



Національний
банк України

Макроекономічна ситуація та монетарна політика НБУ під час війни

Володимир Лепушинський

Директор департаменту монетарної політики та економічного аналізу

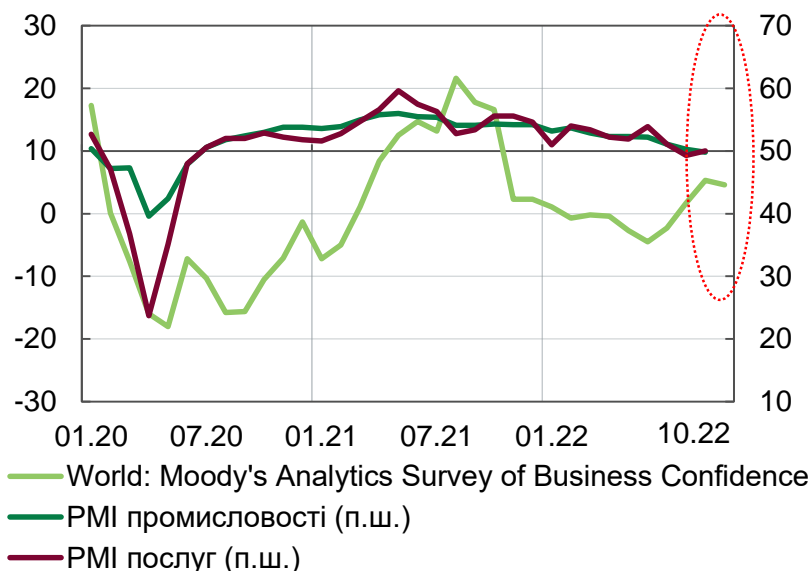
Київ, 28 жовтня 2021 року



Макроекономічна ситуація в Україні та перспективи

Зростання світового ВВП залишатиметься млявим через повільне налагодження логістики та слабку світову торгівлю

Глобальний PMI та Глобальний індекс ділових очікувань



Джерело: J.P.Morgan, S&P Global, Moody's.

Реальний ВВП окремих країн- ОТП України, % р/р

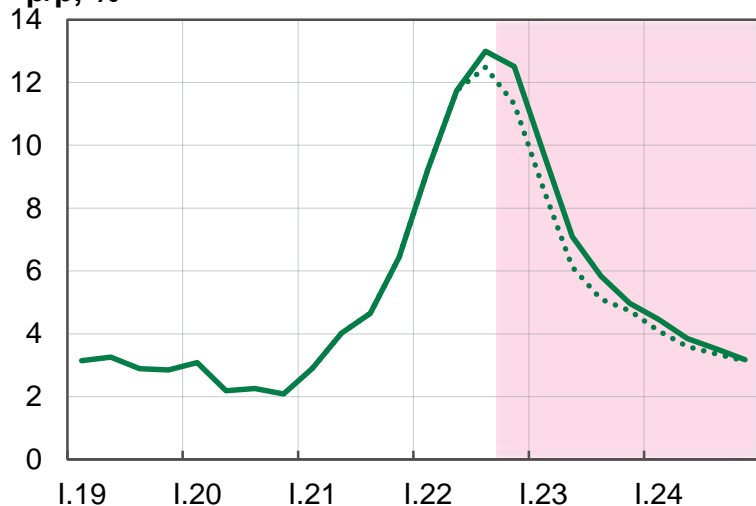


Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

- **Оцінки поточних умов ведення бізнесу та очікувань щодо перспектив наступного року залишаються все ще негативними, а продажі – низькими**
- **Стримуватимуть економічне зростання:**
 - посилення монетарної політики з метою стримування інфляційного тиску
 - негативний вплив високих цін на енергію
 - слабше зростання світової торгівлі через зриви у ланцюгах постачання та виробництва - обсяги торгівлі товарами зростуть лише на 1% р/р у 2023 році порівняно з раніше прогнозованими 3.4%

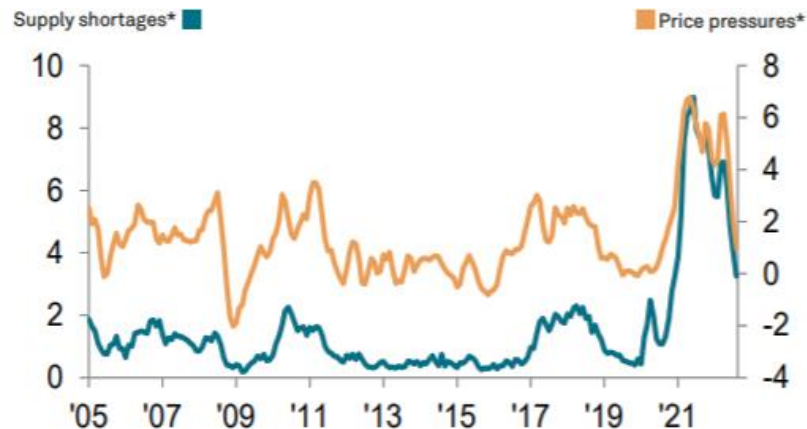
Глобальний інфляційний тиск знижуватиметься через подолання товарних дефіцитів і посилення монетарної політики

Інфляція торговельних партнерів (UAWCPI), р/р, %



Джерело: Світовий банк, розрахунки НБУ.

Глобальні індекси дефіциту пропозиції та тиску з боку цін на товари



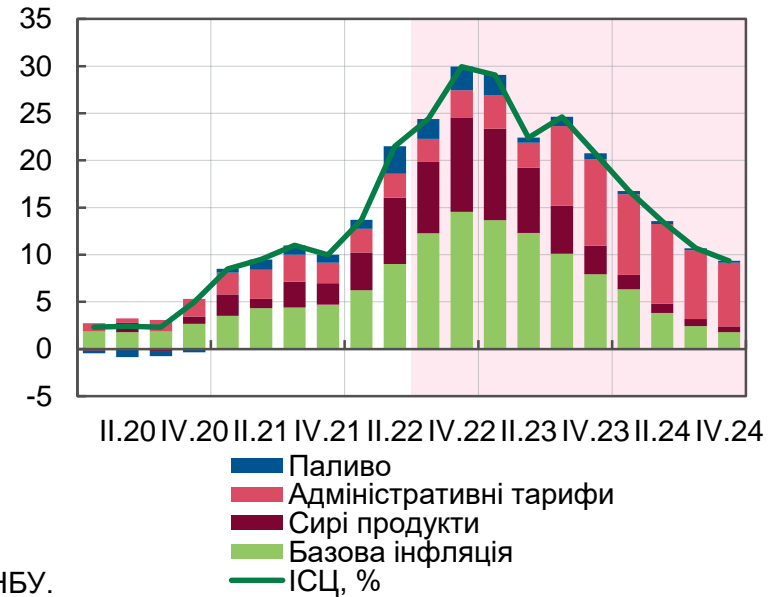
Джерело: S&P Global.

Інфляція сповільнюватиметься з наступного року завдяки налагодженню логістики та виробництва, вщуханню світової інфляції та жорстким монетарним умовам

Інфляція, р/р, %



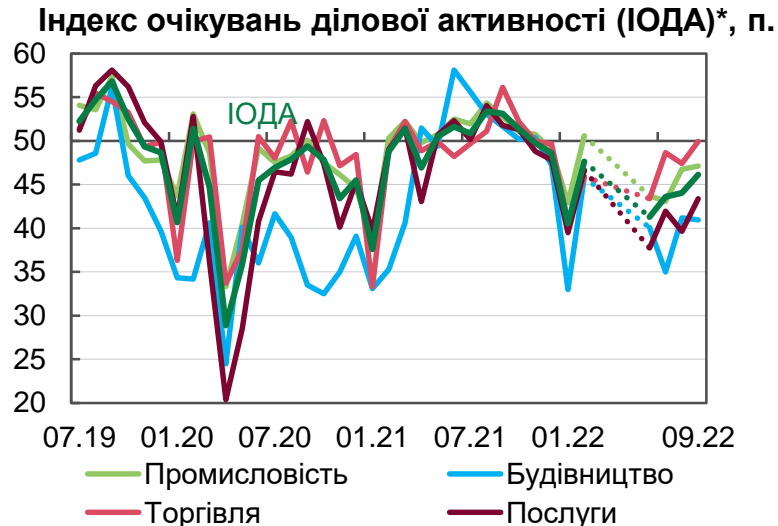
Внески в річну зміну ІСЦ, в.п



Джерело: розрахунки НБУ.

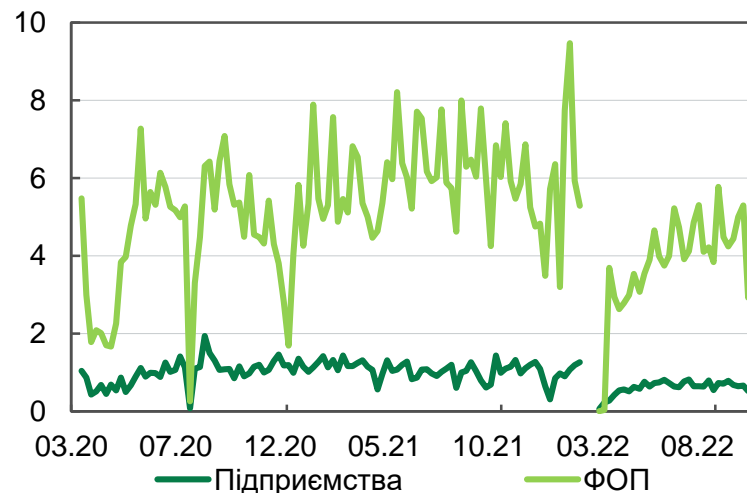
зміна, %	вага, %	2021	2022	2023	2024
ІСЦ	100.0	10.0	30.0	20.8	9.4
Базовий ІСЦ	56.4	7.9	24.5	13.3	3.0
Сирі продукти	20.9	11.8	51.6	15.6	3.1
Адміністративні ціни	20.0	13.6	17.0	46.7	29.7
Паливо	2.8	26.5	78.0	19.5	6.2

Про поживлення економіки свідчить низка височастотних індикаторів



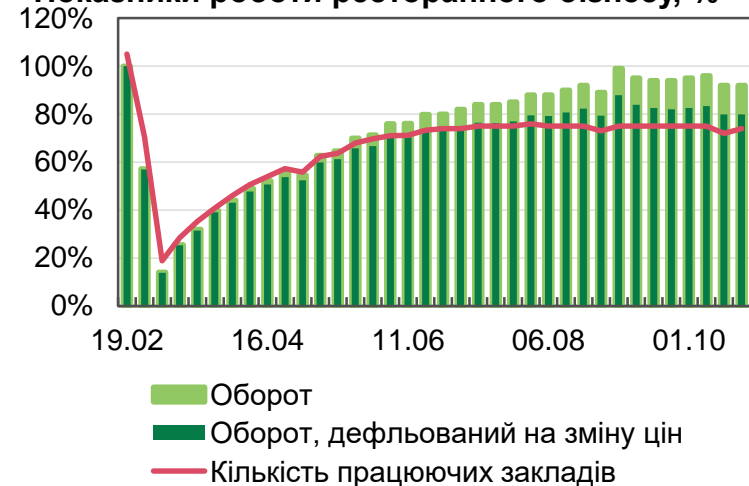
* Опитування не проводилося з березня по травень 2022. Джерело: НБУ.

Нові реєстрації підприємств та ФОП, тис.



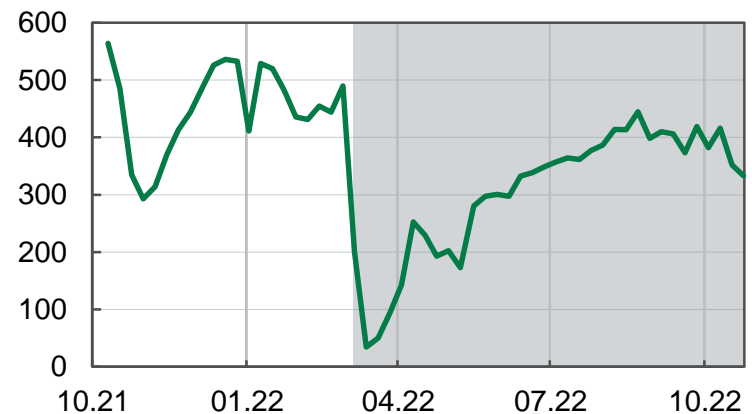
Джерело: opendatabot.ua.

Показники роботи ресторанного бізнесу, %



Джерело: ДССУ, Poster, розрахунки НБУ.

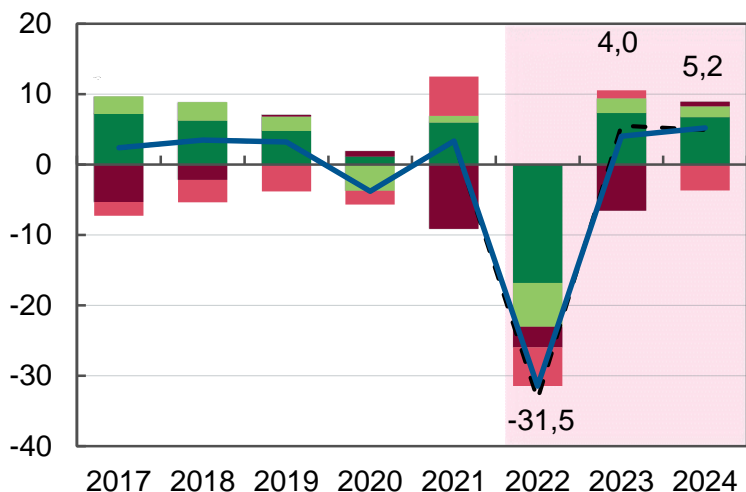
Кількість проданих залізничних квитків за тиждень, тис.



Джерело: Укрзалізниця

Очікуване зниження безпекових ризиків з середини 2023 року стане ключовим чинником відновлення економіки

Реальний ВВП, внески компонент, в.п.



■ Споживання ■ Інвестиції
■ Чистий експорт ■ Зміна запасів
--- ВВП попередній — ВВП

Джерело: розрахунки НБУ.

- Підтримуватиме зростання ВВП м'яка фіскальна політика та повноцінне відновлення роботи чорноморських портів
- **Найбільший внесок у зростання традиційно забезпечить споживання**
- Утім ВВП перебуватиме нижче свого потенційного рівня через наслідки війни

Перегляд прогнозу:

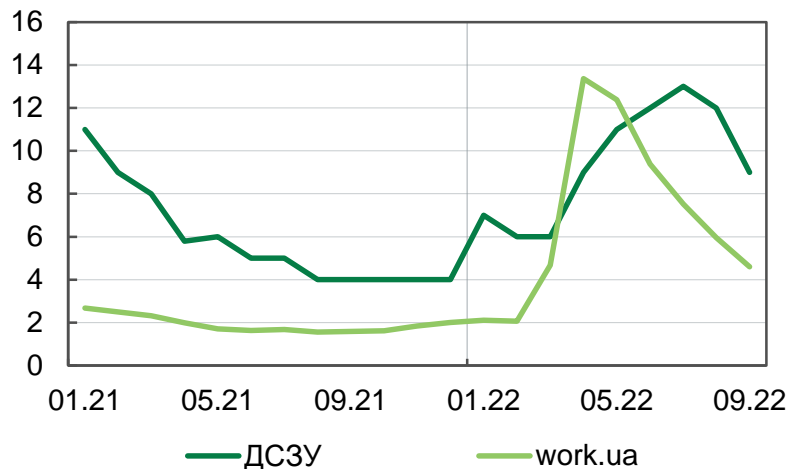
- **Оцінка 2022 року помірно покращена** (кращий 2й квартал частково компенсований руйнуванням енергетичної інфраструктури в 4кв.)
- **Прогноз ВВП на 2023 рік погіршено** через довшу тривалість безпекових ризиків, вищу премію за ризик та суттєвішу міграцію

	2022	2023	2024
ВВП	-31.5 (-33.4)	4.0 (5.5)	5.2 (4.9)
Споживання	-19.3	6.8	6.5
<i>Приватне</i>	-22.5	8.0	7.8
Валове нагромадження	-50.0	25.3	16.2
Експорт товарів і послуг	-27.0	0.3	5.1
Імпорт товарів і послуг	-19.3	12.2	3.0

в дужках – попередній прогноз

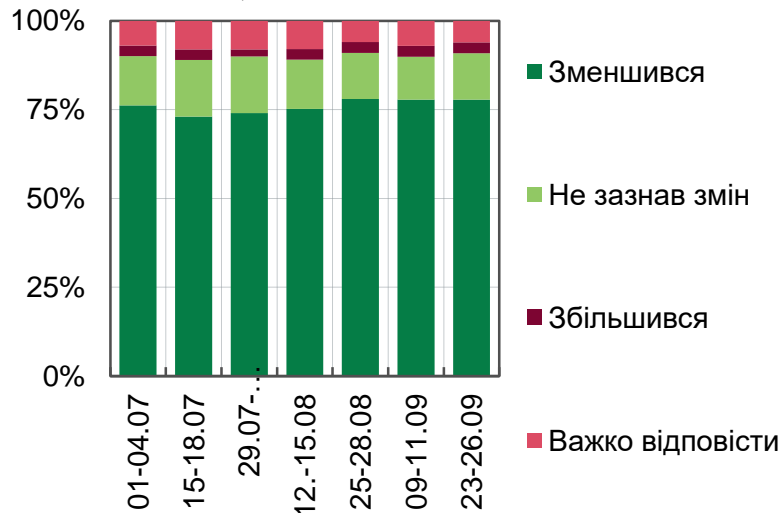
Пожвавлення економіки підтримує попит на робочу силу, але суттєвого зростання зайнятості не відбувається, а доходи більшості українців знизилися

Кількість претендентів на одну вакансію, осіб



Джерело: ДСЗУ, розрахунки НБУ.

Зміни в доході, % відповідей

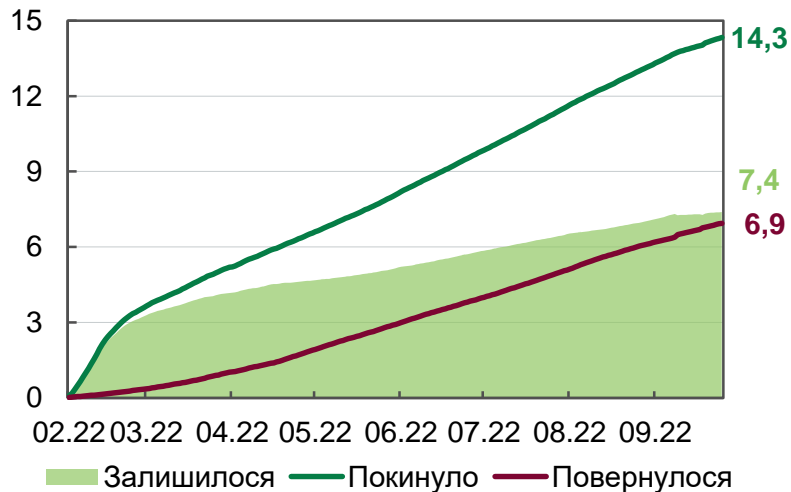


Джерело: [Gradus](#).

- Збільшення вакансій тривало, втім, їх усе ще удвічі-втричі (в залежності від сфери діяльності) менше, ніж до війни. Дещо сповільнилося зростання кількості резюме, однак їх усе ще значно більше, ніж вакансій: навантаження на одну вакансію залишається високим. Це свідчить про активний пошук роботи українцями: рівень безробіття залишається високим
- Складний фінансовий стан підприємств стримує нарощення зайнятості та підвищення зарплат. У результаті працевлаштованість зростає повільно, а частка непрацевлаштованих практично не змінилася із травня
- У результаті зарплати у приватному секторі скорочуються, що частково компенсується соціальними допомогами та виплатами військовим, але загалом добробут ДГ суттєво погіршився

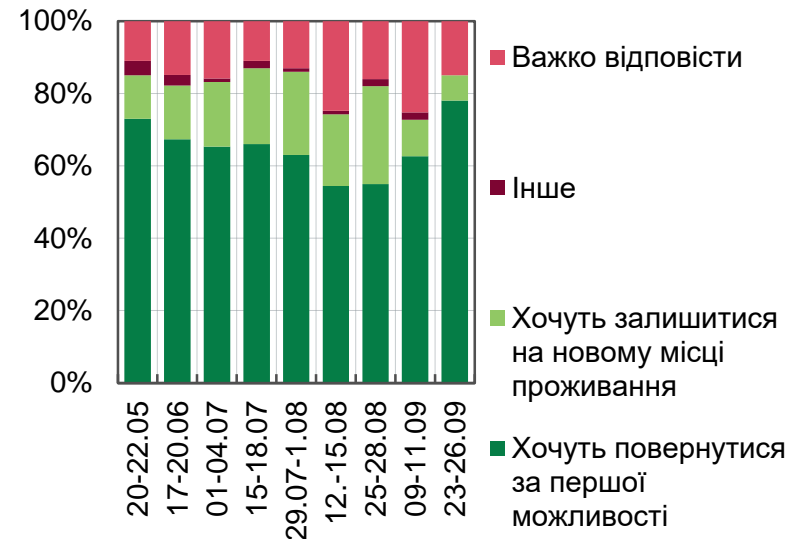
Міграція як в межах України, так і за кордон залишається значною

Кількість громадян, що перетнули кордон України, млн. осіб



Джерело: [UNHCR](#).

Плани щодо повернення в Україну, % відповідей

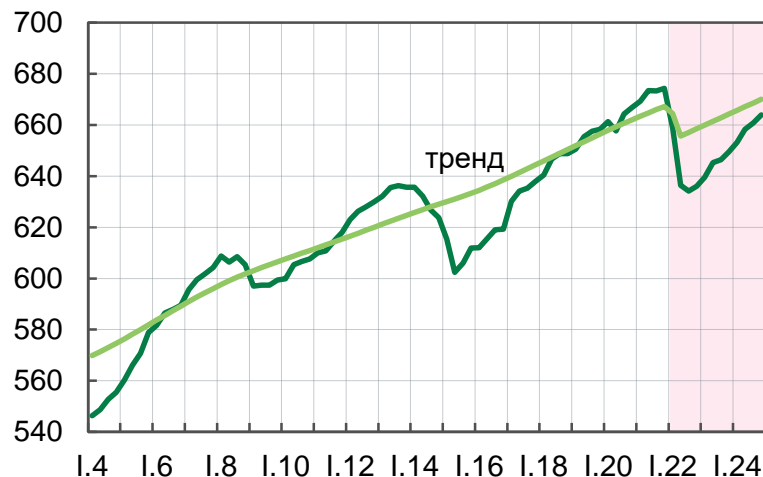


Джерело: [Gradus](#).

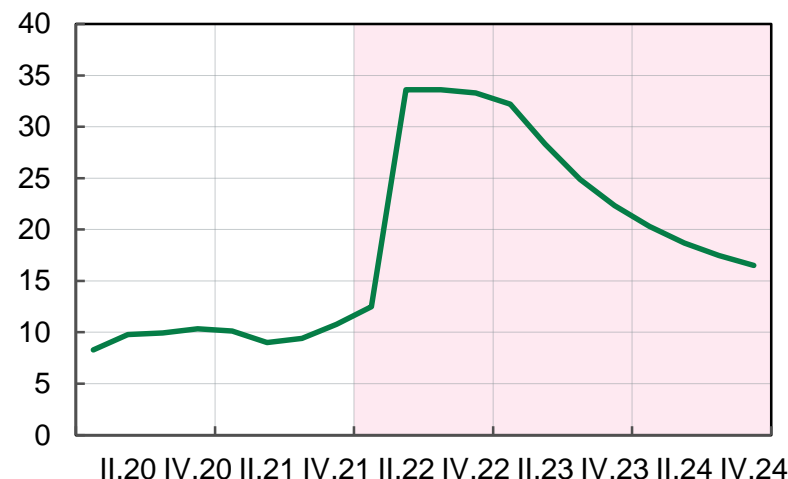
- [За даними ООН](#), станом на середину жовтня з України виїхало 14.3 млн осіб, а повернулося – 6.9 млн осіб, залишається за кордоном 7.4 млн осіб, з них отримали статус тимчасового захисту 4.4 млн осіб. [За даними МОМ](#), наприкінці вересня кількість ВПО становить майже 7 млн осіб, з них зареєстровано як ВПО 3.2 млн осіб
- Брак коштів, труднощі з пошуком житла та роботи залишаються основними проблемами переселенців як за кордоном, так і всередині України
- Але з огляду на збереження безпекових ризиків, брак роботи в Україні та адаптацію в країнах-реципієнтах (діти вчаться в місцевих школах, дорослі знайшли роботу) частка тих, хто повернеться найближчим часом, низька (7–13%, за різними опитуваннями). Хоча загалом налаштованість на повернення зростає

Зростання зарплат відновиться, утім обмежуватиметься високою інфляцією та нижчою за довоєнну продуктивність

Реальна зарплата, рівень (логарифми)



Безробіття (МОП), %, с/с



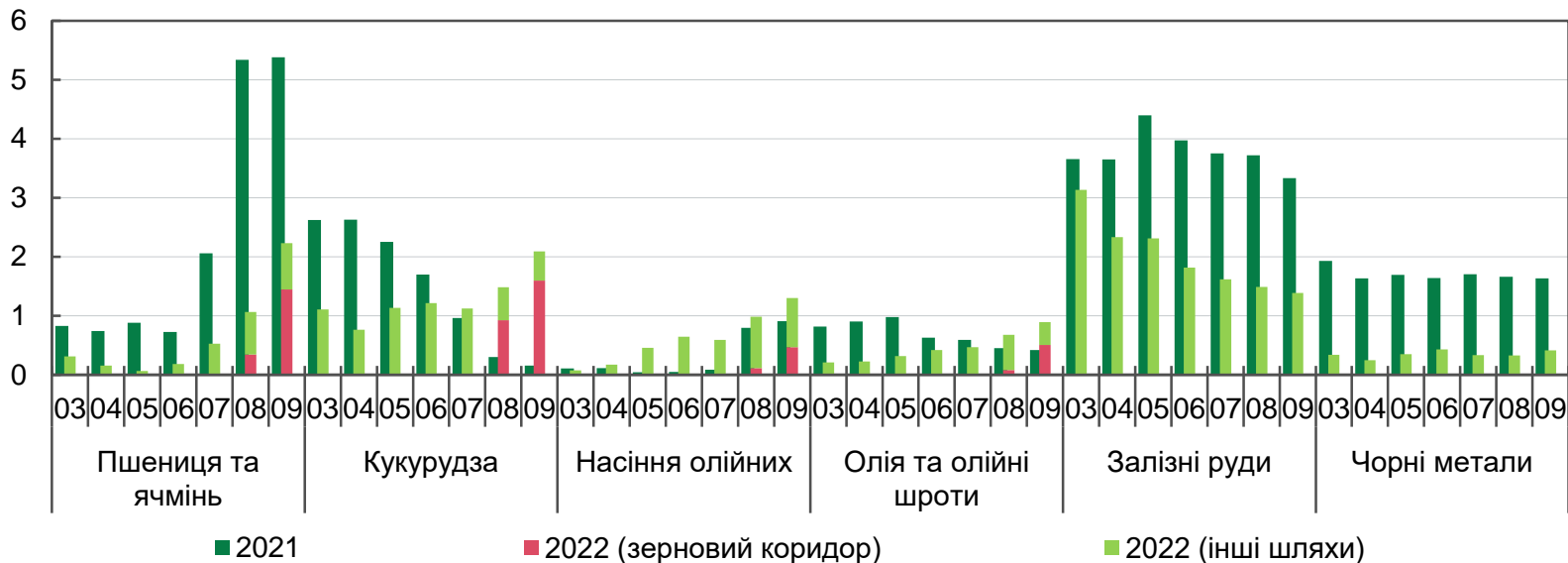
Джерело: розрахунки НБУ.

зміна, %	2021	2022	2023	2024
Реальна ЗП	10.5	-26.6	4.6	13.4
Номінальна ЗП	20.9	-12.3	32.8	28.3

- Через війну кількість переселенців за кордон та всередині країни продовжує збільшуватися. Зі зменшенням безпекових ризиків з другої половини наступного року очікується активізація повернень
- Попри поживлення економічної активності безробіття залишатиметься високим через руйнування виробничих потужностей та структурні диспропорції на ринку праці

Експорт товарів сягнув найвищих значень з початку війни завдяки запуску зернового коридору

Експорт товарів, млн т

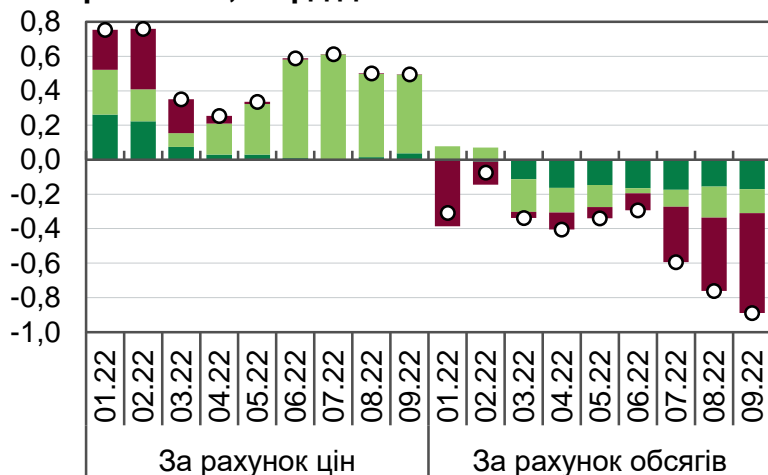


Джерело: ДМСУ, Black Sea Grain Initiative JCC, Мінагрополітики.

- Початок роботи зернового коридору сприяв нарощуванню поставок окремих продовольчих товарів. Попри свою назву ним транспортуються й інші продовольчі товари, не лише зернові. Протягом серпня-вересня цим шляхом вдалося експортувати 4.3 млн т зернових, 0.3 млн т соняшникової олії та 0.6 млн т насіння олійних, що еквівалентно сумі близько 1.7 млрд дол.
- Крім того, інтенсифікація поставок е/е до країн ЄС забезпечила рекордні вартісні обсяги її експорту (150 млн дол. у вересні при середньому значенні протягом 2020-2021 рр у 22 млн дол.)
- Натомість поставки залізної руди та чорних металів продовжували скорочуватися (та були на 60% нижчими, ніж минулого року) внаслідок зменшення обсягів їх виробництва, зумовленого збереженням труднощів з логістикою та суттєвим її подорожчанням, а також послабленням зовнішнього попиту

Скасування пільгового оподаткування та корекція обмінного курсу пригальмували відновлення імпорту товарів

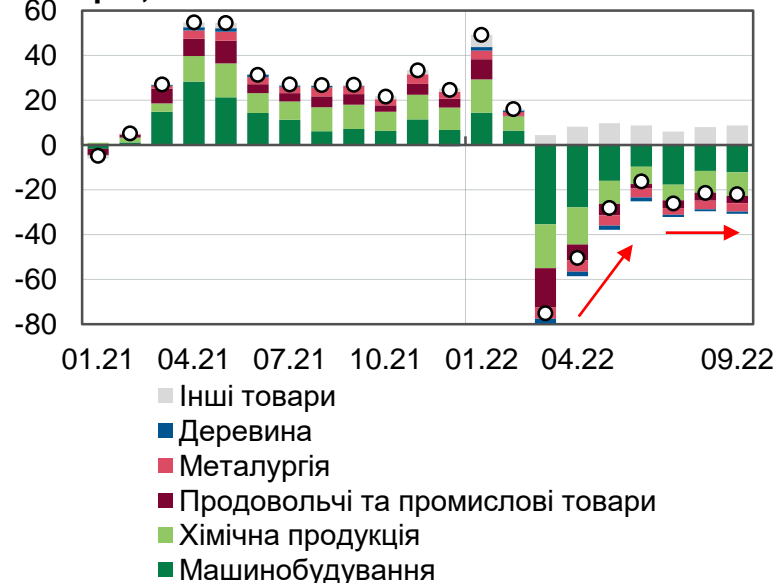
Абсолютна річна зміна імпорту окремих енергоносіїв, млрд дол.



■ Природний газ* ■ Нафта та нафтопродукти ■ Вугілля

* Дані щодо імпорту газу у вересні 2022 року – оціночні.
Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

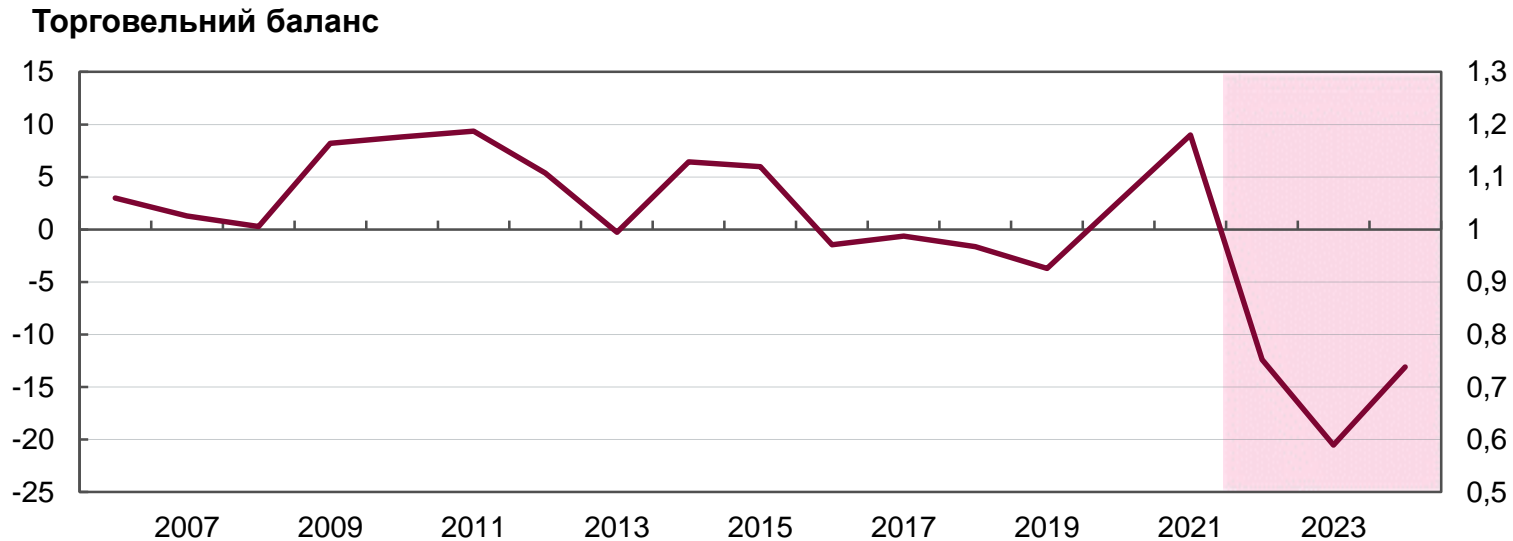
Внески в річну зміну неенергетичного імпорту товарів, в.п.



Джерело: розрахунки НБУ.

- Ці зміни передусім позначилися на закупівлях легкових автомобілів, обсяги яких суттєво зменшилися порівняно з рекордним показником попереднього кварталу (53 тис. шт. у III кварталі порівняно з 231 тис. шт. у II кварталі). Обсяги імпорту інших споживчих та інвестиційних товарів стабілізувалися
- Крім того, в умовах надвисоких цін на європейському ринку та браку коштів імпорту газу здійснювався в мінімальних обсягах
- Проте на тлі високих світових цін та суттєвої внутрішньої потреби тривало значне зростання імпорту нафтопродуктів (+93% р/р у III кварталі)

Обмеженість виробництва стримуватиме експорт. Натомість імпорт зростатиме через потребу відновлення інфраструктури та виробництв



Джерело: розрахунки НБУ.

- У 2023 році дефіцит торговельного балансу суттєво розшириться насамперед через значну кількість українських мігрантів за кордоном, витрати яких відображаються в імпорті подорожей. Частково це буде компенсуватися збільшенням грошових переказів у результаті їх поступового працевлаштування



Монетарна політика в умовах війни

Універсальних рецептів антикризової монетарної політики не існує, водночас НБУ врахував помилки та найкращий досвід інших ЦБ

Розробити універсальні рецепти антикризової політики неможливо

Кожна країна має свій унікальний досвід, що обумовлюється:

- різною тривалістю, масштабом воєнних дій, їх наслідками
- довоєнним станом та структурою економіки
- обсягом міжнародних резервів та державного боргу
- рівнем розвитку фінансових регуляторів та інституцій, довірою до них та національної валюти
- попередньою інфляційною динамікою та закореністю очікувань
- міжнародною військовою, політичною та фінансовою підтримкою
- **умовами зовнішнього середовища**

Грузія → розгортання світової фінансової кризи та зниження цін на світових товарних ринках
Вірменія → світова дезінфляція, спровокована Covid-19
Ірак → зростання світових цін на нафту
Україна → зростання інфляції та посиленням фінансових умов у світі, падіння “апетиту” інвесторів до ризиків

ОДНАК

Можна прослідкувати деякі закономірності в застосуванні інструментів МП

1

Поширеним та дієвим заходом зі стабілізації макрофінансової ситуації та стримування інфляції є **тимчасова фіксація обмінного курсу** → **Ізраїль, Ірак, Грузія, Сербія**

2

Масштабна монетизація дефіциту бюджету генерує ризики для фінансової стійкості та цінової стабільності → **Німеччина** (інфляція 29500% м/м в жовтні 1923 р.), **Австрія** (129% м/м у серпні 1922 р.), **Польща** (275% м/м у жовтні 1923 р.), **Південна Корея** (213% р/р у 1951 р.), **Сербія** (1.16 × 10¹⁴% р/р у січні 1994 р.), **Ізраїль** (480 р/р у листопаді 1984 р.)

3

Успішні стабілізаційні плани здебільшого передбачають проведення жорсткої та незалежної монетарної політики, фіскальну консолідацію, структурні реформи та використання ринкових інструментів для наповнення бюджету → **Ізраїль** (протягом 1985–1986 рр. інфляцію знижено з 480% до 18%; на кінець 1998 р. - 5.4%), **Хорватія** (інфляція сповільнилася з 1839% у жовтні 1993 р. до 4% р/р у жовтні 1994 р.)

Для збереження макроекономічної стабільності у воєнний час НБУ змінив принципи проведення монетарної політики

Забезпечення цінової та фінансової стабільності

У мирний час

Ключова (облікова) ставка - основний інструмент монетарної політики

Перспективний характер прийняття рішень з МП

Дотримання режиму **плаваючого обмінного курсу**

Згладжування коливань обмінного курсу за допомогою валютних інтервенцій

Курс на скасування валютних обмежень та лібералізацію руху капіталу

Заборона на монетарне фінансування бюджету

У період воєнного стану

Відтермінування рішень по обліковій ставці

Реакція на середовище, що стрімко змінюється

Фіксація обмінного курсу – номінальний якір для очікувань та антиінфляційний інструмент

Валютні інтервенції – **основний інструмент монетарної політики**, облікова ставка – **допоміжний інструмент**

Обмеження на валютні операції та рух капіталу для підтримки фіксації курсу

Монетарне фінансування критичних витатків бюджету

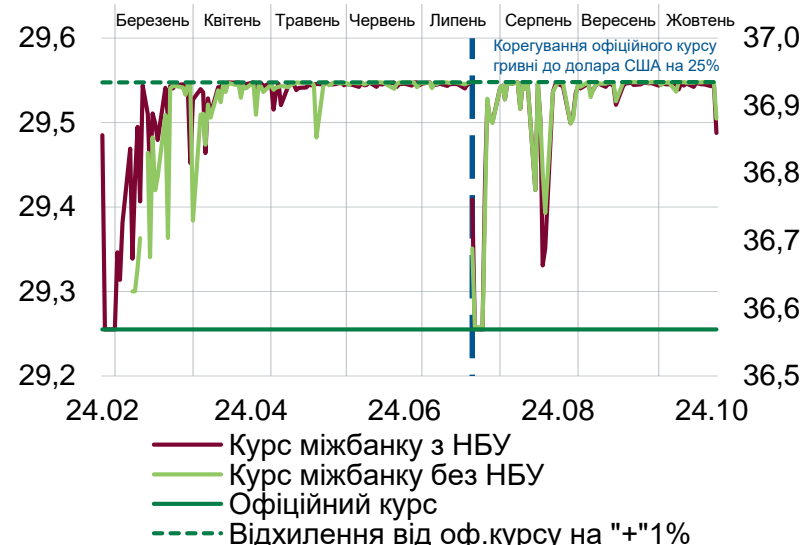
Обмінний курс було зафіксовано для створення номінального якоря для очікувань та стримування інфляції

Курси гривні до дол. США на готівковому ринку у період воєнного стану



Джерело: НБУ.

Курси гривні до дол. США на міжбанківському ринку у період воєнного стану*



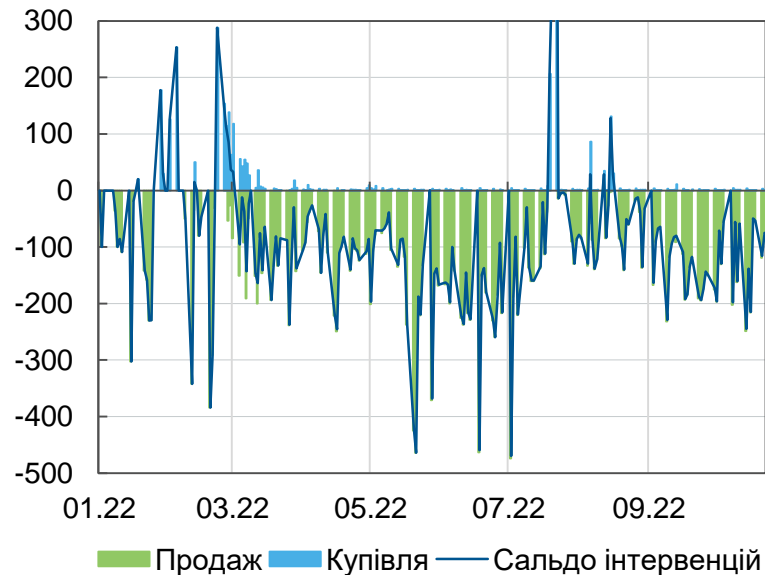
* Після корегування офіційного курсу гривні до долара США на 25% 21 липня 2022 року – права шкала.

Джерело: НБУ.

- 24 лютого НБУ зафіксував офіційний курс на рівні 29.25 грн за дол. США з метою утримання макрофінансової стабільності
- Фіксація курсу забезпечується інтервенціями з продажу валюти НБУ та низкою адміністративних обмежень на валютні операції та рух капіталу

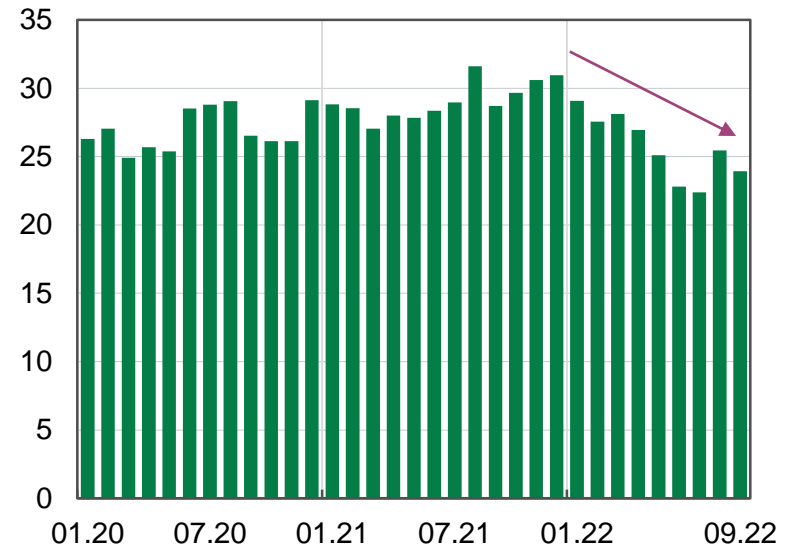
Валютні інтервенції де-факто стали основним інструментом монетарної політики НБУ...

Щоденні операції з купівлі/продажу* валюти НБУ на валютному ринку, млн дол. США



*Останні дані за 25.10.2022
Джерело: НБУ.

Міжнародні резерви, млрд дол. США



Джерело: НБУ.

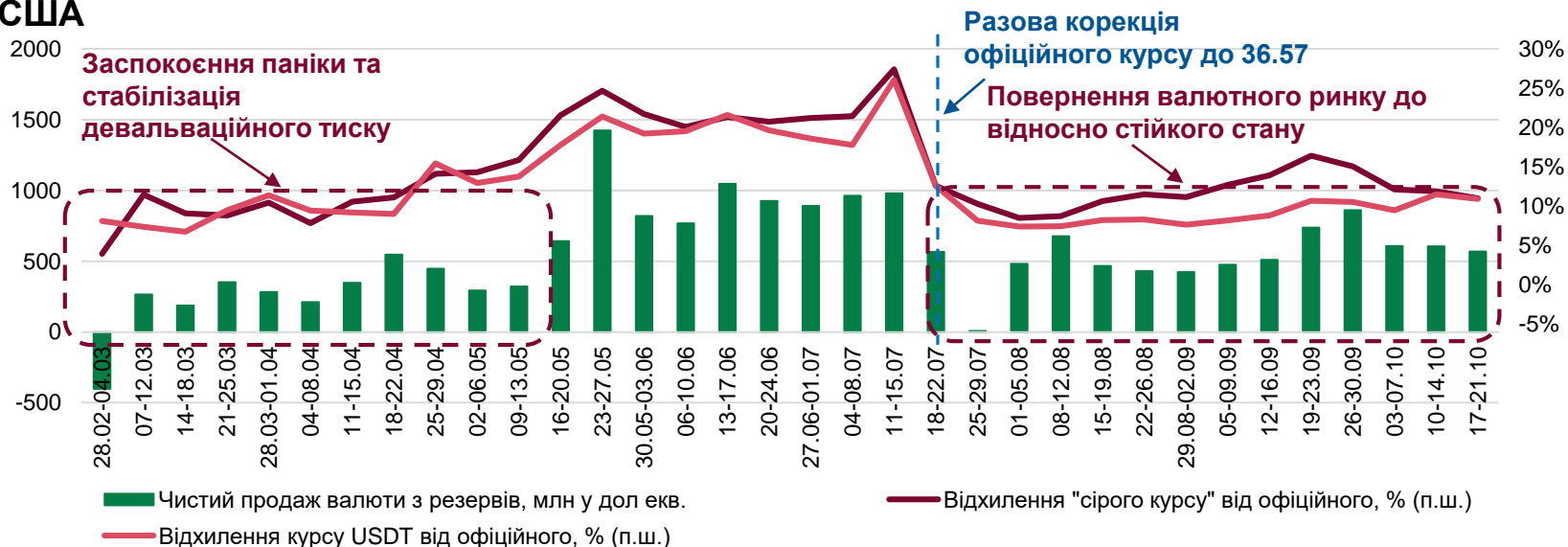
- Із початку війни попит на валюту значно перевищує її пропозицію через скорочення експортного потенціалу, значні потреби в забезпеченні обороноздатності, швидке відновлення імпорту та значні обсяги розрахунків мігрантів за кордоном
- Щоденна участь Національного банку на валютному ринку забезпечує його безперебійну роботу та підтримує фіксацію обмінного курсу

... а валютні обмеження НБУ допомагають стабілізувати ринок і запобігти непродуктивному відпливу капіталу

	Лют-24	Берез	Квіт	Трав	Черв	Лип	Серп	Вер	Жов
Фізичні особи	Зняття валюти з валютних рахунків	✗ Повна заборона	UAH 30K / день → UAH 100K / день						
	Зняття з гривневих карток за кордоном	✓ Без обмежень	стеля → UAH 100K / місяць		→ UAH 50K / місяць	→ UAH 12.5K / тиждень			
	Розрахунки за кордоном гривневими картками	✓ Без обмежень				стеля → UAH 100K / місяць			
	P2P перекази за кордон	✓ Без обмежень	стеля → UAH 100K / місяць			→ UAH 30K / місяць		✗ Повна заборона	
	Продаж готівкової валюти банками	✗ Повна заборона			стеля → готівк. валюта придбана банками		+ 50% безготівк. валюти придбаної у фіз. осіб		+ 100% безготівк. валюти придбаної у фіз. осіб
	Online купівля валюти	✗ Повна заборона					стеля → UAH 50K / місяць + депозит на 3 місяці		UAH 100K / місяць + депозит на 3 місяці
	Курс валют за картковими рахунками	стеля → офіційний +1%	→ офіційний +10%		→ без обмежень				
	SWIFT платежі за кордон	✗ Повна заборона							
Компанії	Платежі за імпорт	Критичний імпорт:	товари ~65% послуги 0%	← дозволено →		~90% ~30%	→ 100% (без обмежень) → ~50%		
	Термін розрахунків за експ.-імп. операціями	365 днів			→ 90 днів	→ 120 днів	→ 180 днів		
	Погашення боргів за кордоном	✗ Повна заборона					дозволено сплату процентних платежів		
Банки	Відкрита валютна позиція			15% → 5%					
	Погашення кредитів нерезидентам			дострокове погашення заборонено					

Фіксація курсу на початку війни дозволила стримати паніку та інфляційний тиск, а відповідно – зберегти стійкість економіки

Чисті інтервенції* та відхилення "ринкових" курсів від офіційного курсу гривні до дол. США

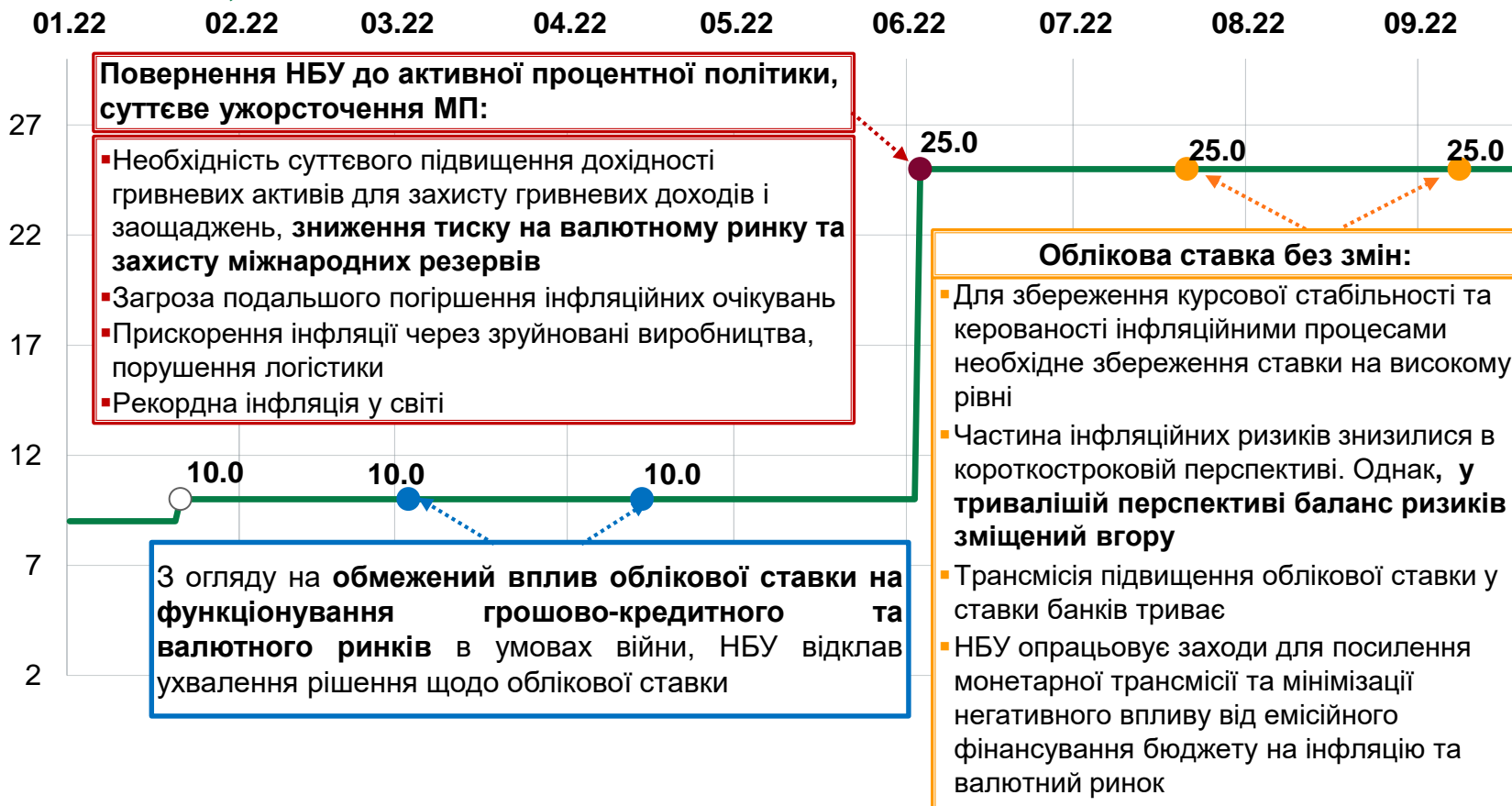


* з останнього тижня червня НБУ та ДКСУ
Джерело: НБУ.

- Фіксований курс став якорем для фінансової системи, який допоміг запобігти паніці у перші дні нападу, стримати погіршення очікувань та зберегти стійкість фінансової системи
- Фіксація обмінного курсу гривні не лише безпосередньо стримувала зростання собівартості товарів та послуг, зокрема через вартість критичного імпорту, а й гальмувала фундаментальний тиск впливаючи на очікування. За оцінками НБУ, якщо б офіційний курс не було зафіксовано, інфляція була б на 8 в.п. вищою
- Разова корекція офіційного курсу гривні і додаткові заходи, вжиті Національним банком для зниження девальваційного тиску, очікувано покращили збалансованість та стійкість валютного ринку. Про це, зокрема, свідчить зниження інтервенцій НБУ з продажу валюти в останні місяці
- В умовах високої невизначеності, спричиненої повномасштабними бойовими діями, підтримання стабільності обмінного курсу залишається основним якорем для стабілізації очікувань та ключовим засобом виконання пріоритетних цілей НБУ щодо забезпечення цінової та фінансової стабільності

Після паузи в перші місяці війни НБУ повернувся до активної процентної політики ...

Облікова ставка, %



- Дієвість ключової ставки як монетарного інструменту була суттєво обмеженою у перші місяці війни через психологічний шок, високу невизначеність та адміністративні обмеження
- Враховуючи поступову адаптацію економіки до війни, Правління НБУ 02.06.2022 ухвалило рішення підвищити облікову (ключову) ставку з 10% до 25% річних
- Відповідно до зміни облікової ставки були змінені процентні ставки за інструментами постійного доступу: кредитами та депозитними сертифікатами овернайт (± 2 в.п. від облікової ставки)

... для стабілізації інфляційних очікувань та з метою підтримки курсової стабільності та захисту ЗВР

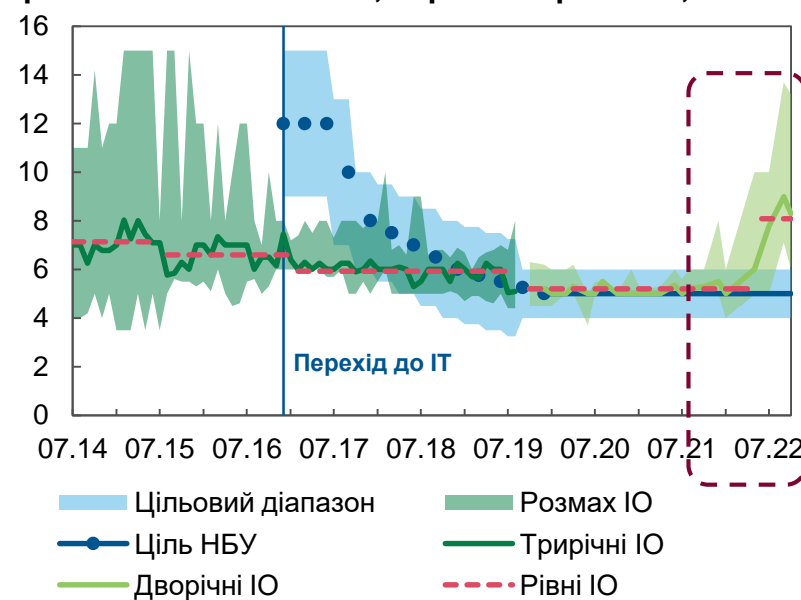
Україна: ІСЦ, інфляційна ціль та інфляційні очікування на наступні 12 місяців*, %



* 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, їх рівні та розмах*, %



* Медіанне значення. Оцінку рівнів ІО здійснено на основі методології Bai і Perron (2003).

Джерело: НБУ.

- НБУ з моменту запровадження інфляційного таргетування вдалося суттєво покращити закореність інфляційних очікувань
- Утім в умовах повномасштабного вторгнення росії в Україну розбалансування як короткострокових, так і середньострокових інфляційних очікувань суттєво посилилося
- Така ситуація вимагала відповідної реакції НБУ для утримання інфляційних очікувань під контролем

Підвищення облікової ставки стимулювало очікуване зростання депозитних ставок...

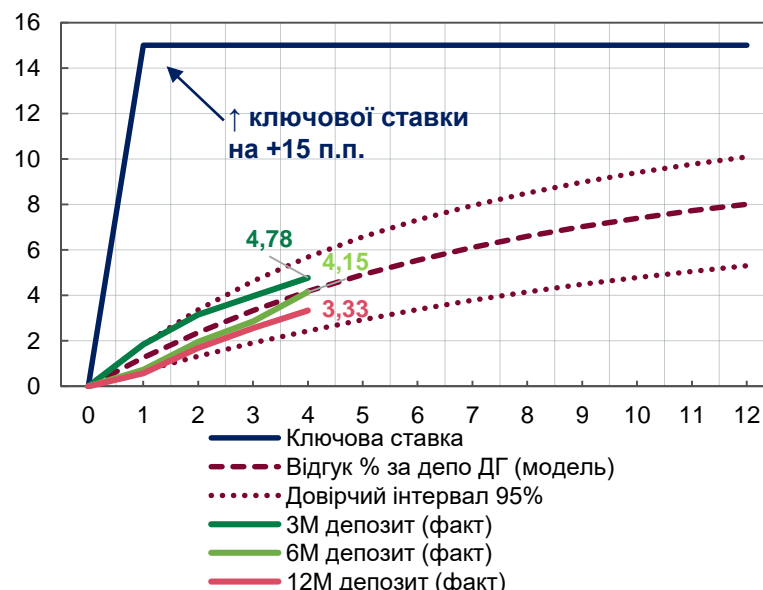
Український індекс ставок за депозитами фізичних осіб*, %



*7-денна ковзна середня. Останні дані – за 25.10.22
Джерело: НБУ.

- Посилення МП, має бажаний та очікуваний ефект у вигляді зростання ставок за банківськими депозитами. Трансмісія в ставки за депозитами ДГ близька до "довоєнного" модельного відгуку та очікувань ДМПЕА
- Після відкриття вторинного ринку посилюється відгук і ставок за ОВДП
- На жаль, ставки за гривневими інструментами, все ще залишаються нижчими від поточної та очікуваної інфляції
- Утім зростання ринкових ставок триває і НБУ напрацював заходів для його посилення → реальна дохідність за гривневими активами ↑ → тиск на валютному ринку ↓ + ЗВР ↑

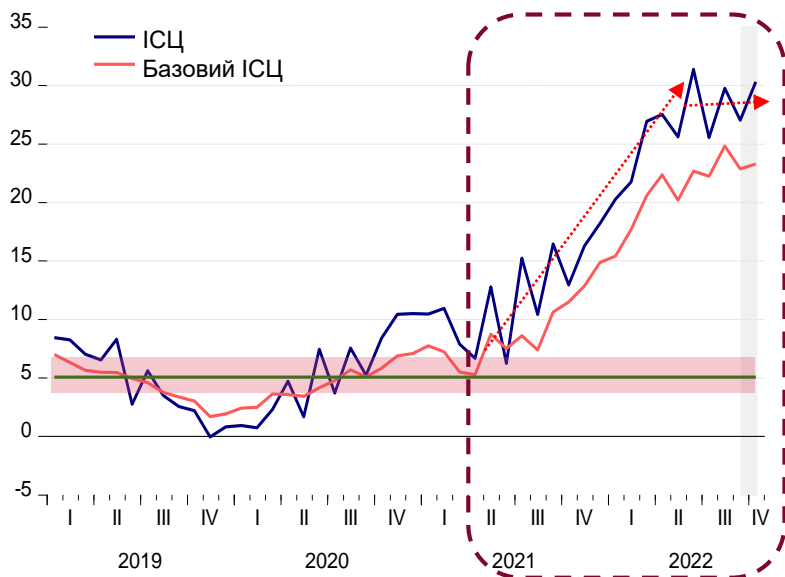
Модельний та фактичний* відгук ставки за депозитами ДГ на шок монетарної політики, в.п.



*7-денна ковзна середня UIRD. Останні дані – за 03.10.22
Джерело: НБУ

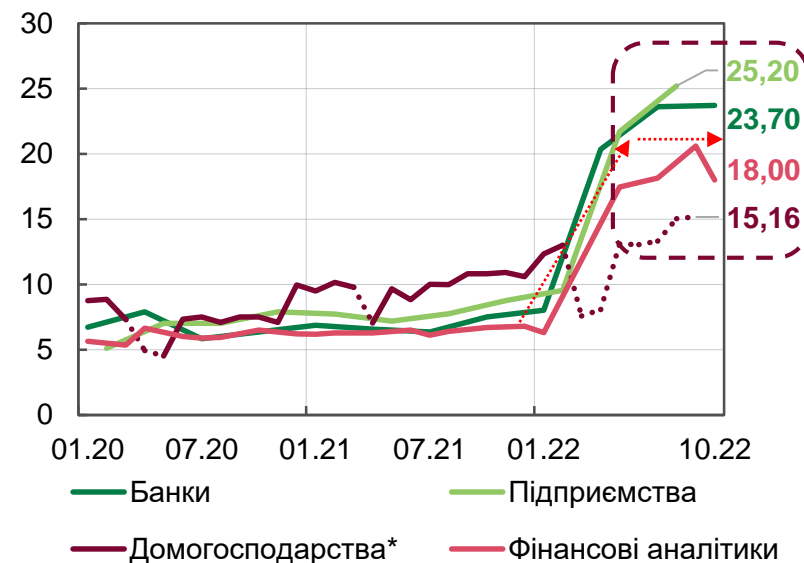
...та сприяє утриманню під контролем цінової динаміки та інфляційних очікувань

Індекси інфляції, % (приведена до річного виміру місячна зміна, сезонно згладжена*)



*Дані за жовтень 2022 – на основі вебскрепінгу
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Інфляційні очікування на наступні 12 місяців*, %

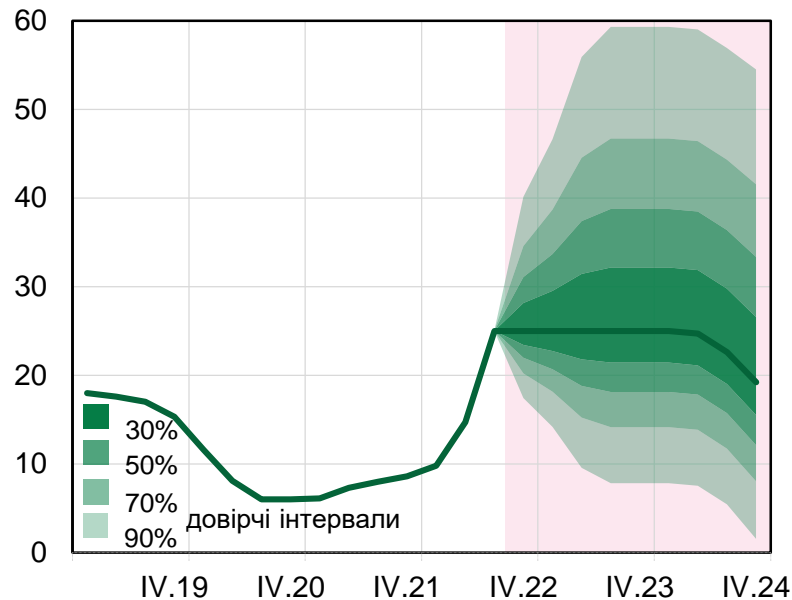


* Пунктирні лінії – зміна методу опитування на телефонне.
Джерело: НБУ, GfK Ukraine, Info Sapiens.

- З другої половини 2021 року спостерігалось зростання інфляційного тиску, яке суттєво посилилося з початком широкомасштабного вторгнення
- Водночас інфляційна динаміка близька до прогнозної траєкторії, а в останні місяці інфляційний тиск та очікування демонструють ранні ознаки можливої стабілізації

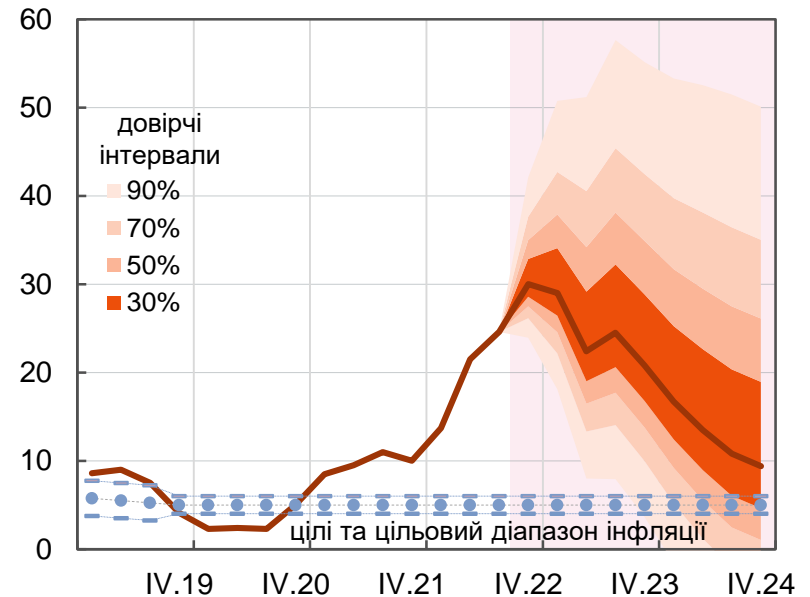
Збереження ключової ставки на поточному рівні сприятиме зниженню інфляційного тиску у наступні роки...

Облікова ставка, %*



* середнє за квартал

ІСЦ, річна зміна, %**

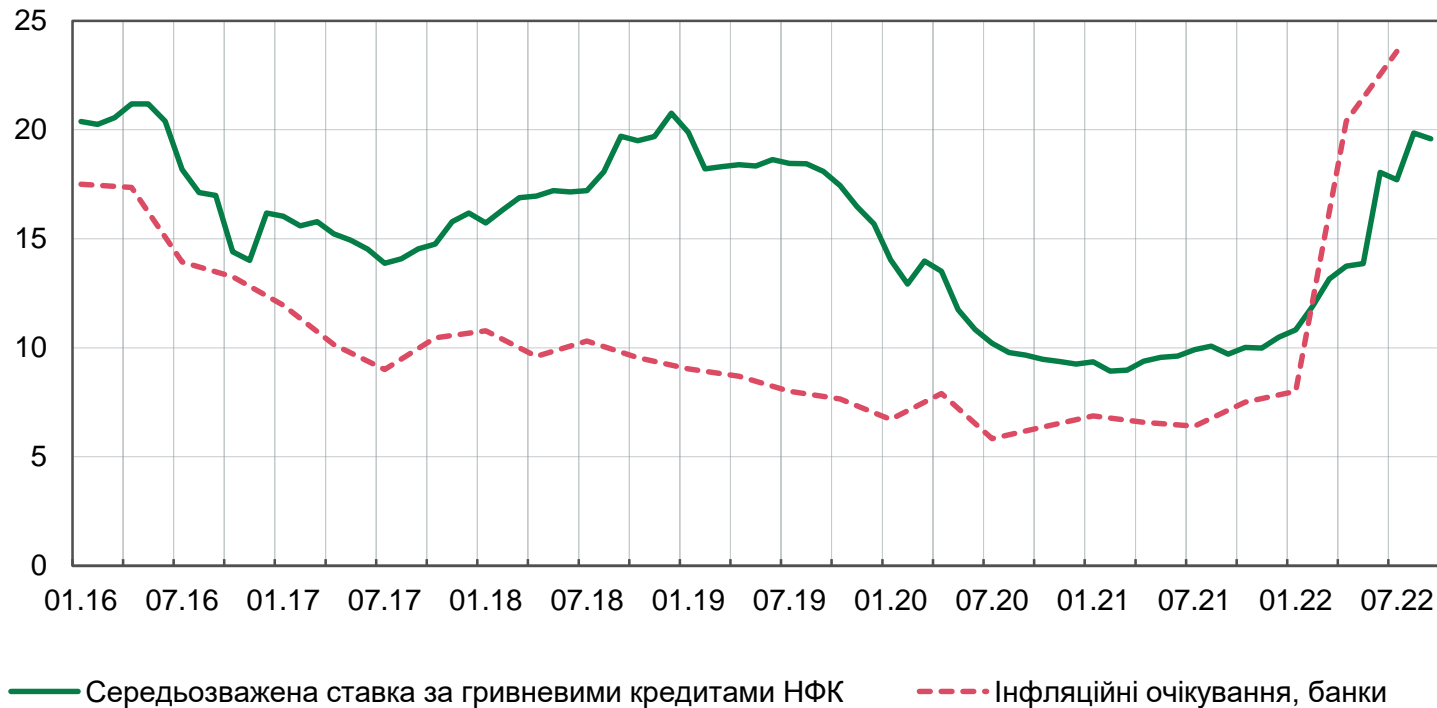


** на кінець кварталу

- У 2022 році зростання споживчих цін сягне близько 30%, однак в наступні роки відчутно сповільниться завдяки зниженню безпекових ризиків і виваженій монетарній та бюджетній політикам
- Очікується, що облікова ставка утримуватиметься на поточному рівні щонайменше до другого кварталу 2024 року
- Курсова стабільність, підтримана високим рівнем облікової ставки і додатковими заходами НБУ, і надалі сприятиме збереженню керованості інфляційних процесів

...а зниження інфляції і невизначеності підтримає зниження відсоткових ставок для бізнесу

Середньозважені ставки за гривневими кредитами НФК та інфляційні очікування банків, %



Національний банк залишається відданим принципам інфляційного таргетування

- НБУ зобов'язується повернутися до режиму інфляційного таргетування з плаваючим курсоутворенням у міру нормалізації функціонування економіки та фінансової системи
- НБУ прагнучиме до якнайшвидшої **повної відмови від фінансування дефіциту державного бюджету**

Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану

НБУ поступово скасує адміністративні обмеження на валютні операції у міру поліпшення стану платіжного балансу

НБУ повернеться до здійснення валютних інтервенцій з урахуванням завдань та принципів, закріплених у Стратегії валютних інтервенцій НБУ

НБУ відновить прогностичний цикл і повернеться до публікації Інфляційного звіту з макроекономічним прогнозом

НБУ повернеться до традиційного формату застосування ключової ставки як основного інструменту грошово-кредитної політики

НБУ здійснюватиме гнучку адаптацію операційного дизайну МП з урахуванням структурної позиції ліквідності банківської системи

НБУ згорне екстрені заходи підтримки банків



ВИКОНАНО

**ЧАСТКОВО
ВИКОНАНО**