



Національний
банк України

Економіка України в умовах війни

Семінар “Практичні аспекти формулювання та
реалізації монетарної політики”

Володимир Лепушинський

Директор Департаменту монетарної політики та
економічного аналізу

Київ, листопад 2024

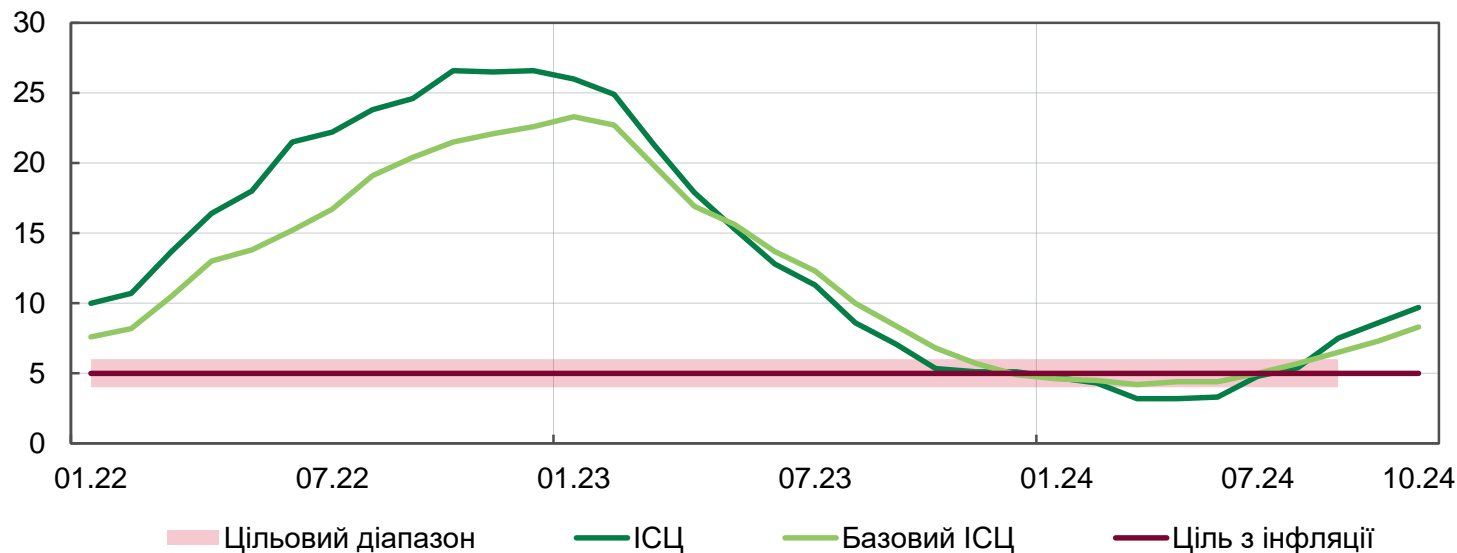


Головне

- Упродовж останніх місяців **інфляція очікувано зростала**. Водночас **інфляційні очікування** економічних агентів **залишалися достатньо стійкими та контрольованими**, хоч і маржинально погіршилися
- **У наступні місяці ціновий тиск зберігатиметься** через подальший вплив чинників з боку пропозиції продовольчих товарів, розширення бюджетних видатків, високі темпи зростання заробітних плат і збільшення енергодефіциту під час опалювального сезону
- Водночас **навесні 2025 року інфляція почне знижуватися**. Цьому сприятимуть зважена монетарна політика НБУ, послаблення зовнішнього цінового тиску, поліпшення ситуації в енергосекторі й поступове вичерпання ефекту низьких минулорічних урожаїв. **Макропрогноз НБУ передбачає зниження інфляції до 6.9% наприкінці 2025 року та її приведення до цілі 5% у 2026 році**
- **Невизначеність щодо обсягів міжнародної допомоги знизилася**. Завдяки достатнім обсягам зовнішньої підтримки уряд зможе й надалі фінансувати значні видатки бюджету, а НБУ – забезпечувати стійкість валютного ринку. Динаміка курсу узгоджуватиметься із завданнями НБУ зі збереження під контролем інфляційних очікувань та забезпечення цінової стабільності
- Для протидії ціновому тиску НБУ з липня призупинив пом'якшення процентної політики та підтримував стабільність на валютному ринку. Це підтримало інтерес до **гривневих заощаджень, ставки за якими наразі забезпечують належний захист від інфляційного знецінення**. У результаті восени **відновився приплив строкових депозитів населення в гривні, надалі збільшувалися вкладення в ОВДП у національній валюті**
- Ураховуючи, що пік інфляції ще не пройдено, а проінфляційні ризики на найближчі місяці навіть посилюються, Правління НБУ вирішило в жовтні **залишити облікову ставку на рівні 13%**. Це рішення в поєднанні з підтриманням стійкості валютного ринку дасть змогу **зберегти контроль над інфляційними очікуваннями, сповільнити інфляцію наступного року та надалі повернути її до цілі 5%**
- Оновлений прогноз НБУ передбачає **триваліше утримання облікової ставки на рівні 13% – щонайменше до літа 2025 року**. У разі подальшого зростання цінового тиску понад прогноз та загрози розбалансування інфляційних очікувань **НБУ буде готовий реагувати всіма наявними заходами монетарної політики**

НБУ виконував свій мандат попри війну. Пришвидшення інфляції в останні місяці матиме тимчасовий характер

Інфляція та інфляційна ціль*, % р/р



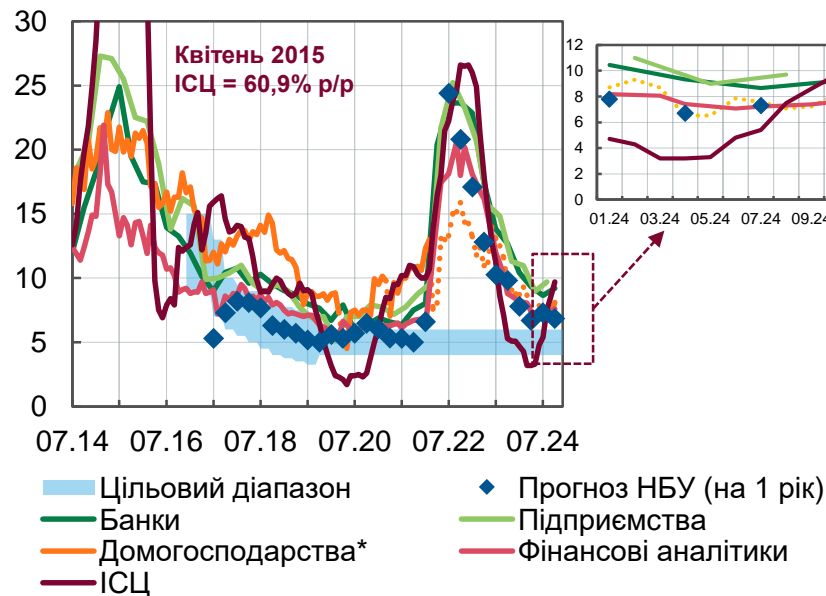
* Цільовий діапазон діяв до серпня 2024 року включно.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **Споживча інфляція очікувано пришвидшилася** (до 9.7% р/р у жовтні) насамперед унаслідок впливу несприятливих погодних умов на с/г культури та, відповідно, меншої пропозиції продуктів харчування
- **Базова інфляція також зростає** внаслідок швидкого подорожчання оброблених продуктів харчування під впливом більшої вартості сировини, подальшого зростання витрат бізнесу на е/е та оплату праці, а також ефектів перенесення девальвації в попередні періоди на ціни

Інфляційні очікування залишаються достатньо стійкими та контрольованими

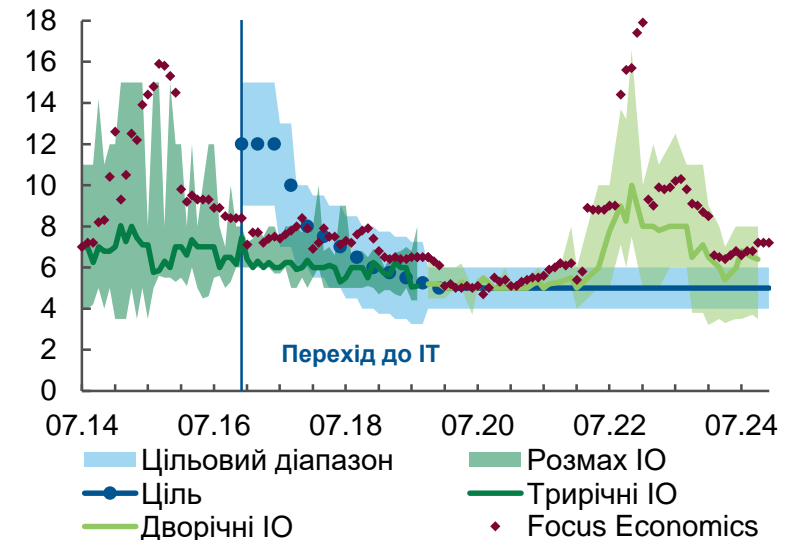
Зміна ІСЦ, інфляційна ціль, прогноз інфляції НБУ та інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



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

Джерело: НБУ, GfK Ukraine, Info Sapiens.

Інфляційна ціль НБУ, середньострокові ІО фінансових аналітиків та їх рівні*, %



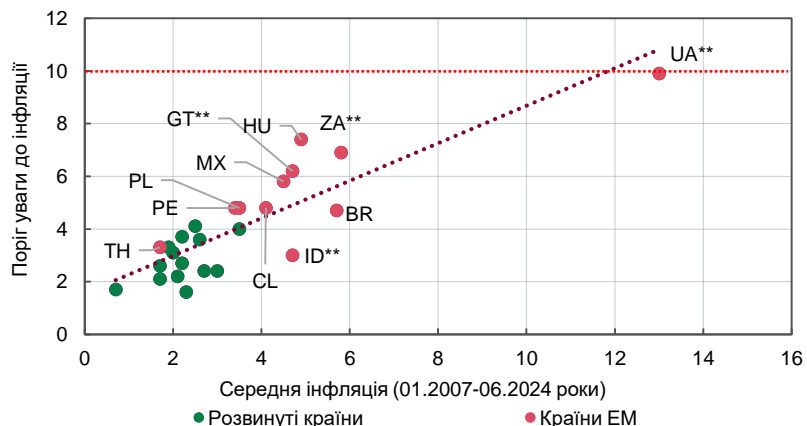
* Для дворічних та трирічних ІО фінансових аналітиків використовувалось медіанне значення. Для Focus Economics використовувалось значення на кінець наступного року.

Джерело: НБУ, Focus Economics.

- Інфляційні очікування фінансових аналітиків залишаються близькими до прогнозу НБУ на наступні 12 місяців, очікування інших респондентів залишаються традиційно вищими, утім, різниця незначна

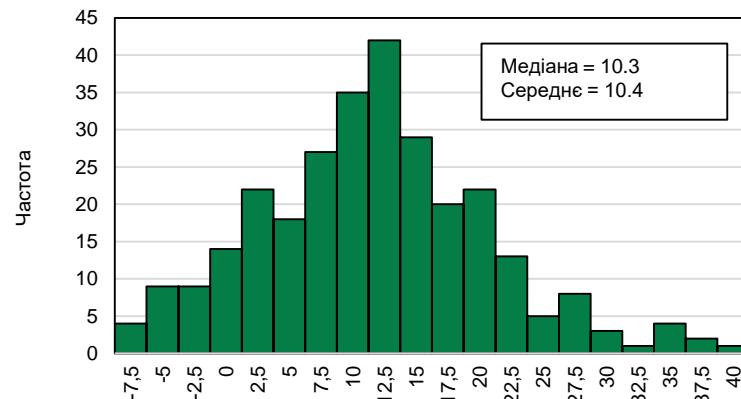
Водночас підсилюються ризики розбалансування очікувань унаслідок прискорення інфляції до двознакового рівня

Середня інфляція в окремих країнах з ІТ та поріг уваги до неї*, %



* Оцінки ДМПЕА за методологією [Korenok et al. \(2023\)](#) із с/с індексом у Google Trends за темою "Інфляція" у 2007–2024 роках. Вказані лише країни, де величини коефіцієнтів у рівнянні відповідали очікуваням.
** Скориговано на тренд у 2007–2010 роках, до зміни методології. Для України також скориговано на періоди активних бойових дій у 2014-2016 роках та з 2022 року за допомогою даммі-змінних.
Джерело: Google Trends, Bloomberg, розрахунки НБУ.

Розподіл оцінених* порогових рівнів уваги до інфляції в Україні для окремих компонент ІСЦ**

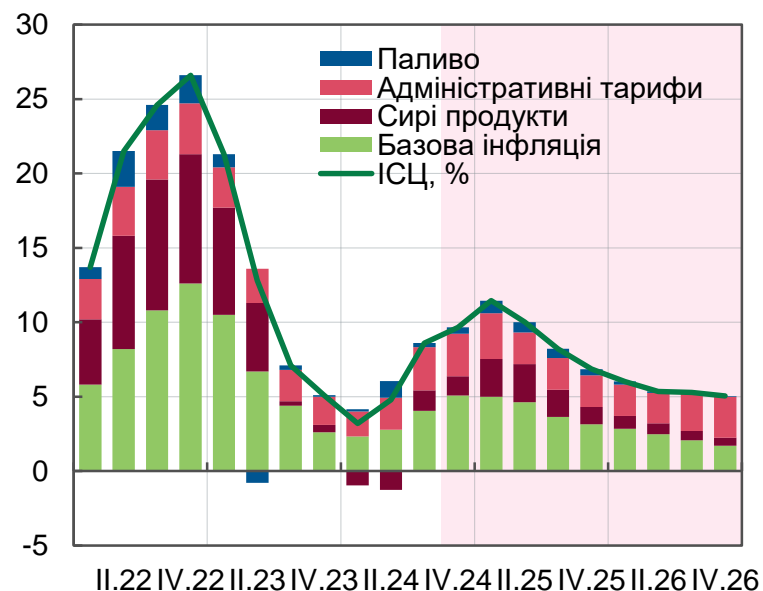


* Розрахунки ДМПЕА на основі [Korenok et al. \(2023\)](#) з використанням пошукових запитів Google за темою "Інфляція".
** Оцінено для 320 компонент ІСЦ, які були в споживчому кошику протягом усього періоду спостережень (2018 - 2024). Оцінені порогові рівні очищено від викидів (зображено результати від 5 по 95 перцентиль).
Джерело: Google Trends, ДССУ, розрахунки НБУ.

- Суттєве та/або тривале зростання цін повертає увагу економічних агентів, тому посилюються ризики для макрофінансової стабільності та економічного зростання
- Увага до інфляції нелінійно зростає, коли вона перетинає певний пороговий рівень, підвищення цін охоплює широкі групи товарів
- Оцінки для України на основі пошукових запитів свідчать, що найчастіше увага до інфляції стрімко зростає після досягнення нею двознакового рівня (10.3%)

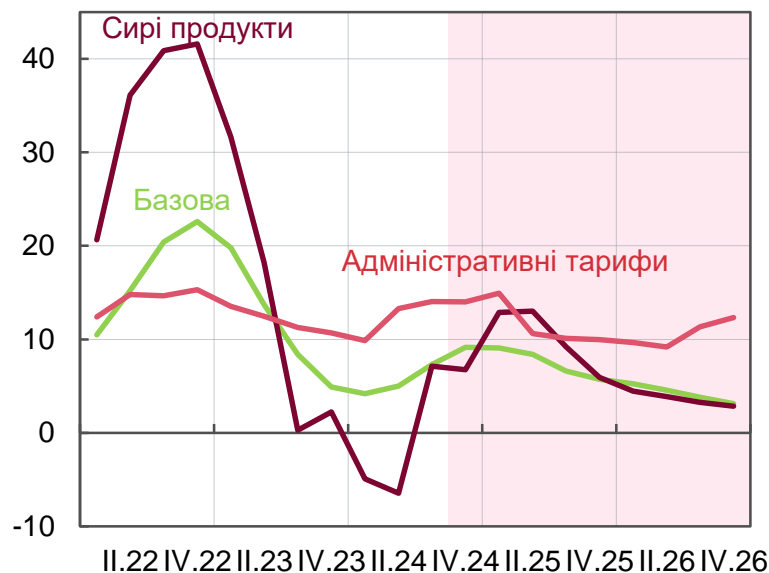
Тиск на ціни зберігатиметься найближчим часом. Проте монетарна політика сприятиме поверненню інфляції до цілі

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Компоненти ІСЦ, % р/р

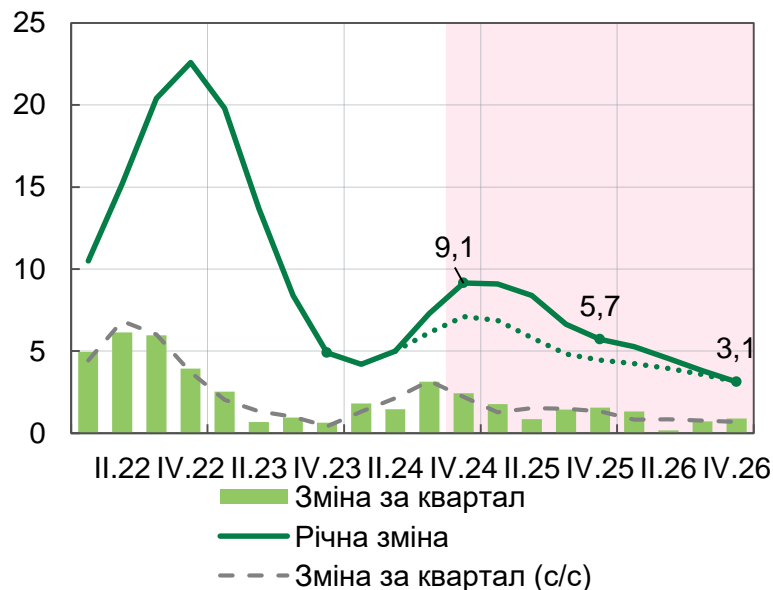


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- У найближчі місяці ціновий тиск зберігатиметься через меншу, ніж торік, пропозицію окремих продуктів харчування, розширення сукупного попиту внаслідок значних бюджетних видатків, високі темпи зростання зарплат та збільшення енергодефіциту під час опалювального сезону
- Інфляція почне знижуватися навесні наступного року та у 2026 році досягне цілі 5% завдяки заходам політики НБУ, послабленню зовнішнього цінового тиску, поліпшенню ситуації в енергосекторі й збільшенню врожаїв

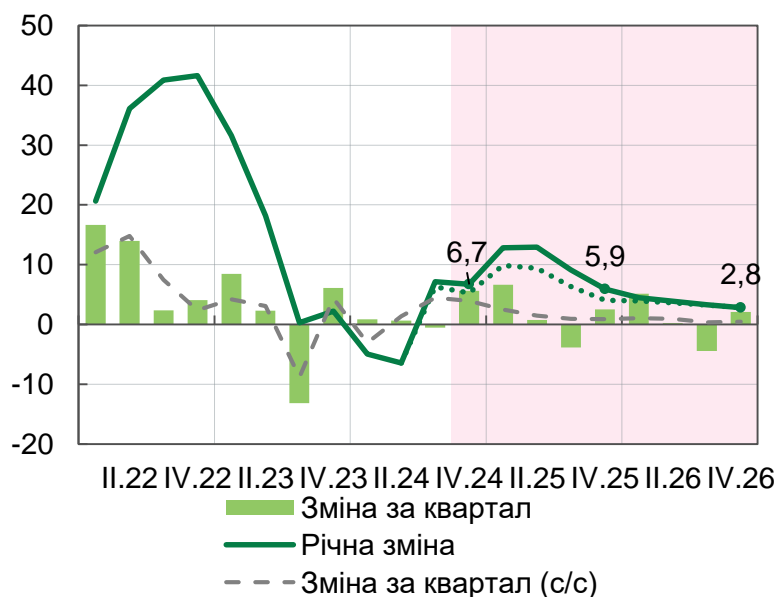
Фундаментальний інфляційний тиск посилився тимчасово і надалі вщухатиме завдяки заходам монетарної політики

Базовий ІСЦ, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Ціни на сирі продовольчі товари, %

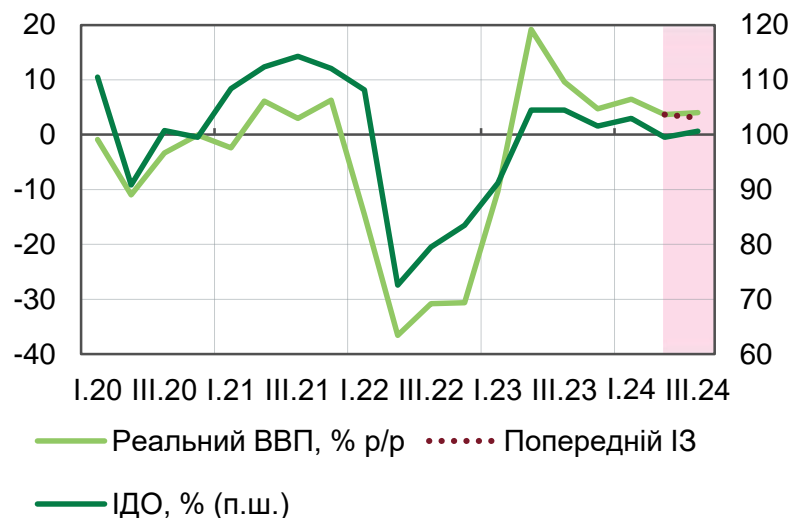


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **Стрімке зростання заробітних плат та збереження тиску з боку інших витрат бізнесу визначатиме тимчасове посилення фундаментального інфляційного тиску** протягом наступних кількох кварталів, проте надалі він вщухатиме передусім під впливом заходів монетарної політики НБУ
- **Продовольча інфляція матиме вагомий вплив на пришвидшення загальної інфляції в короткостроковому періоді** (вплив літньої посухи на пропозицію плодово-овочевих культур), але надалі буде відносно низькою

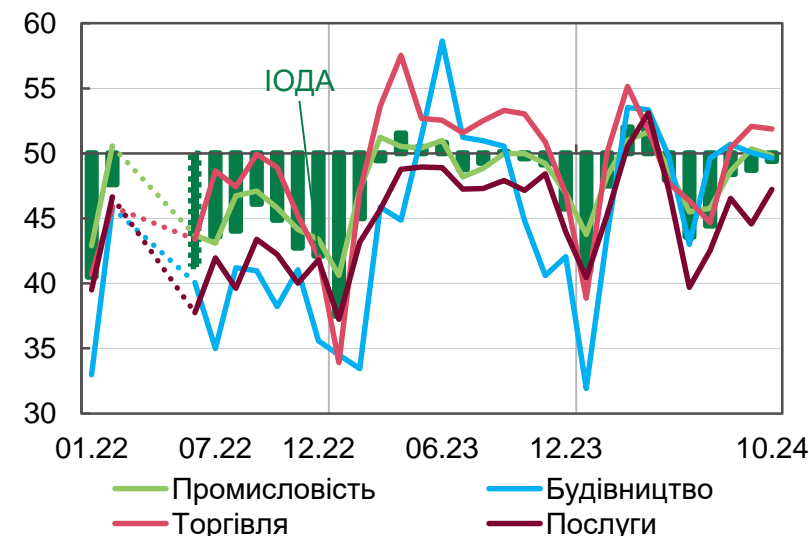
Зростання ВВП тривало стійкими темпами та переважно перевищувало очікування НБУ

Реальний ВВП та Індекс ділових очікувань (ІДО)



Штрих – оцінка ВВП в Інфляційному звіті за липень 2024 року.
Джерело: ДССУ, НБУ.

Індекс очікувань ділової активності (ІОДА), п.



Рівень вище 50 п. свідчить про переважання позитивних оцінок. Опитування не проводилося з березня до травня 2022 року. Джерело: НБУ.

- **Економіка відновлюється швидше за очікування** через вищий урожай ранніх зернових культур, менший дефіцит е/е та швидшу адаптацію підприємств до відключень е/е
- Оцінку зростання реального ВВП у 2024 році **підвищено до 4.0%**

Споживчий попит залишається стійким попри незначне погіршення настроїв

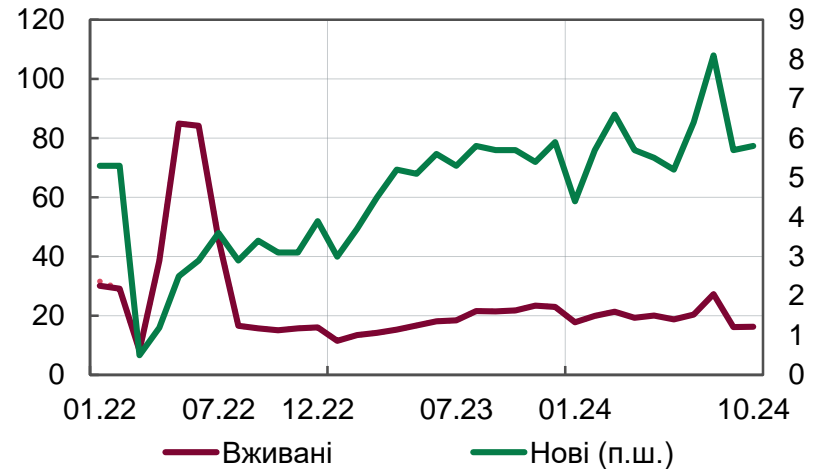
Онлайн замовлення товарів, % від довоєнного рівня



Джерело: Opendatabot (Сервіс Хорошоп).

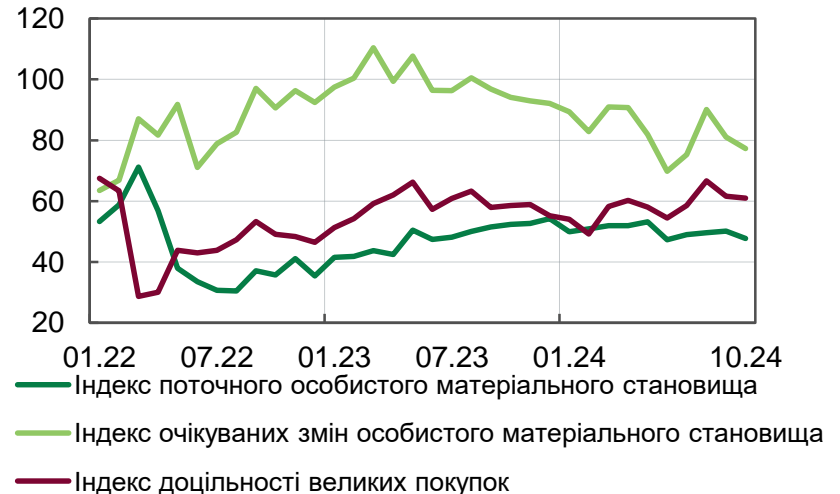
- **Торгівля поживається, ритейл адаптується** до зростання витрат та дефіциту працівників, збільшуючи інвестиції в цифровізацію та розвиток онлайн-продажів; низка мереж зміщують фокус розвитку на малі міста
- **Обсяги продажів нових автомобілів суттєво коливаються** на тлі очікуваних податкових змін

Перша реєстрація легкових автомобілів, тис. од.



Джерело: Укравтопром.

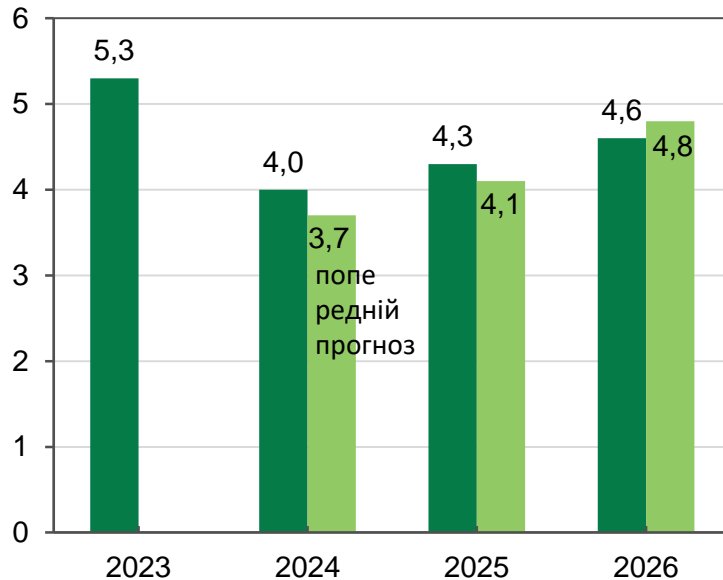
Компоненти індексу споживчих настроїв, п.



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

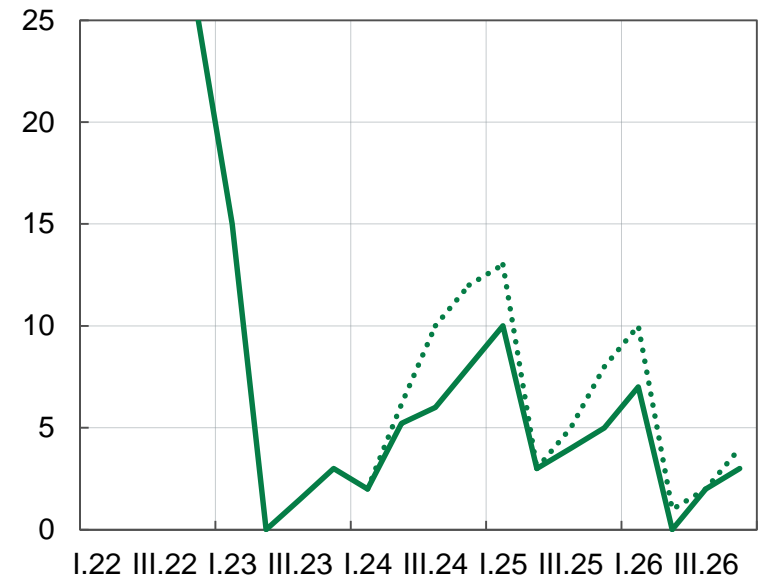
Зростання ВВП прискорюватиметься у 2025–2026 роках, водночас дефіцит е/е стримуватиме відновлення

Реальний ВВП, %



Джерело: НБУ.

Дефіцит е/е, %

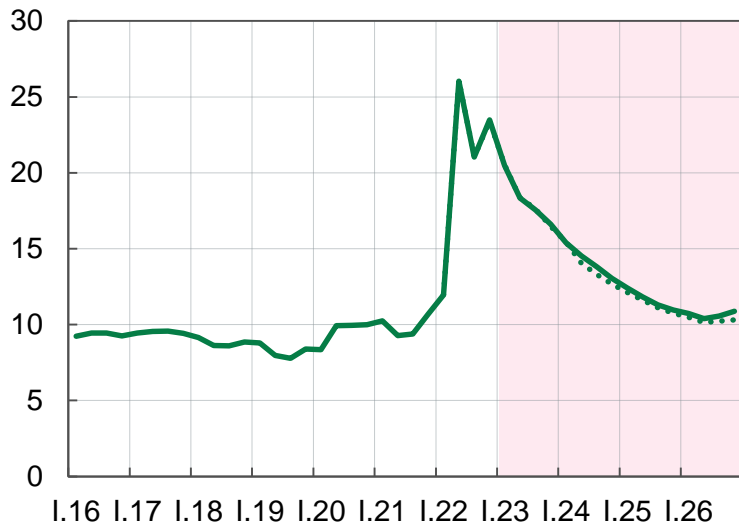


Джерело: оцінки НБУ.

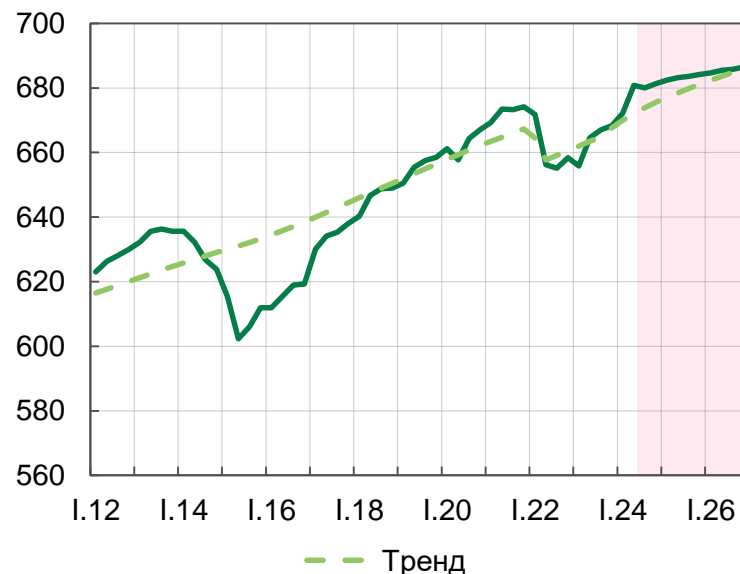
- **Економіка відновлюється швидше за очікування** через вищий урожай ранніх зернових культур, менший дефіцит е/е та швидшу адаптацію підприємств до відключень е/е
- **Економічне зростання пришвидшиться до 4.3–4.6%** у 2025–2026 роках завдяки відбудові енергетичних потужностей, стимулюючій ролі державного сектору, зростанню доходів домогосподарств і стійкому зовнішньому попиту
- Попри поліпшення припущень, **дефіцит е/е стримуватиме відновлення ВВП**₁₀

Ринок праці залишатиметься стисненим та обмежуватиме економічне відновлення

Безробіття (МОП), %, с/с



Реальна зарплата, рівень (логарифми)



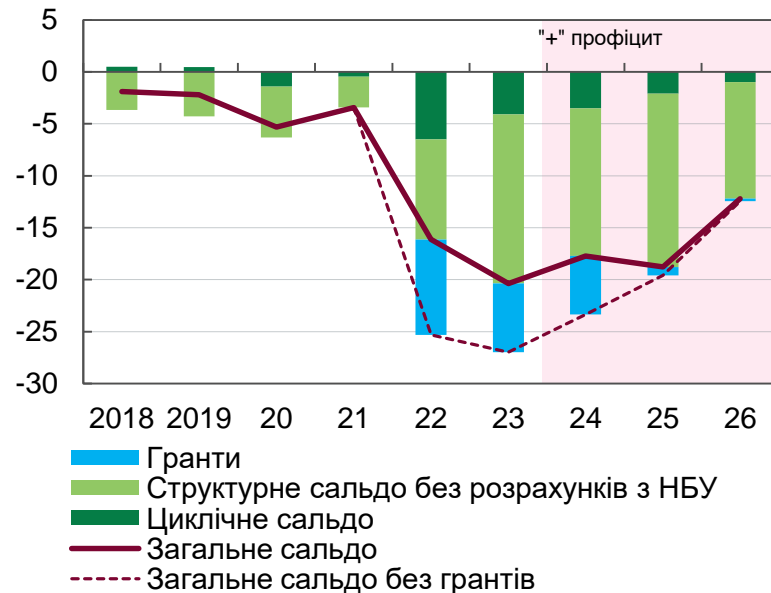
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **Очікується, що у 2024 році реальні заробітні плати перевищать довоєнний рівень та підвищуватимуться надалі** через значну конкуренцію роботодавців за наявну робочу силу. Це разом із м'якою фіскальною політикою підживлюватиме подальше зростання споживчого попиту
- **Рівень безробіття зменшуватиметься** під впливом посилення попиту на робочу силу, проте залишиться вищим за рівень у період до повномасштабного вторгнення. Визначатиметься тривалим збереженням диспропорцій на ринку праці насамперед через обмежену пропозицію кваліфікованої робочої сили

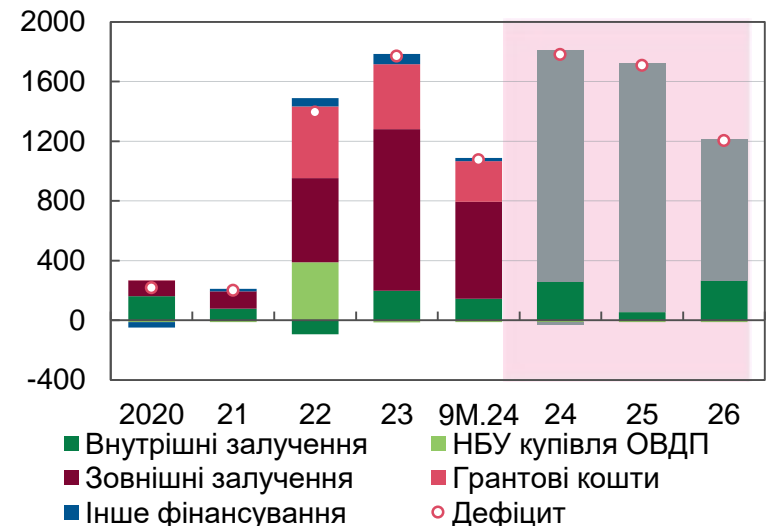
М'яка фіскальна політика й надалі стимулюватиме економічну активність

Сальдо зведеного бюджету, % ВВП



Джерело: ДКСУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

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

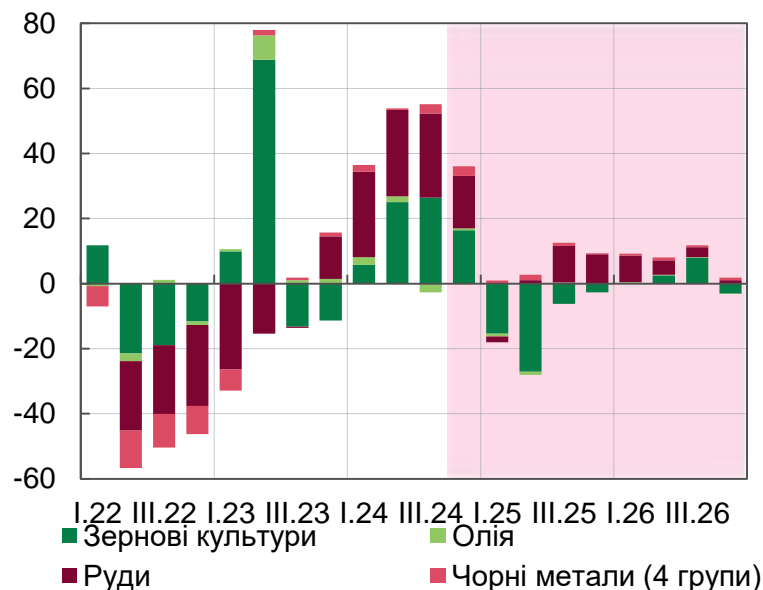


* Чисті залучення. Дефіцит у 2024-2026 роках – прогноз НБУ. Сіра заливка – зовнішні запозичення, гранти та інші джерела фінансування. Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

- **Завдяки достатнім обсягам зовнішньої підтримки уряд зможе й надалі фінансувати значні видатки бюджету. Отже, дефіцити бюджету утримуватимуться суттєвими, хоча поступово скорочуватимуться (з 23% ВВП у 2024 році до 12% ВВП у 2026 році) за рахунок зміцнення внутрішньої ресурсної бази на тлі подальшого зростання економіки**
- **Державний сектор надаватиме імпульс економічному зростанню, передусім за рахунок значних видатків на оборонно-безпекові потреби, проекти відновлення та гуманітарну сферу**

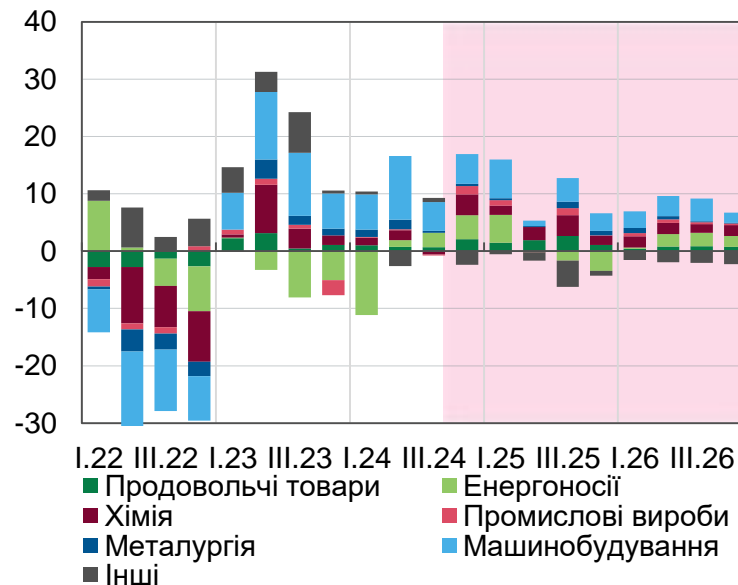
Нарощування експорту товарів стримуватиметься обмеженим виробничим потенціалом та посиленням конкуренції

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.

- **На тлі поживлення ділової активності країн – ОТП України поставки продукції ГМК поступово зростатимуть, проте їх обмежуватиме боротьба основних виробників сталі у світі за частку ринку. Зниження врожаю у 2024 році зумовить тимчасове скорочення експорту в наступному році**
- **Темпи зростання імпорту товарів та послуг хоч і сповільняться, але залишаться високими. Це зумовлюватиметься все ще високими потребами сектору оборони, поточним споживанням та необхідністю інвестицій у відновлення інфраструктури**

НБУ перейшов до керованої гнучкості курсу для ↑ адаптивності економіки зі збереженням контролю над очікуваннями...

КЕРОВАНА

- Підтримання стійкої та контрольованої ситуації на валютному ринку завдяки:
 - компенсації структурного дефіциту іноземної валюти
 - обмеженню надмірних курсових коливань
 - мінімізації множинності обмінних курсів
 - заходам процентної політики (зокрема підтриманню достатньої реальної доходності гривневих інструментів)
 - калібруванню валютних обмежень
- Узгодженість курсової динаміки із завданням підтримувати цінову стабільність

ГНУЧКІСТЬ

- Забезпечення двосторонніх курсових коливань під впливом змін балансу попиту та пропозиції на валютному ринку завдяки
- Поступове посилення ролі обмінного курсу як коригуючого механізму для економіки

Офіційний курс гривні до долара та чистий продаж валюти* НБУ за тиждень



* На дату укладання. Станом за 27.11.24.

Джерело: НБУ.

... без загрози для макрофінансової стабільності

Місячна волатильність* курсів гривні до долара США, а також спред між офіційним та готівковим** курсами, %

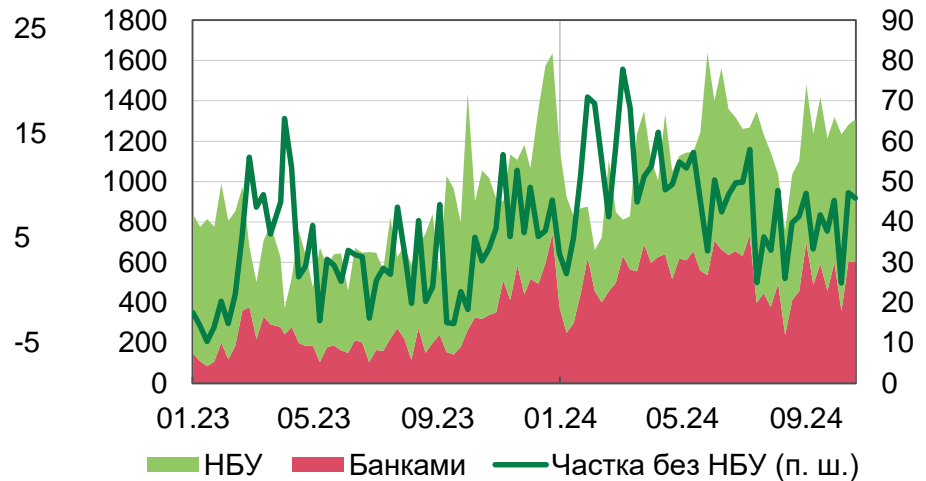


* Стандартне відхилення щоденної зміни обмінного курсу протягом кожного місяця приведене до річного виміру.

** Курс продажу на "сірому" ринку.

Джерело: НБУ, відкриті джерела, розрахунки НБУ.

Обсяги торгів на валютному ринку*, млн дол. та частка операцій без НБУ, %



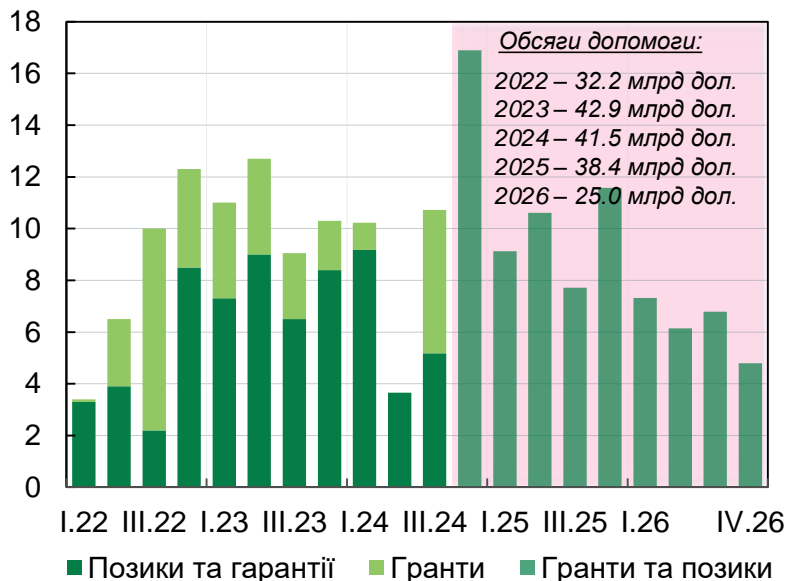
* Тижневі обсяги продажу банками та НБУ на умовах "тод", "том", "спот" (всі валюти в доларовому еквіваленті).

Джерело: НБУ.

- За режиму керованої гнучкості для недопущення розбалансування очікувань **НБУ зберігав активну присутність на валютному ринку**, компенсуючи структурний дефіцит валюти в приватному секторі
- Посилення гнучкості обмінного курсу мало **низку позитивних ефектів**:
 - зросла глибина ринку: частка операцій без участі НБУ ↑ з 28% до 46%
 - нівелювалася множинність курсів: різниця між офіційним та готівковим ↓ до 0.5-1%
 - знизилася чутливість валютного ринку до ситуативних чинників
 - посилилася роль обмінного курсу як коригуючого механізму

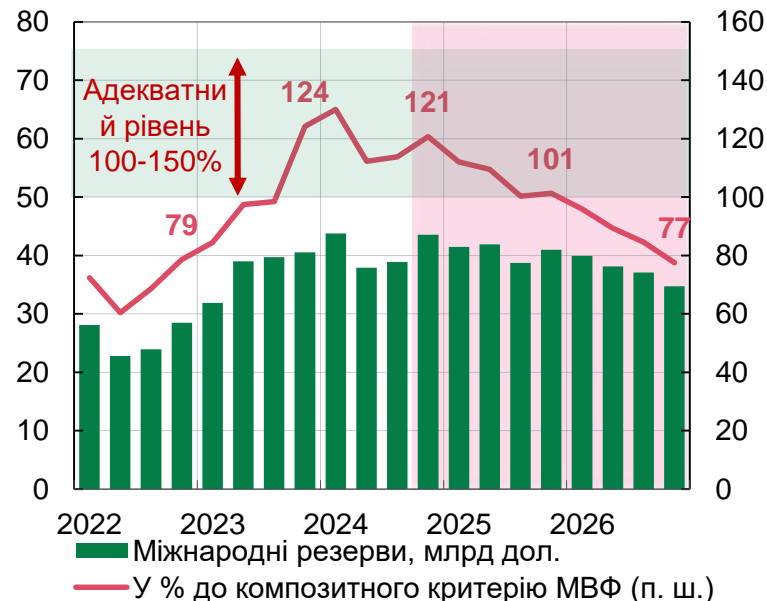
Завдяки достатнім обсягам зовнішньої підтримки НБУ зможе підтримувати належний рівень міжнародних резервів

Міжнародна фінансова допомога, млрд дол.



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

Валові міжнародні резерви, млрд дол.

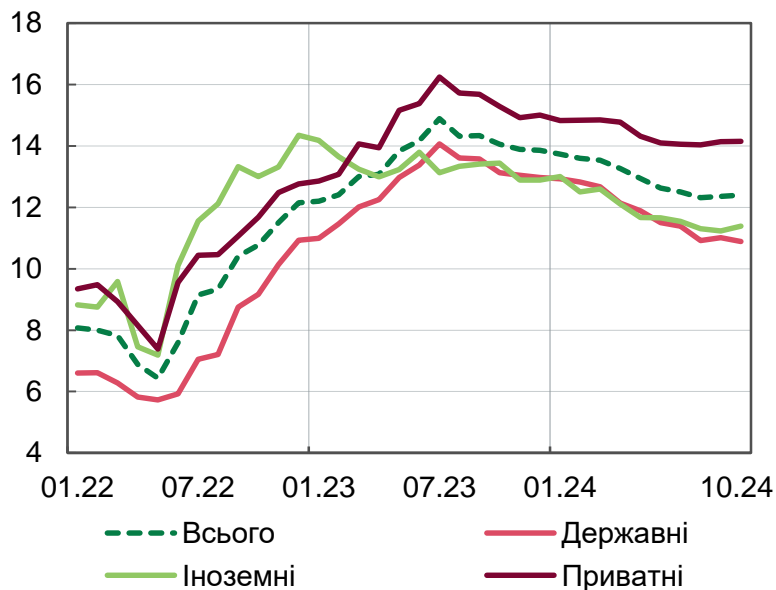


Джерело: розрахунки НБУ.

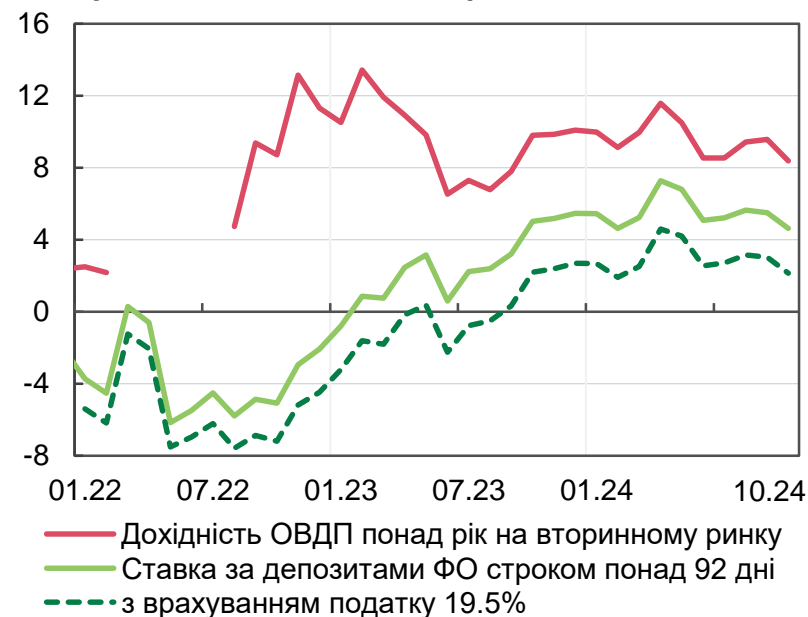
- **Збереження зовнішньої підтримки дасть змогу і надалі компенсувати структурний дефіцит валюти та згладжувати надмірні курсові коливання**
- **Обмінний курс помірно коливатиметься в обидва боки, реагуючи на зміну ринкових умов, що надалі посилюватиме адаптивність валютного ринку та економіки. Динаміка курсу узгоджуватиметься із завданнями НБУ зі збереження під контролем інфляційних очікувань, сповільнення інфляції та повернення її до цілі 5%**

НБУ призупинив пом'якшення процентної політики, що стримало подальше зниження ставок за гривневими інструментами...

Середньозважені ставки за гривневими строковими депозитами ФО (за групами банків) %



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



* Дефльовані на інфл. очікування ДГ на наступні 12 міс.

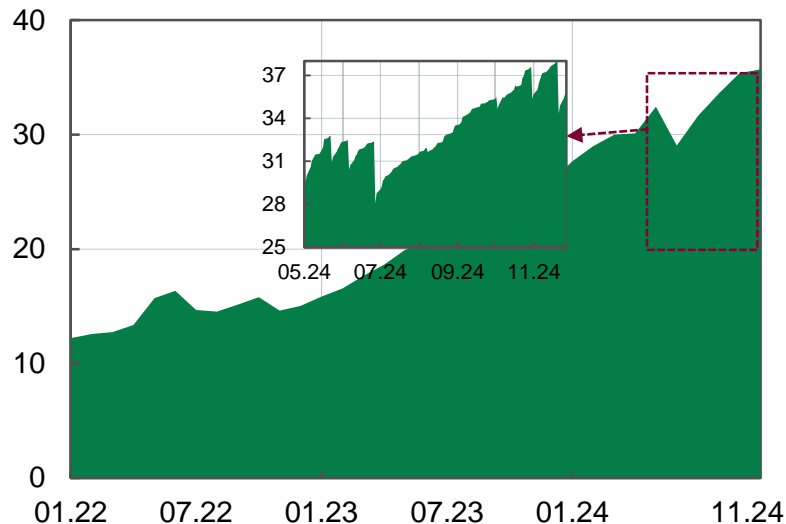
Джерело: НБУ, Info Sapiens.

Джерело: НБУ.

- Збереження ключової ставки незмінною впродовж останніх місяців стримало подальше зниження ставок за строковими гривневими інструментами
- Незважаючи на певне погіршення очікувань, поточна дохідність гривневих інструментів забезпечує належний захист від інфляційного знецінення

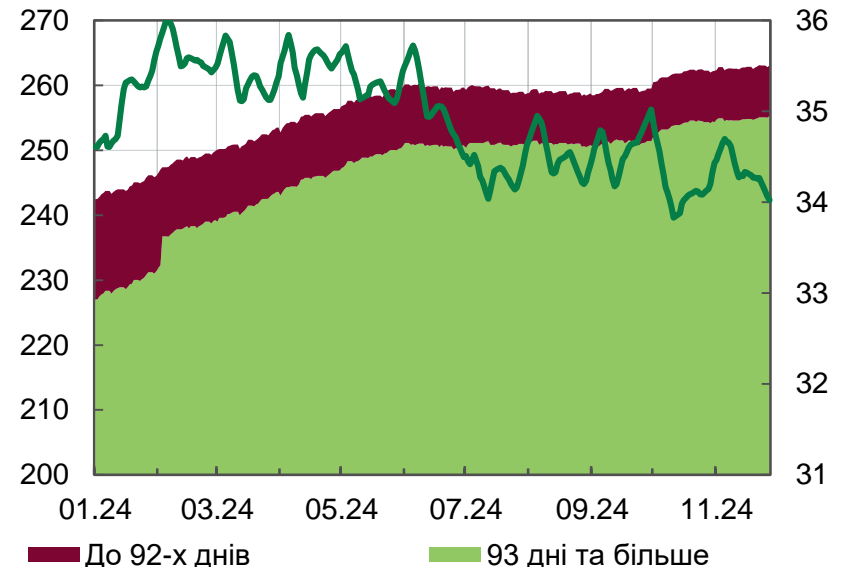
... в умовах стабілізації ситуації на валютному ринку це підживлює інтерес до строкових інструментів

Залишки гривневих ОВДП* у портфелі ФО, млрд грн



* За номінально-амортизаційною вартістю станом на кінець місяця
Джерело: НБУ.

Залишки (млрд грн) та частка (%) строкових депозитів у портфелі гривневих депозитів ФО



— Частка строкових* (п.ш.)

* 7-денна зладжена.

Джерело: НБУ.

- Збереження ключової ставки незмінною впродовж останніх місяців підтримало інтерес до гривневих заощаджень, ставки за якими нині забезпечують належний захист від інфляційного знецінення
- Зокрема, восени відновився приплив строкових депозитів населення в гривні, надалі збільшувалися вкладення в ОВДП у національній валюті
- Політика захисту гривневих заощаджень від інфляції й надалі сприятиме обмеженню тиску на валютному ринку та збереженню міжнародних резервів

Водночас цикл пом'якшення процентної політики НБУ сприяв зниженню кредитних ставок...

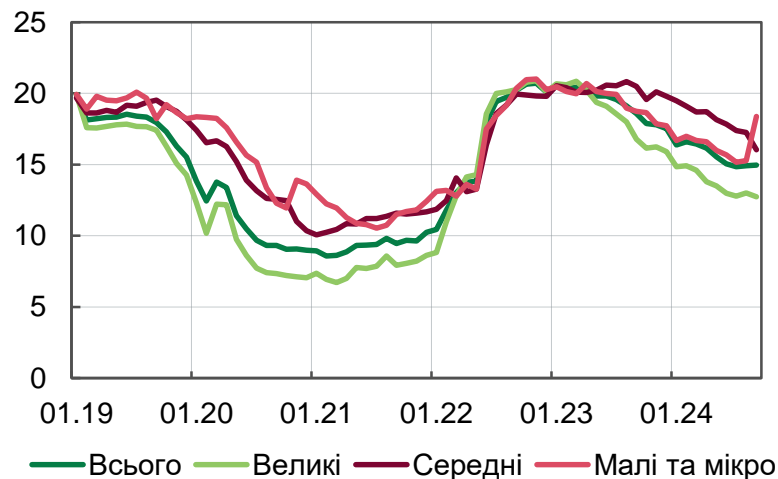
Середньозважені процентні ставки за гривневими кредитами та середньомісячна облікова ставка, %



Джерело: НБУ.

- В умовах збереження монетарної стабільності **банки знизили ставки за кредитами та готові розширювати кредитний портфель**, утім, відзначають все ще слабкий кредитний попит
- Водночас **позитивний ефект від подальшого пом'якшення процентної політики на кредитування може бути обмежений** через прискорення інфляції, можливе розбалансування очікувань та зростання невизначеності щодо економічних перспектив

Середньозважені процентні ставки за новими* гривневими кредитами НФК (у розрізі розміру підприємств) , %

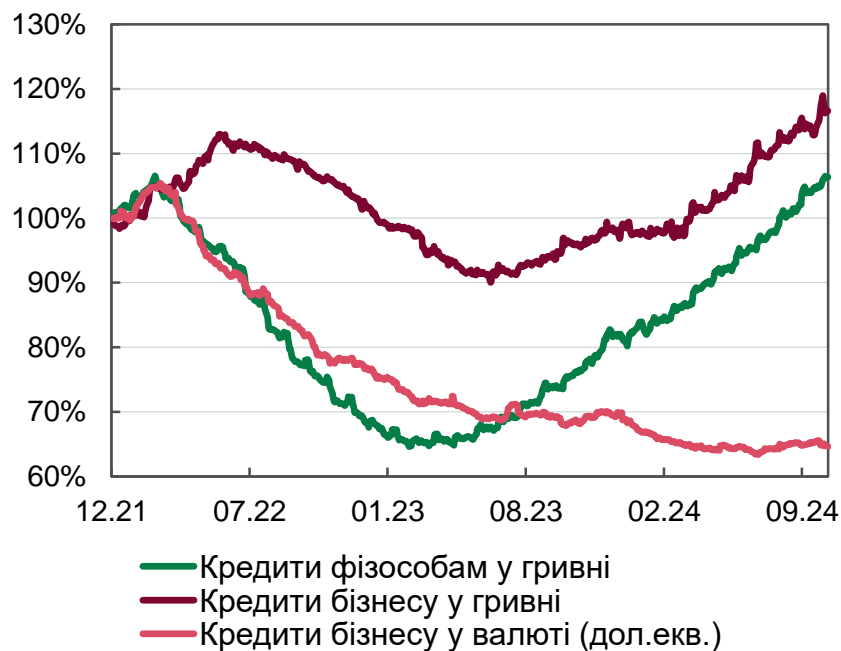


* Без врахування угод за додатковими договорами, за якими відбулася зміна суми та/або процентної ставки, а також пролонгації.

Джерело: НБУ.

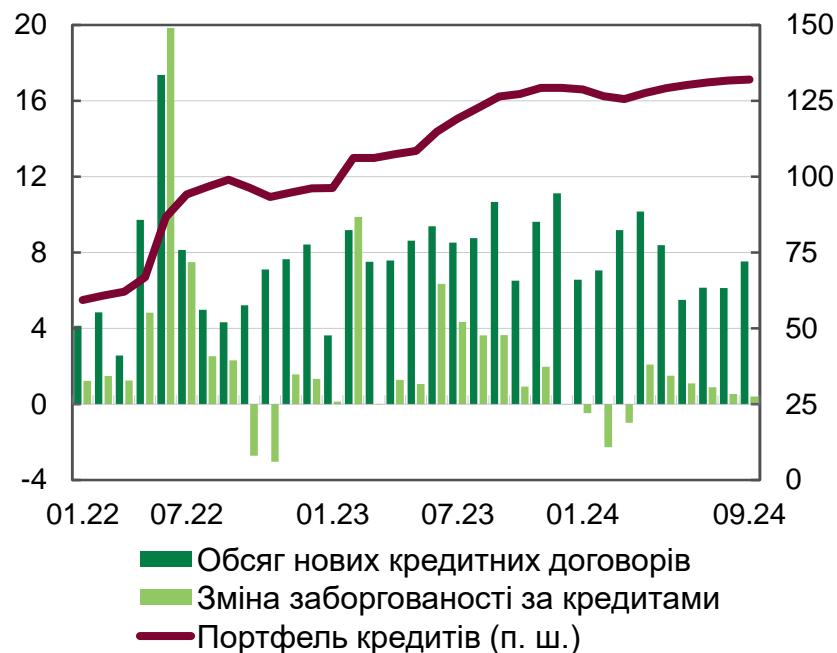
...що призвело до помітного зростання гривневих кредитів, що триває вже понад рік

Чисті кредити, 01.01.2022 = 100%



Джерело: НБУ.

Кредитування у рамках програми “Доступні кредити 5-7-9%”, млрд грн, 2022-2024 роки



Джерело: Фонд розвитку підприємництва, Мінфін.

Попит на кредити обмежує низка чинників, серед яких структурні зміни в економіці

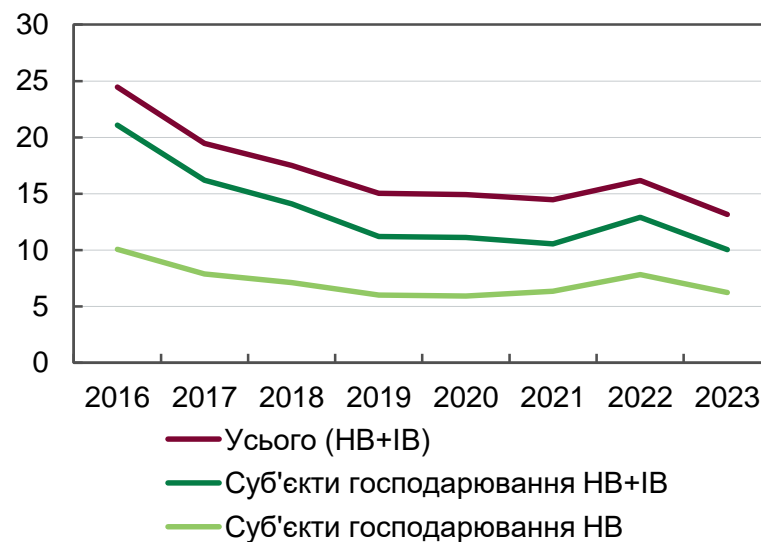
Частка сектору державного управління та оборони у номінальному ВВП



Джерело: НБУ

- Роль державного сектору під час повномасштабної війни **очікувано зростає**
- **Перешкоди кредитуванню**, на думку банків:
 - повільне відновлення економіки, слабе зростання споживчого попиту
 - значні обсяги накопичених ресурсів на рахунках компаній
 - невизначеність щодо економічної ситуації та бізнес-клімату
 - непрозорість бізнесу, що ускладнює роботу банків у сфері AML
 - викривлення очікувань щодо фінансування за програмою “5-7-9%”

Співвідношення чистих кредитів та скоригованого ВВП*, %

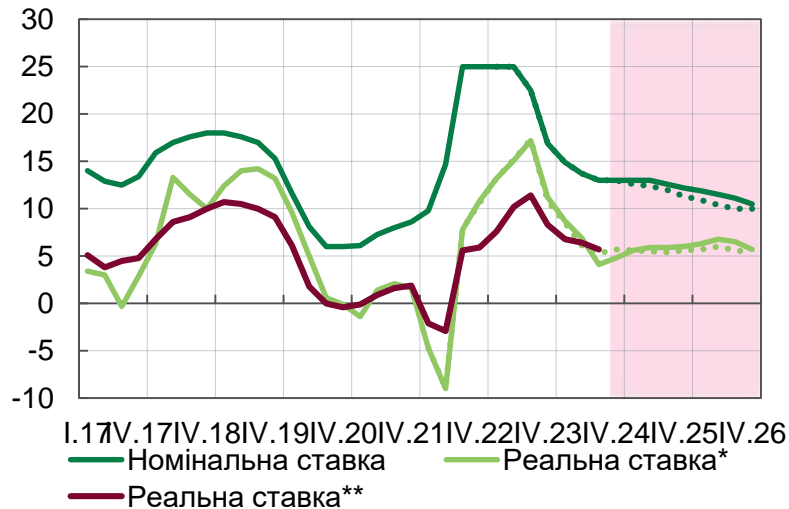


* Без врахування сектору держ. управління та оборони
ІВ – іноземна валюта, НВ- національна валюта.

Джерело: НБУ

Утримання помірної інфляції та подальше її зниження до цілі вимагатиме обережнішого підходу НБУ до процентної політики

Облікова ставка (сер. за квартал), %

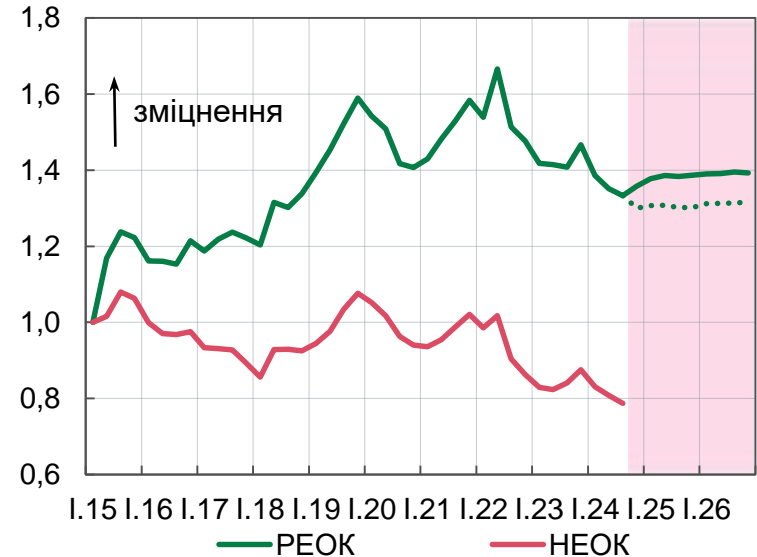


* Дефльована на модельні очікування (КПМ).

** Дефльована на очікування фінансових аналітиків.

Джерело: НБУ.

Індекси РЕОК та НЕОК гривні, I.2015 = 1



Джерело: МВФ, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

- **Поточний прогноз передбачає утримання облікової ставки на рівні 13% щонайменше до середини 2025 року.** Це, а також динаміка курсу, яка узгоджуватиметься із завданнями НБУ зі збереження під контролем інфляційних очікувань, дасть змогу сповільнити та повернути інфляцію до цілі
- **Водночас ключова ставка залишатиметься додатною (5-6%) у реальному вимірі** (нейтральний рівень реальної ставки у 2016-2019 рр. оцінювався в 3-4%), що за поточних умов (високих ризиків) не є надмірним
- **РЕОК гривні залишатиметься відносно міцним**, що зумовлюватиме збереження достатньо жорстких реальних монетарних умов

Жовтневий макроекономічний прогноз НБУ передбачає вищу інфляцію, міжнародні резерви та облікову ставку*

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---|-------|------------------|------------------|------------------|
| Реальний ВВП, зміна у % | 5.3 | 4.0 (3.7) | 4.3 (4.1) | 4.6 (4.8) |
| Номінальний ВВП, млрд грн. | 6 538 | 7 630 (7 590) | 8 720 (8 620) | 9 715 (9 625) |
| ІСЦ, зміна у %** | 5.1 | 9.7 (8.5) | 6.9 (6.6) | 5.0 (5.0) |
| Базовий ІСЦ, зміна у %** | 4.9 | 9.1 (7.1) | 5.7 (4.5) | 3.1 (3.1) |
| Сальдо поточного рахунку, млрд. дол. США | -9.6 | -16.3 (-14.2) | -27.9 (-19.0) | -28.4 (-23.5) |
| Міжнародні резерви, млрд \$ | 40.5 | 43.6 (41.2) | 41.0 (37.3) | 34.7 (32.0) |
| Облікова ставка, %, у середньому за період | 22.4 | 13.6 (13.6) | 12.7 (11.9) | 11.2 (10.4) |

* у дужках попередній прогноз (липень 2024, базовий сценарій)

** на кінець періоду (грудень до грудня попереднього року)

Баланс ризиків базового прогнозу зміщений у бік посилення цінового тиску

| | | 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 | Швидке відновлення пошкодженої енергетичної інфраструктури | Посилена еміграція Зростання геополітичної напруженості | Потенційне перенесення на ціни додаткового підвищення ставок та/або введення нових податків |
| | Сильний | Швидка реалізація масштабного плану відбудови України | Зміна оголошених обсягів міжнародної допомоги | Ескалація бойових дій, подальші руйнування виробничих потужностей Більший дефіцит е/е через подальші пошкодження енергетичної інфраструктури Вищі бюджетні потреби |