



Національний
банк України

Адаптація економіки України та монетарної політики НБУ до умов повномасштабної війни

Володимир Лепушинський

Директор Департаменту монетарної політики та
економічного аналізу

26 квітня 2024 року



Головне

- ❑ **Інфляція помірно прискориться в 2024 році, а надалі закріпиться у цільовому діапазоні 5% ± 1 в. п.** НБУ, як і раніше, прогнозує помірне пришвидшення інфляції у 2024 році – до 8,2%. Однак уже наприкінці 2025 року вона сповільниться до 6%, а у 2026 – до 5%. Цьому сприятимуть поступова нормалізація умов для функціонування економіки, послаблення зовнішнього інфляційного тиску та послідовна монетарна політика НБУ
- ❑ **Відновлення економіки триватиме, хоча буде стриманим.** У I кварталі 2024 року, за оцінками НБУ, зростання реального ВВП було слабшим, ніж очіувалося. Вплинули стримані бюджетні видатки в умовах невизначеності із надходженням зовнішнього фінансування, й додатково – наслідки блокади західного кордону. Прогноз зростання ВВП дещо погіршено через наслідки масштабних атак росії на енергетичну інфраструктуру України. Очікується, що економіка зросте на 3% у 2024 році та на 4,5-5% у 2025-2026 роках
- ❑ **У 2024 році Україна розраховує отримати 38 млрд дол. США зовнішньої бюджетної допомоги.** Завдяки цьому міжнародні резерви залишатимуться на високому рівні. Наразі їх обсяг – близько 44 млрд дол. США. Завдяки підтримці партнерів та посиленню стійкості державних фінансів буде змога й надалі забезпечувати макрофінансову стабільність, необхідну для сталого відновлення економіки
- ❑ Ураховуючи баланс ризиків, а також сприятливі макрофінансові тенденції, зокрема кращу інфляційну динаміку, Правління НБУ вирішило знизити з 26 квітня 2024 року облікову ставку на 1 в. п. – до 13,5% **НБУ убачає певний простір для подальшого пом'якшення процентної політики за умови збереження сприятливих макрофінансових тенденцій**
- ❑ Ураховуючи достатньо комфортний рівень міжнародних резервів, контрольовану ситуацію на валютному ринку та очікування щодо подальшого надходження міжнародної допомоги, НБУ готує низку кроків з валютної лібералізації в найближчі тижні

Економіка в I кварталі 2024 року зростала слабше, ніж раніше очікувалося, передусім через обмежені можливості бюджету

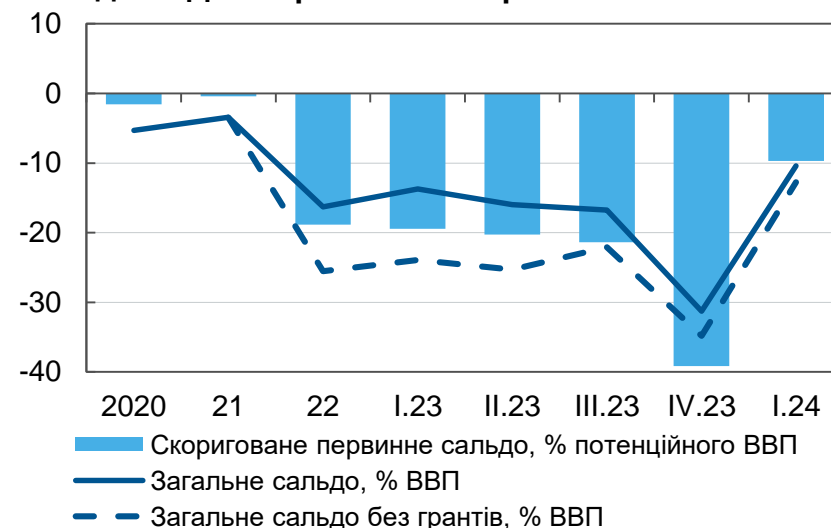
Зміна реального ВВП, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- У 2023 році м'яка фіскальна політика була одним з визначальних чинників зростання економіки:
 - частка споживання СЗДУ збільшилася до рекордних 42% (17.7% у 2021 році)
 - зростання інвестицій сягнуло небачених раніше 53% у реальному вимірі
- Стимулюючою бюджетна політика залишалася й у I кв. 2024 року, проте вона була значно стриманішою, ніж у попередні періоди, через невизначеність щодо міжнародної допомоги
- Додатковим чинником була блокада західного кордону, яка стримувала окремі види діяльності, залежні від імпорту товарів проміжного та кінцевого споживання

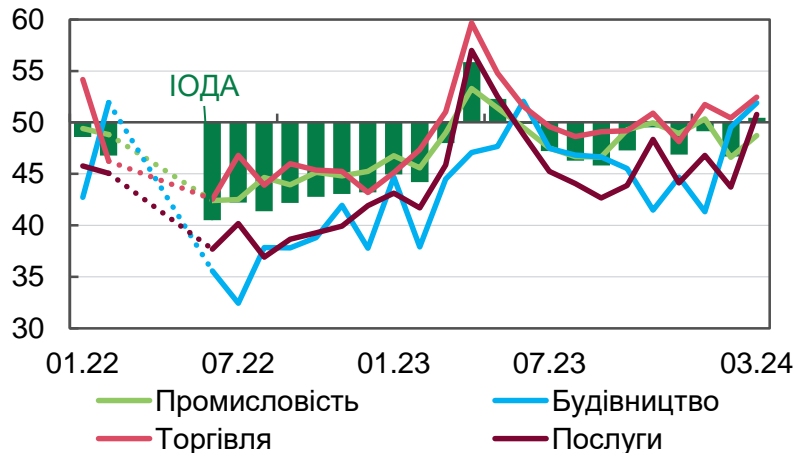
Сальдо СЗДУ* за різними вимірами



* Загальне сальдо – сальдо зведеного бюджету з урахуванням позичок з ЄКР, наданих ПФ. Циклічно скориговане первинне сальдо – різниця між с/с доходами, у структурі яких податкові надходження коригуються на циклічні зміни ВВП, та с/с первинними видатками. З доходів вираховано одноразові надходження. Від'ємне значення означає м'яку політику. I.24 – оперативні дані.
Джерело: ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

Ділові настрої поліпшувалися протягом кварталу, зокрема завдяки стабільній роботі морського коридору і теплій погоді

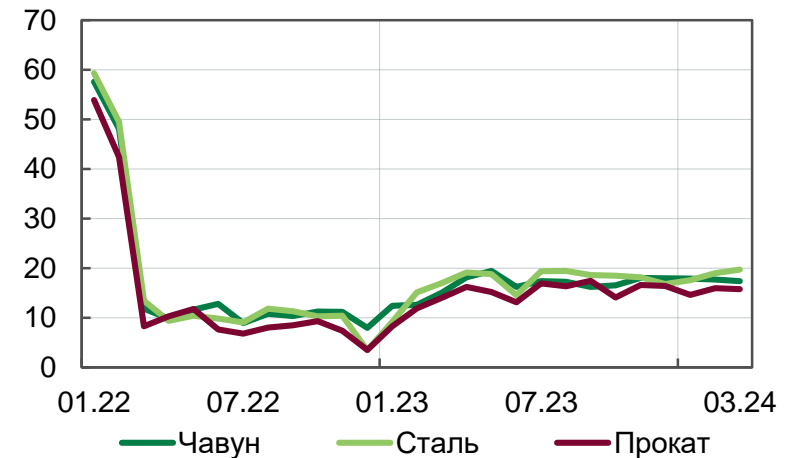
Індекс очікувань ділової активності (ІОДА), с/с, п.



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

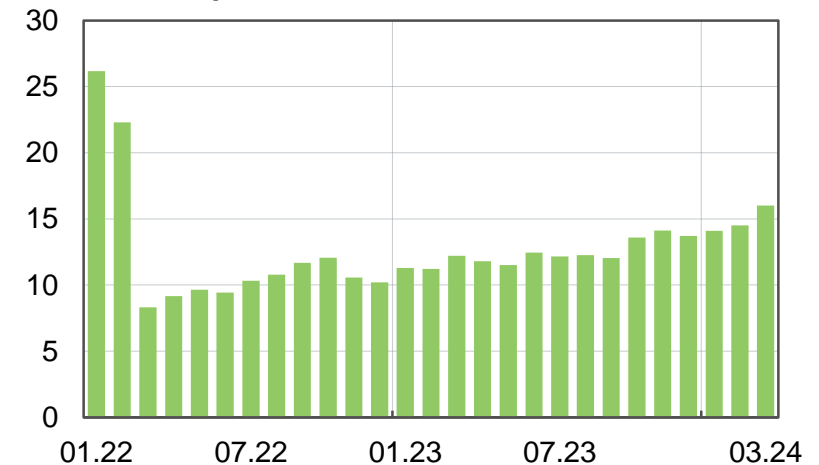
- ІОДА у березні свідчив про подальше відновлення економічної активності
- На тлі сприятливої погоди активізувалося будівництво та рослинництво
- Підтримувала зростання економіки стабільна робота морського коридору:
 - низка металургійних підприємств у березні проводили ремонт обладнання, у тому числі з огляду на плани збільшити завантаження гірничого та металургійного підрозділів
 - залізничні перевезення вантажів зросли на 31% р/р та на 10% м/м відносно попереднього місяця, зокрема й завдяки довозенню та перевалці вантажів до портів

Середньодобове виробництво сталі, чавуну, прокату, тис. т



Джерело: Укрметалургпром.

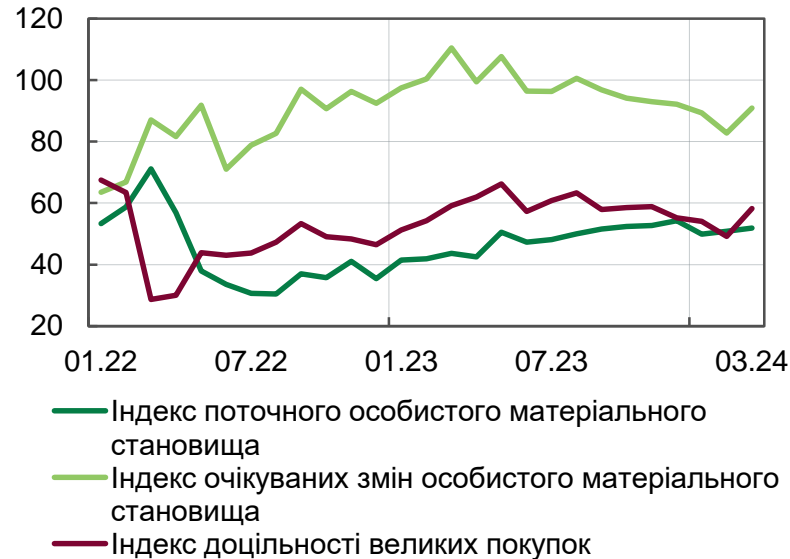
Вантажні перевезення залізницею, млн т



Джерело: ДССУ, Rail.insider, УЗ.

Стійкою залишалися споживча та торгівельна активність...

Компоненти індексу споживчих настроїв, п.



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

Джерело: Info Sapiens.

Перша реєстрація легкових автомобілів, тис. од.

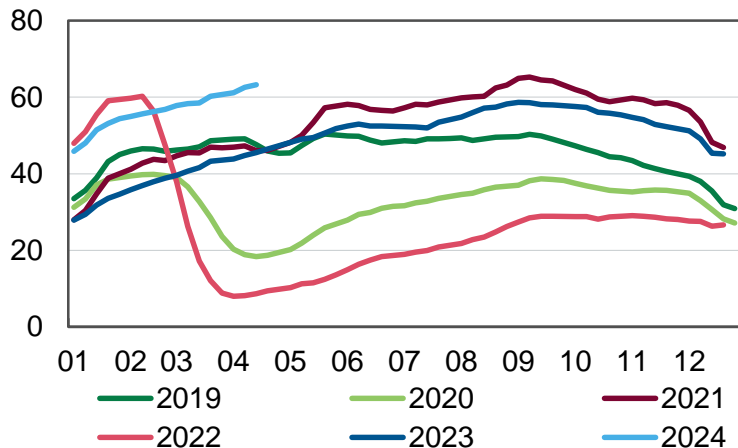


Джерело: Укравтопром.

- У березні поліпшилися й споживчі настрої. Це підтримало подальше зростання споживчого попиту та роздрібну торгівлю, зокрема [відкриття нових магазинів](#) та [повернення іноземних мереж одягу](#) у квітні; низка мереж [автоматизують бізнес-процеси](#) для пом'якшення проблеми браку працівників
- Надалі [тривало зростання продажів нових легкових авто](#) (на 17.5% м/м та на 49% р/р)

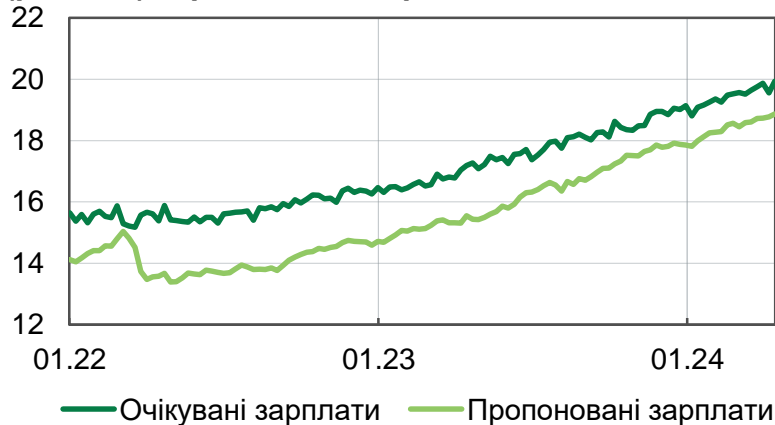
... завдяки поступовому поліпшенню зайнятості та зростанню зарплат

Кількість нових вакансій, чотиритижнева плинна, тис.



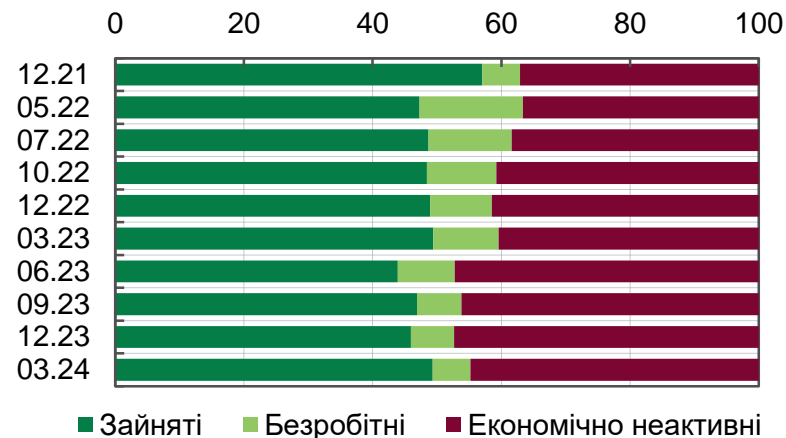
Джерело: work.ua, розрахунки НБУ.

Середня пропонована (вакансії) та очікувана (резюме) зарплата, тис. грн



Джерело: work.ua.

Структура опитаних за статусом зайнятості, % відповідей

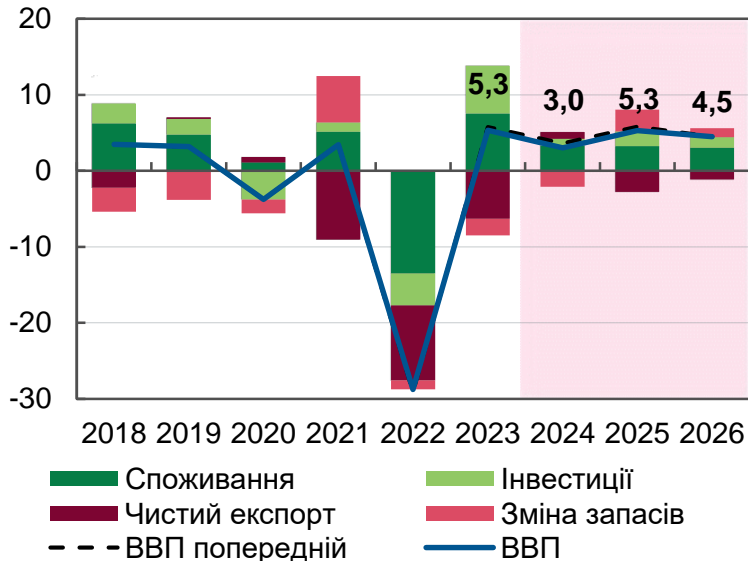


Джерело: InfoSapiens.

- Зростання кількості нових вакансій на сайтах пошуку роботи свідчить про стійкий попит на робочу силу на початку 2024 року
- Кількість резюме на сайтах пошуку роботи надалі скорочувалася. Це може бути наслідком як відновлення зайнятості, так і обмеженої пропозиції робочої сили, у тому числі через мобілізацію та подальшу міграцію
- Стійкий попит на робочу силу в умовах обмеженої пропозиції та браку кваліфікованих кадрів супроводжується зростанням заробітних плат. Додатковий чинник – підвищення МЗП

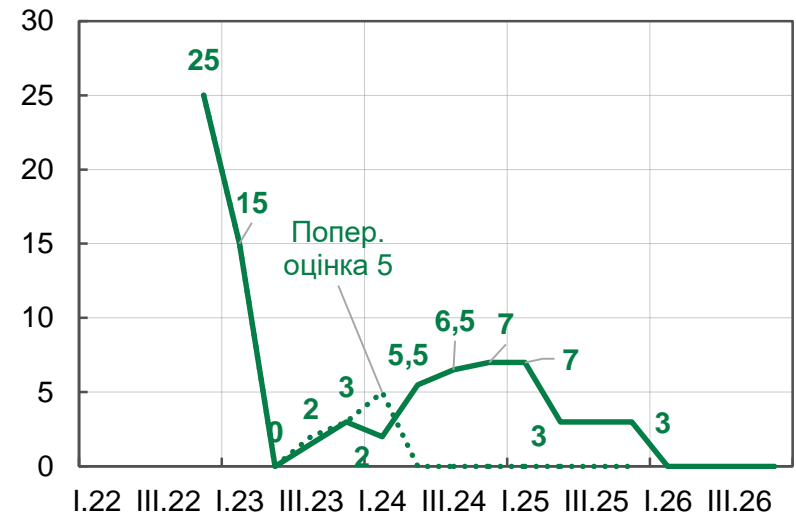
У 2024-2025 роках економіка надалі зростатиме по 3-5% на рік завдяки продемонстрованій адаптивності

Реальний ВВП, внески компонентів, в.п.



Джерело: розрахунки НБУ.

Дефіцит потужностей в енергосистемі, %

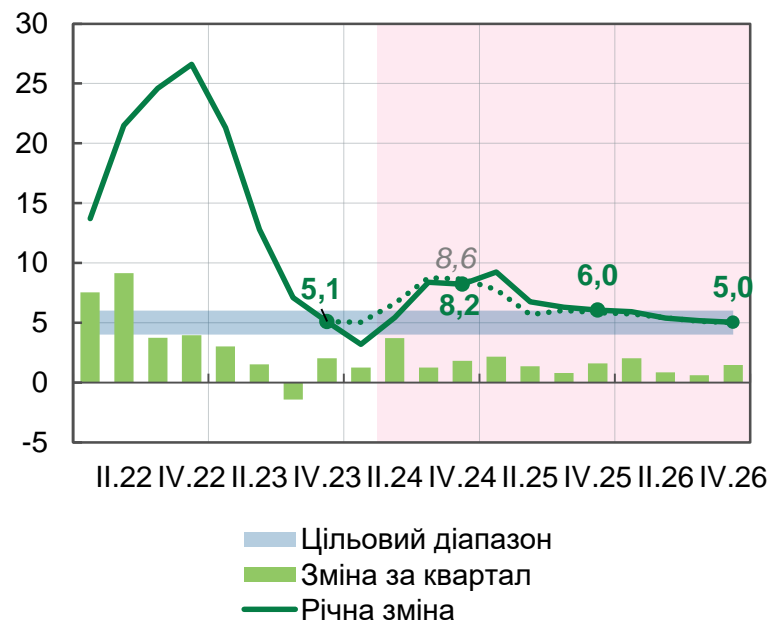


Джерело: розрахунки НБУ.

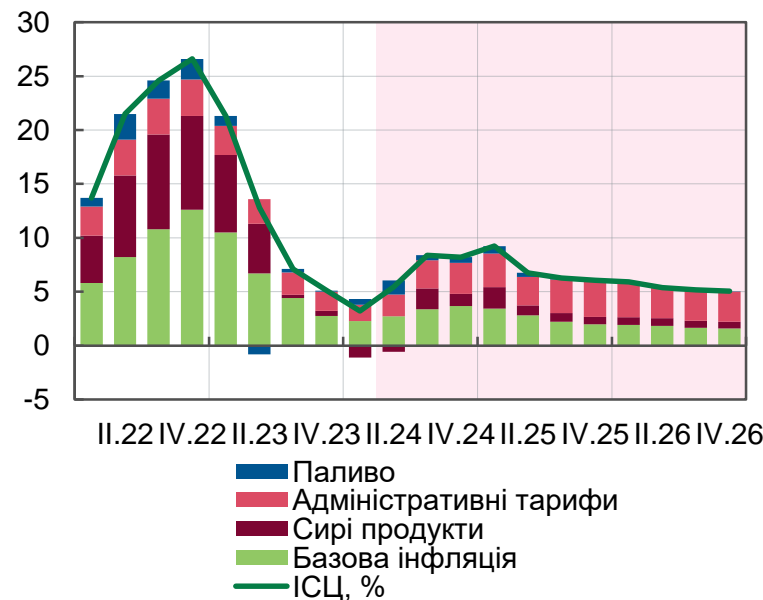
- **Оцінку зростання реального ВВП на 2024-2025 роки погіршено** через вищий дефіцит е/е та повільніше зростання світової торгівлі
- **Підтримуватимуть економічне відновлення** м'яка фіскальна політика, поживавлення зовнішнього попиту та подальша розбудова експортних шляхів, а також зростання доходів домогосподарств
- Поступове зниження безпекових ризиків та енергодефіциту, очікуване підвищення споживчих та інвестиційних настроїв, а також заходи з євроінтеграції **зумовлять прискорення зростання економіки до 5% у 2025 році**
- **Однак реальний ВВП все ще не наблизиться до свого потенційного рівня**

Інфляція тимчасово прискориться через тиск витрат бізнесу та ефекти бази порівняння, проте надалі повернеться до цілі

Інфляція, р/р, %



Внески в річну зміну ІСЦ, в.п



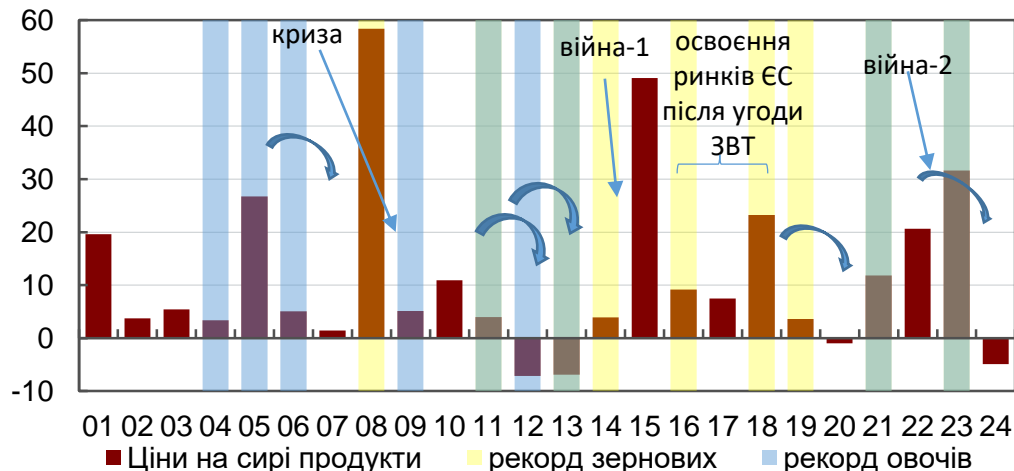
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **Інфляція продовжила стрімко знижуватися** завдяки високій пропозиції продуктів харчування під впливом надсприятливих погодних умов попереднього періоду, поліпшенню інфляційних очікувань, стабільності на валютному ринку, зниженню світової інфляції. Завдяки впливу цих чинників інфляція в найближчі місяці буде низькою.
- **З середини 2024 року очікується тимчасове прискорення інфляції** через низьку базу порівняння, зростання витрат бізнесу (зокрема з боку заробітних плат), прискорення адміністративної інфляції
- **Проте до кінця 2025 року інфляцію вдасться повернути в цільовий діапазон та довести до цілі наприкінці 2026 року** засобами монетарної політики на тлі покращення безпекової ситуації та подальшого зниження світової інфляції

Стрімке зниження цін на сирі продукти в річному вимірі у березні 2024 року – лише третій випадок за останні 25 років

Ціни на сирі продукти у березні, % р/р



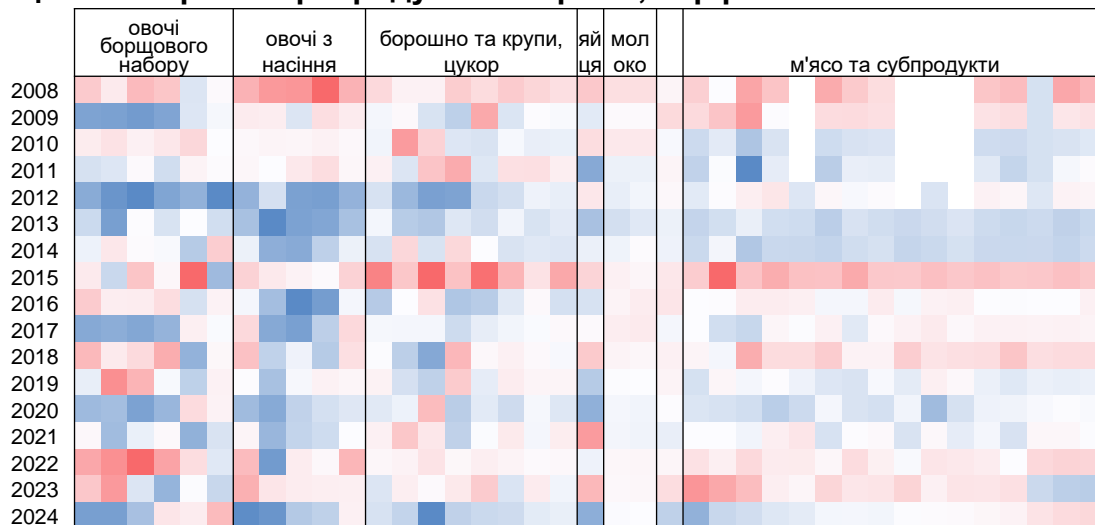
Врожаї 2023 року, як зернових, так і овочів відображено як рекорд у розрахунку на одну особу.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- Певна унікальність ситуації 2024 року пов'язана з рекордними врожаями зернових та овочів у розрахунку на одну особу
- Також мали внесок значні обсяги запасів у 2022-2023 роках через рекордний врожай 2021 року та обмежені можливості його вивезення у 2022 році

- У березні 2024 року ціни на сирі продукти знизилися на 4.9% р/р. Глибше зниження фіксувалося лише в березні 2012 та 2013 років
- Ціни на сирі товари є дуже мінливими та залежать переважно від ситуативних чинників, таких як погода. Так, у 2012 та 2013 роках зниження цін на ці товари відбувалося під впливом рекордних врожаїв зернових та овочів кілька років поспіль. Додатковим чинником була стагнація економіки

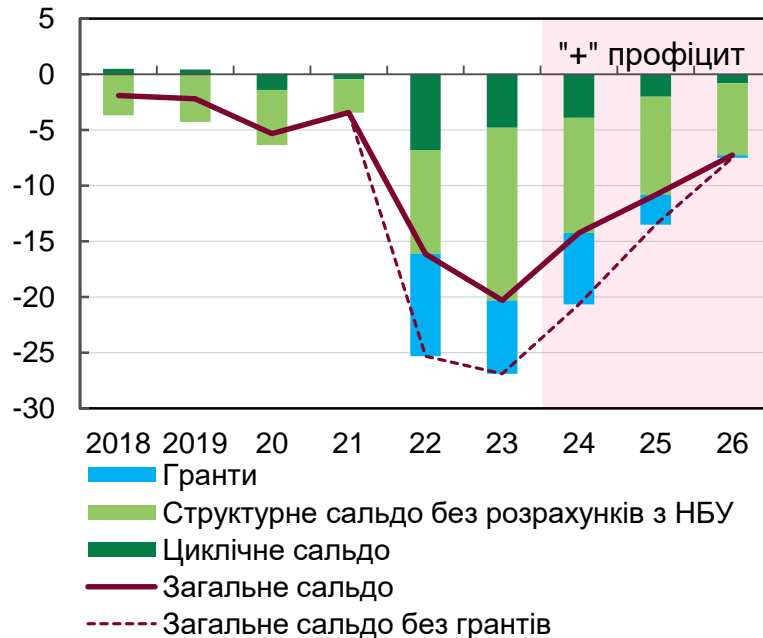
Ціни на окремі сирі продукти в березні, % р/р



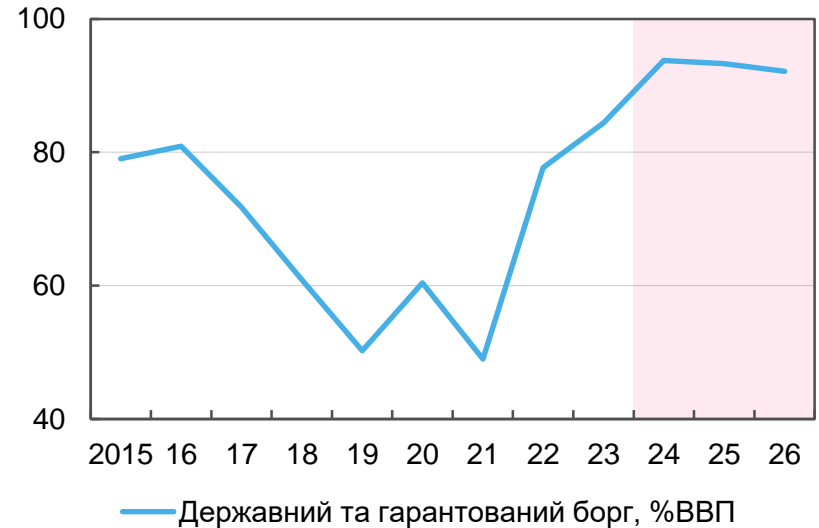
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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

Сальдо зведеного бюджету, % ВВП



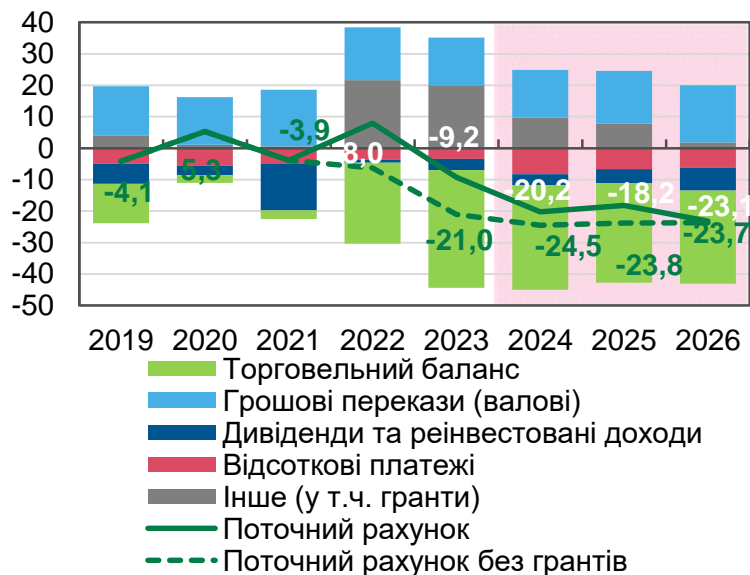
Державний та гарантований борг до ВВП, %



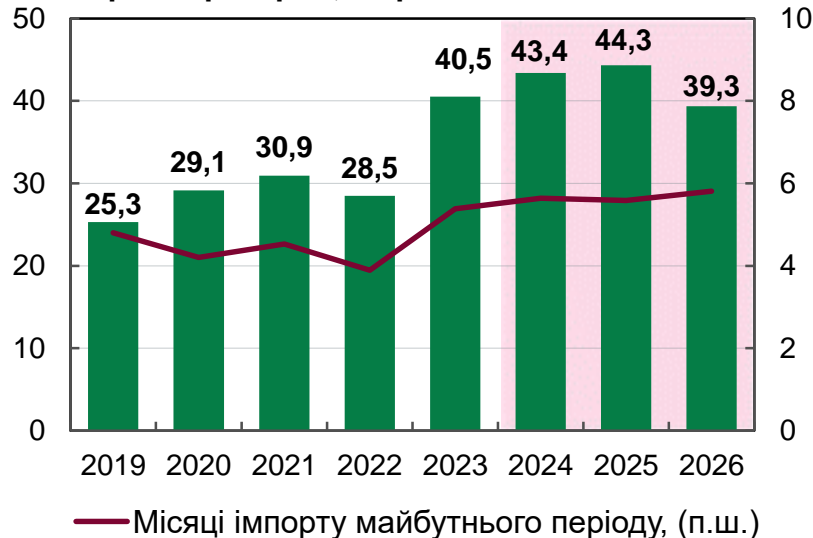
- У 2023 році дефіцит бюджету розширився, попри поліпшення стану доходів. Через більші витрати на оборону та безпеку дефіцит сягнув майже 27% ВВП.
- Попри поступову фіскальну консолідацію, дефіцит бюджету надалі залишатиметься значним у зв'язку з високими оборонними видатками, а також через потреби відбудови та соціальної підтримки. Він фінансуватиметься за рахунок міжнародної допомоги (яка, утім, поступово зменшуватиметься) та внутрішніх залучень
- Рівень відношення боргу до ВВП помірно зростає унаслідок значних бюджетних потреб

Дефіцит торгівлі у 2024-26 роках зростатиме, проте все ще залишатиметься значним через стійкий попит на імпорт

Поточний рахунок, млрд дол США

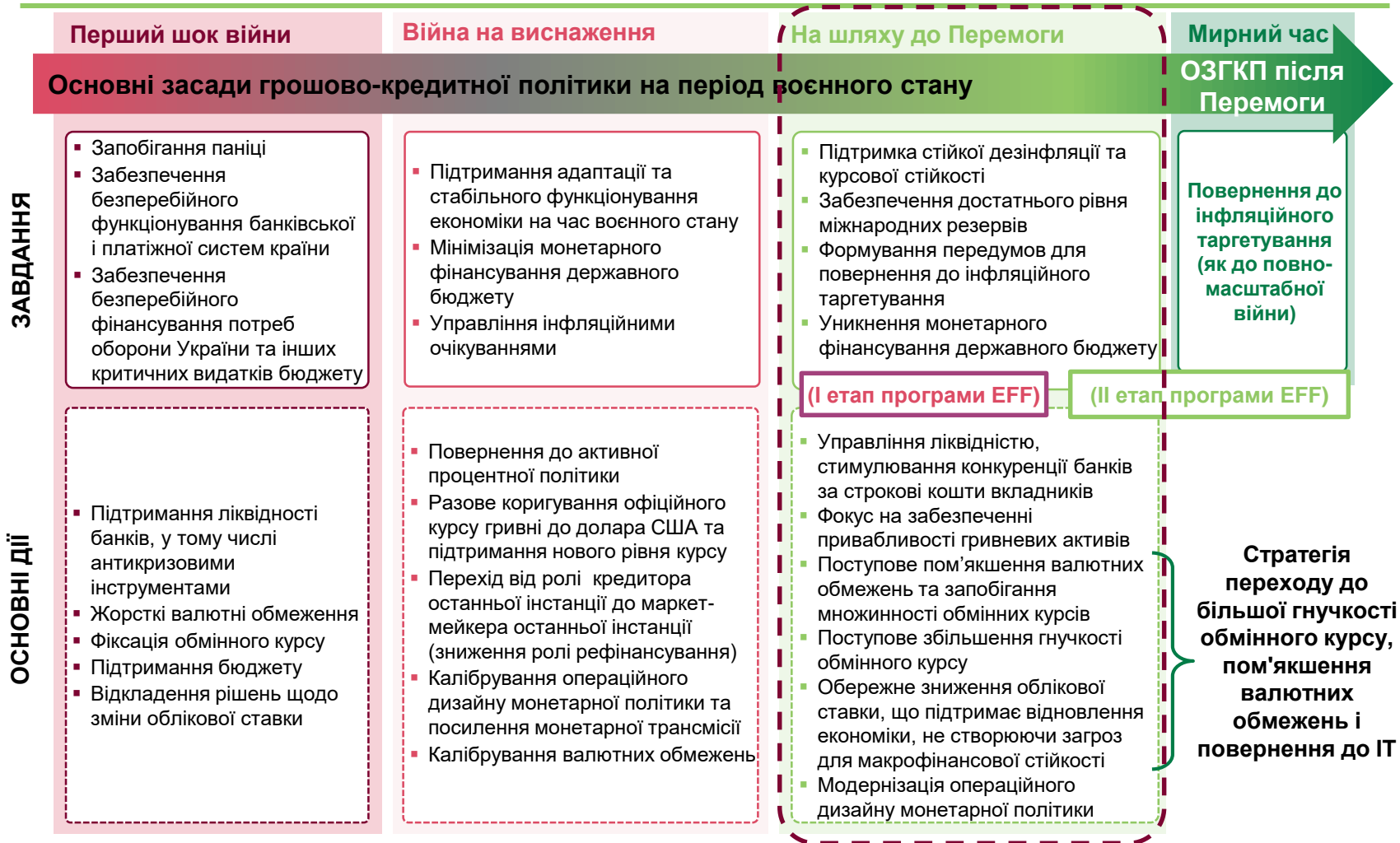


Міжнародні резерви, млрд дол США



- **Експорт продовольства та продукції ГМК** поступово відновлюватиметься завдяки стабільному функціонуванню морського шляху
- Проте **високий внутрішній попит** на тлі обмеженого вітчизняного виробництва, а також закупівля електроенергії спричинена руйнуванням енергетичної інфраструктури **стимулюватимуть імпорт**
- **Міжнародні резерви** залишатимуться високими завдяки зовнішній фінансовій допомозі, що дасть змогу робити подальші кроки з валютної лібералізації. Це сприятиме надходженню приватного капіталу у майбутньому





Національний банк продовжив здійснювати кроки на шляху до інфляційного таргетування з плаваючим курсом...



НБУ, як тільки умови сприятимуть, має повернутися до інфляційного таргетування з плаваючим обмінним курсом, як до режиму, що дає змогу одночасно забезпечувати в тривалій перспективі досягнення цілей ЦБ з цінової та фінансової стабільності, а також підтримки стійкого економічного зростання

... для цього сформувалися і підтримуються відповідні передумови

Згідно зі [Стратегією*](#), оцінка формування належних передумов для подальших кроків її реалізації ґрунтуватиметься на результатах аналізу розвитку таких ключових параметрів:

| | |
|---|---|
|  Інфляція та інфляційні очікування | <ul style="list-style-type: none">▪ Споживча інфляція стало знижується стрімкіше за прогноз▪ Базова інфляція теж сповільнюється доволі близько до прогнозованої траєкторії НБУ▪ Інфляційні очікування продовжують покращуватися |
|  Процентні ставки у реальному вимірі та привабливість гривневих інструментів | <ul style="list-style-type: none">▪ Реальні ставки за строковими гривневими інструментами залишаються високими → обсяги гривневих строкових депозитів та ОВДП в портфелях ФО зростають |
|  Рівень міжнародних резервів і стійкість валютного ринку | <ul style="list-style-type: none">▪ Ситуація на валютному ринку залишається стійкою▪ Міжнародні резерви перебувають на достатньо високому рівні |
|  Параметри фінансової стабільності | <ul style="list-style-type: none">▪ Банківська система і далі стабільно функціонує, попри виклики повномасштабної війни |

Зокрема НБУ продовжив пом'якшувати валютні обмеження та процентну політику

Облікова ставка, %



Із жовтня 2023 року валютний ринок функціонує в режимі керованої гнучкості обмінного курсу

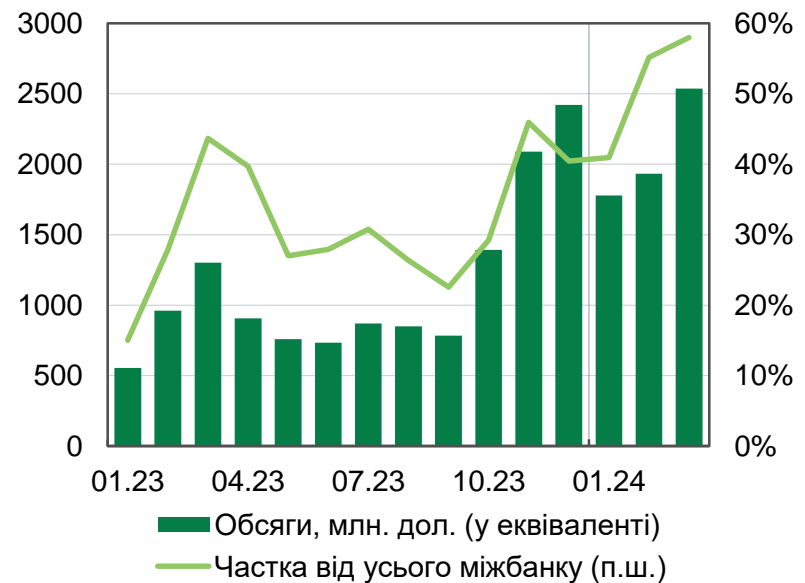
Офіційний курс гривні до долара та чистий продаж валюти* НБУ за тиждень



* На дату укладання.

Джерело: НБУ.

Обсяги операцій між банками (без НБУ) на валютному ринку

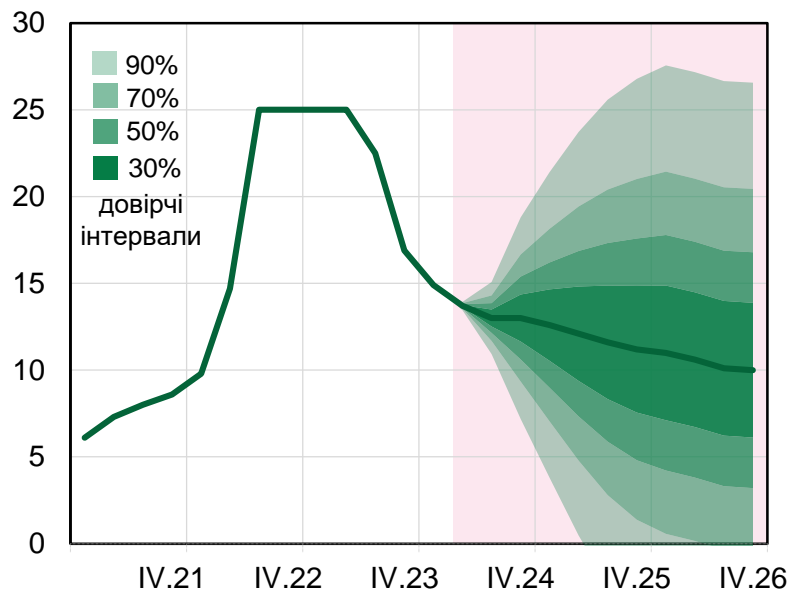


Джерело: НБУ.

- НБУ зберігає активну присутність на валютному ринку, **компенсуючи структурний дефіцит валюти та згладжуючи надмірні коливання курсу**. Це сприяє двостороннім помірним коливанням обмінного курсу під впливом змін ринкової кон'юнктури
- Перехід до керованої гнучкості посилив стійкість валютного ринку до ситуативних чинників. Так зросла його глибина – обсяги операцій банків без участі НБУ в березні були більш ніж у 3 рази вищими, ніж за фіксованого курсу, а різниця між готівковим та офіційним курсом і надалі залишалася на низькому рівні

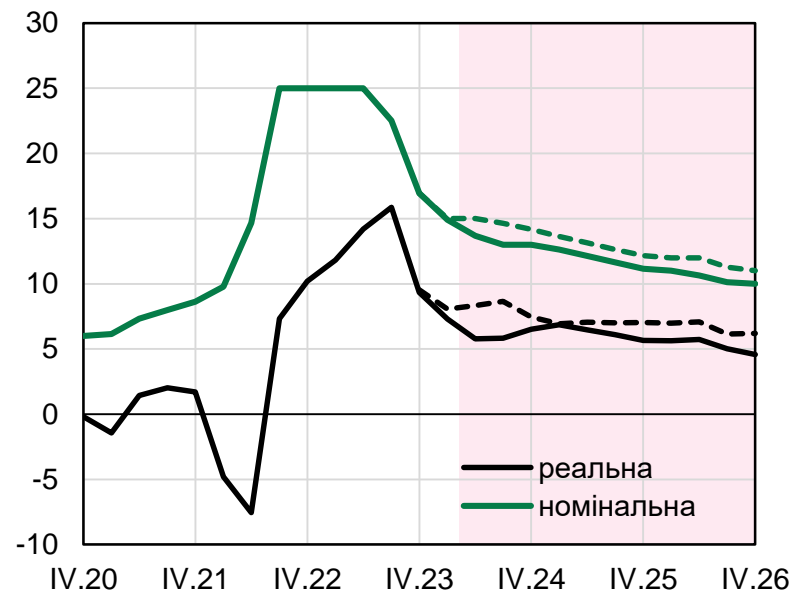
За збереження сприятливих макрофінансових тенденцій можливе подальше пом'якшення процентної політики

Облікова ставка, %*



* середнє за квартал

Облікова ставка, реальна %*

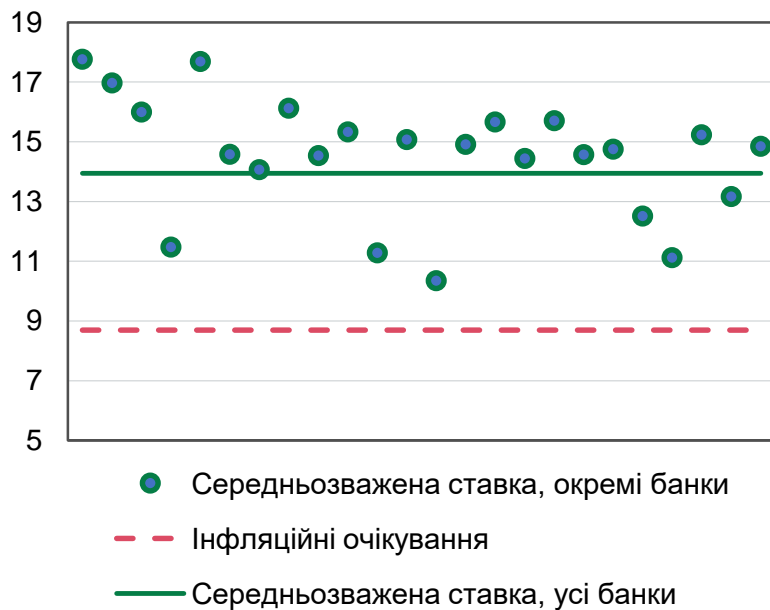


* в середньому за квартал

- **Зниження інфляції на початку 2024 року**, краща ситуація на валютному ринку і вищі резерви створюють простір для швидшого зниження ставки
- Де-факто пом'якшення процентної політики буде ще суттєвішим, ніж припускалося у січні за рахунок зниження ставок за 3-місячними ДС
- **Подальше пом'якшення процентної політики узгоджуватиметься із підтриманням курсової стійкості та помірної інфляції**
- **Навіть в умовах зниження ключової ставки вона залишатиметься високою у реальному вимірі**

Гривневі активи й надалі забезпечуватимуть захист заощаджень від інфляційного знецінення

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

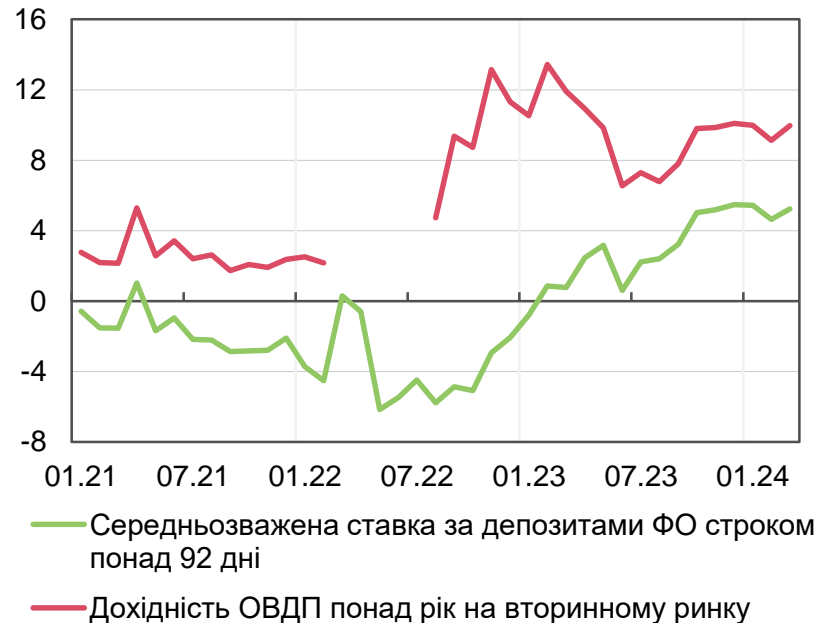


* Банки, залишки гривневих строкових депозитів ФО яких станом на 01.04.2024 перевищували 1 млрд грн (згідно із оперативної статистики).

** Відповідно до березневого опитування ДГ.

Джерело: НБУ, Info Sapiens.

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



* Дефльовані на інфляційні очікування ДГ на наступні 12 місяців.

Джерело: розрахунки НБУ.

Баланс ризиків прогнозу зміщений у бік погіршення темпів економічного зростання та посилення цінового тиску

| | | Ймовірність настання ризику | | |
|------------------------------------|----------|-----------------------------|--|---|
| | | Низька <15% | Середня 15%–25% | Висока 25%–50% |
| Ступінь впливу на базовий сценарій | Слабкий | | Загострення ситуації в Червоному морі | |
| | Помірний | | Посилена еміграція Інтенсивніше та триваліше блокування кордонів з окремими країнами ЄС для вантажних перевезень | |
| | Сильний | | Швидка реалізація масштабного плану відбудови України Нижчі обсяги чи неритмічні надходження міжнародної допомоги | Триваліший термін війни, ескалація, еко-тероризм окупантів Більші бюджетні потреби Більші пошкодження енергетичної та портової інфраструктури |



Національний
банк України

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