тож потенціал зниження облікової ставки в цьому році, ймовірно, вичерпано
- Цикл зниження облікової ставки в Україні може відновитися у 2025 році, що підтримає економічне зростання. Проте навіть в умовах зниження ключової ставки, вона залишатиметься **додатною (5-6%) в реальному вимірі** (нейтральний рівень реальної ставки у 2016-19 рр. оцінювався в 3-4%), що за поточних умов (високих ризиків) не є надмірним
- Стабілізація показників зовнішньої торгівлі та заходи монетарної політики НБУ підтримуватимуть **РЕОК на рівні, який забезпечить умови для формування стійкого дезінфляційного тренду**¹⁶

Індекси РЕОК та НЕОК гривні, I.2015 = 1



Джерело: МВФ, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Баланс ризиків зміщений у бік погіршення зростання ВВП та посилення цінового тиску через можливі податкові зміни

		Ймовірність настання ризику		
		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 е/е через подальше пошкодження енергетичної інфраструктури Більші бюджетні потреби