



Національний
банк України

Інфляційний звіт (січень 2024)

Київ

6 лютого 2024 року



Головне: монетарні рішення

- **Правління НБУ ухвалило рішення зберегти облікову ставку на рівні 15%**, ураховуючи очікуване пришвидшення інфляції у 2024 році та зміщений вгору баланс ризиків. Це рішення узгоджується з необхідністю подальшого підтримання курсової стійкості, збереження помірної інфляції у 2024 році та її приведення до цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п. на горизонті монетарної політики
- **Заходи процентної політики НБУ націлені на втримання привабливості гривневих інструментів**, що обмежуватиме попит на валютному ринку та сприятиме виконанню завдання НБУ із забезпечення курсової стійкості. Крім того, НБУ зберігатиме активну присутність на валютному ринку та згладжуватиме надмірні курсові коливання у межах режиму керованої гнучкості курсу
- **Базовий сценарій прогнозу НБУ**, у припущення якого закладається отримання достатнього обсягу міжнародного фінансування та зниження безпекових ризиків із наступного року, **передбачає незначне зниження облікової ставки з другої половини 2024 року**
- **Водночас НБУ адаптуватиме монетарну політику в разі зміни балансу ризиків для інфляції та курсової стійкості**. Подальші рішення щодо облікової ставки залежатимуть від динаміки інфляції, стану валютного ринку, ритмічності надходження міжнародної допомоги, зміни безпекових ризиків та інших чинників

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
- **Міжнародна фінансова підтримка України зберігатиметься у достатніх**, хоча й менших обсягах. Це дасть змогу:
 - утримувати міжнародні резерви на високому рівні (37-42 млрд дол.) та забезпечувати курсову стійкість
 - разом із внутрішніми залученнями профінансувати все ще значні потреби уряду
- **Інфляція залишатиметься помірною та відносно близькою до цільового рівня:**
 - Із середини 2024 року інфляція дещо пришвидшиться через вичерпання ефектів минулорічних врожаїв, а також подальше відновлення споживчого попиту, перенесення на ціни витрат бізнесу, зокрема через підвищення ЗП та усе ще високі безпекові ризики. Однак інфляція залишиться помірною (8.6% на кінець року), зокрема завдяки заходам НБУ із забезпечення курсової стійкості та привабливості гривневих активів
 - У 2025 році інфляція повернеться до цільового діапазону, сповільнившись до 5.8% на кінець року, а в 2026 році – до цілі 5%
- **Відновлення економіки триватиме й надалі:**
 - У 2024 році ВВП зросте на 3.6%. Нижчі темпи ніж торік пояснюються очікуваним зменшенням врожаїв та посиленням диспропорцій на ринку праці в умовах війни
 - У 2025–2026 роках зростання економіки пришвидшиться до 4–6% на рік. У післявоєнний час м'яка фіскальна політика й надалі підтримуватиме економіку, водночас дефіцит бюджету суттєво скоротиться завдяки зміцненню внутрішньої ресурсної бази

Макроекономічний прогноз та його припущення

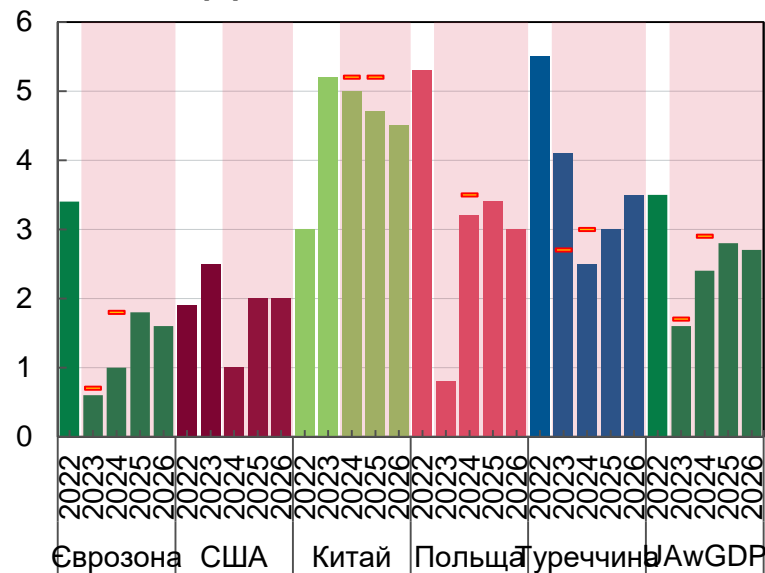
Прогноз	2023	2024	2025	2026
Реальний ВВП, зміна, %	5.7 (4.9)	3.6 (3.6)	5.8 (6.0)	4.5
ІСЦ, зміна, % (на кінець року)	5.1 (5.8)	8.6 (9.8)	5.8 (6.0)	5.0
Базовий ІСЦ, зміна, % (на кінець року)	4.9 (5.7)	6.4 (8.6)	3.1 (3.0)	2.9
Сальдо поточного рахунку, млрд. \$	-9.7 (-7.3)	-16.9 (-11.0)	-19.8 (-17.6)	-23.8
Міжнародні резерви, млрд. \$	40.5 (41.8)	40.4 (44.7)	42.1 (45.0)	36.9
Дефіцит бюджету, % ВВП (без грантів)	27.1 (28.7)	20.7 (20.3)	13.5 (13.3)	7.5

У дужках - попередній прогноз (жовтень 2023)

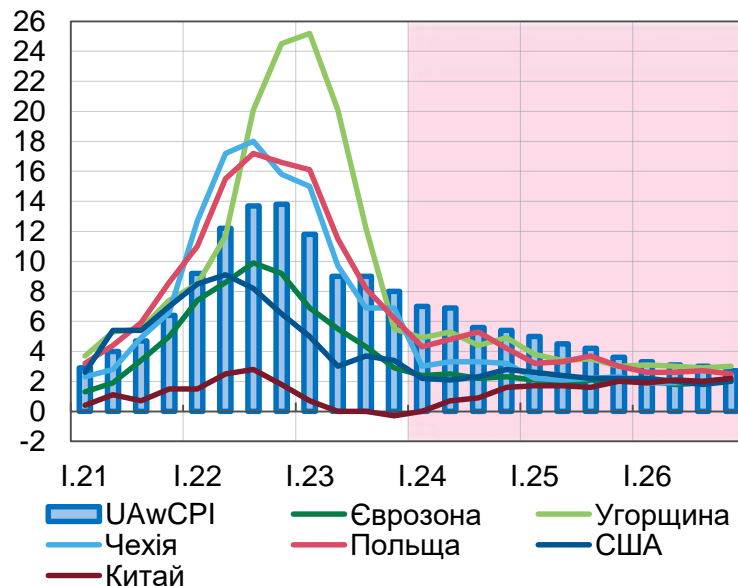
Припущення прогнозу		2023*	2024	2025	2026
Повна доступність портів Чорного моря		-	-	+	+
Офіційне фінансування	млрд дол.	42.9	37.4	25.1	12.6
Міграція (сальдо, "+" - чисте повернення)	млн осіб	-0.2	-0.1	0.4	0.8
Реальний ВВП країн - ОТП України (UAWGDP)	% р/р	1.6	2.4	2.8	2.7
Споживча інфляція в країнах - ОТП України (UAWCPI)	% р/р	8.0	5.4	3.6	2.7
Світові ціни:**					
Сталь, Steel Billet Exp FOB Ukraine	дол./т	539.7	541.4	497.2	493.7
Залізна руда, China import Iron Ore Fines 62% FE	дол./т	120.6	95.5	75.2	73.9
Пшениця, No.1 Hard Red Winter, ordinary protein, Kansas City	дол./т	274.4	253.3	254.7	253.1
Кукурудза, Yellow #2 Delivery USA Gulf	дол./т	252.7	222.2	215.8	223.3
Нафта, Brent	дол./бар.	82.6	85.3	74.7	73.1
Газ, Netherlands TTF	дол./тис. м ³	465.6	461.6	411.8	361.5
Обсяги транзиту газу	млрд м ³	15.0	15.0	0.0	0.0
Урожай зернових та зернобобових	млн т	60.1	56.1	58.6	61.0
Мінімальна зарплата**	грн	6700	7775	8370	8950

Основним зовнішнім припущенням є пожвавлення попиту з боку ОТП в умовах сповільнення інфляції

Реальний ВВП окремих країн – ОТП України та UAwGDP, % р/р



UAwCPI (середній за квартал) та ІСЦ окремих країн – ОТП України на кінець періоду, %, р/р



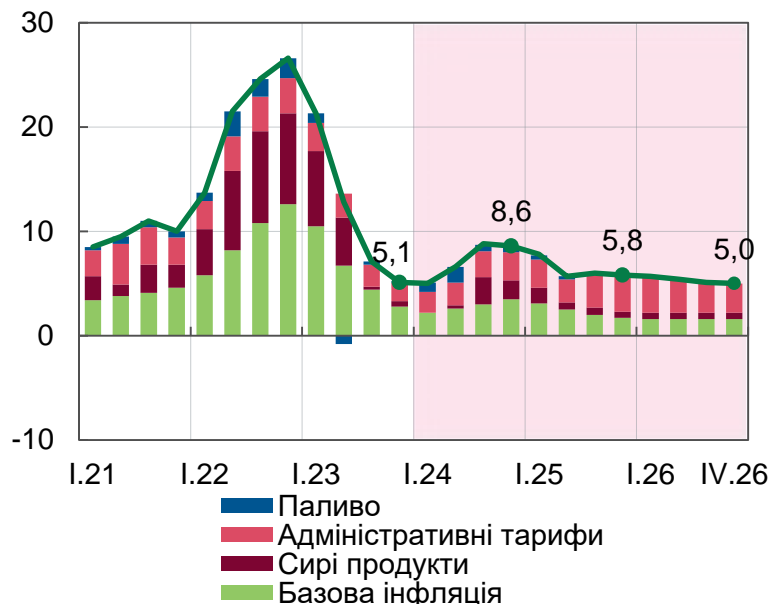
Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

- **Очікується, що економічне зростання країн – ОТП України у 2024-2026 роках поступово пожвавиться** завдяки активізації споживчого попиту та міжнародної торгівлі
- **Зовнішній інфляційний тиск поволі згасатиме** з огляду на тенденцію до зниження світових цін на товарних ринках та здешевлення вартості перевезень. Проте сповільнення базової інфляції буде стриманим, передусім через стійкі ринки праці. Це також буде основним ризиком збереження інфляції на високих рівнях
- **З огляду на стійкість інфляції світові фінансові умови залишатимуться жорсткими** на тлі все ще високих ставок провідних ЦБ попри їх очікуване зниження

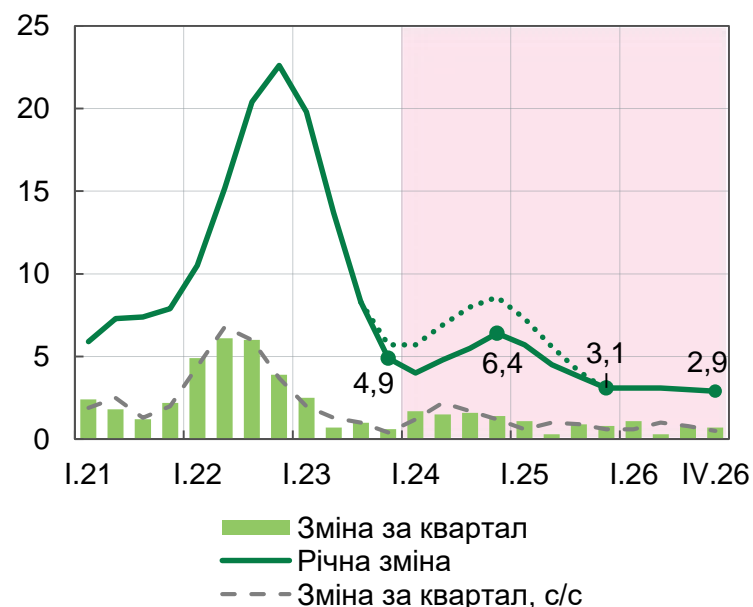
Інфляція з середини року тимчасово пришвидшиться, проте буде помірною і увійде в цільовий діапазон у 2025 році

Інфляція, р/р, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Базовий ІСЦ, р/р, %

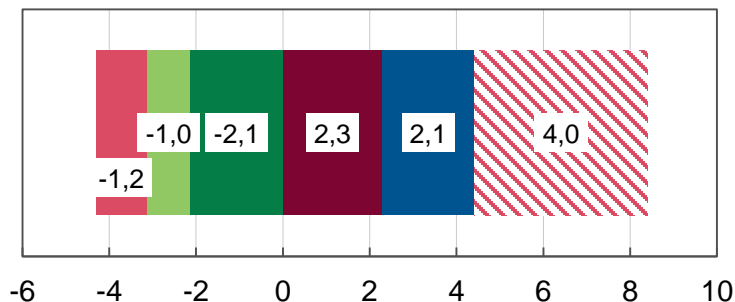


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **Інфляція залишатиметься близькою до 5% р/р у наступні місяці, проте з середини року тимчасово пришвидшиться.** Це зумовлюватиметься вичерпанням впливу надсприятливих погодних умов на пропозицію продовольства на тлі збереження тиску з боку витрат бізнесу, зокрема на оплату праці. Ці чинники разом із подальшим відновленням споживчого попиту підживлюватимуть фундаментальний інфляційний тиск. Однак, інфляція зберігатиметься помірною завдяки заходам монетарної політики, зокрема спрямованим на забезпечення курсової стійкості та привабливості гривневих активів
- **Після зниження безпекових ризиків у 2025 році інфляція поступово уповільниться, повернувшись до цільового діапазону** завдяки послідовним заходам монетарної політики, налагодженню логістики та послабленню зовнішнього інфляційного тиску

Вставка. Чинники, що зумовили досягнення інфляційної цілі у 2023 році

Декомпозиція відхилення інфляції від цілі в грудні 2023 року, в. п.



■ Врожай та логістика ■ Заходи МП
 ■ Попит та ринок праці ■ Світові ціни на енергоносії
 ■ Адміністративні рішення ■ Ринкові ціни на газ*

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

*Різниця між ринково обґрунтованими цінами на газ та тарифами для населення була компенсована мораторієм на підвищення тарифів на послуги ЖКГ.

- Зниженню інфляції сприяло **налагодження раніше перерваних ланцюгів постачання**, а також **рекордна врожайність**. Натомість, **м'яка фіскальна політика** та **диспропорції на ринку праці** посилювали інфляційний тиск
- **Адміністративні рішення**, а саме підвищення тарифів на е/е для населення, оподаткування пального та підвищення акцизів на тютюн підвищували інфляцію. **Зниження світових цін на нафту та газ** нівелювало ефект оподаткування пального та знижувало інфляцію через вторинні ефекти
- **Мораторій на підвищення тарифів на послуги ЖКГ** для населення стримував вплив досі **високих світових цін на газ**
- **Керований обмінний курс** та **інші заходи МП** стримували інфляцію

Порівняння значень окремих показників у 2022 та 2023 роках

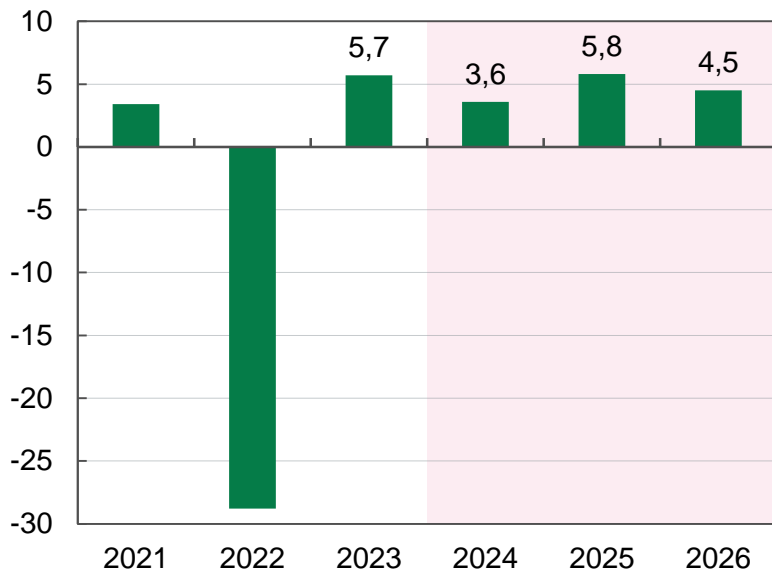
Показник	2022	2023
Ціна на нафту Brent, дол. за бар.	99.8	82.6
Ціна на газ на хабі ТТФ (Нідерланди), дол. за тис.м3	1356	466
Врожай зернових, млн т.	53.9	60.1*
Врожай овочів, млн т.	7.5	8.4*
Дефіцит зведеного бюджету (без грантів), % ВВП	25.3	27.0
Зростання реальної заробітної плати, % р/р	-11.4	3.5

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

*Оцінки НБУ.

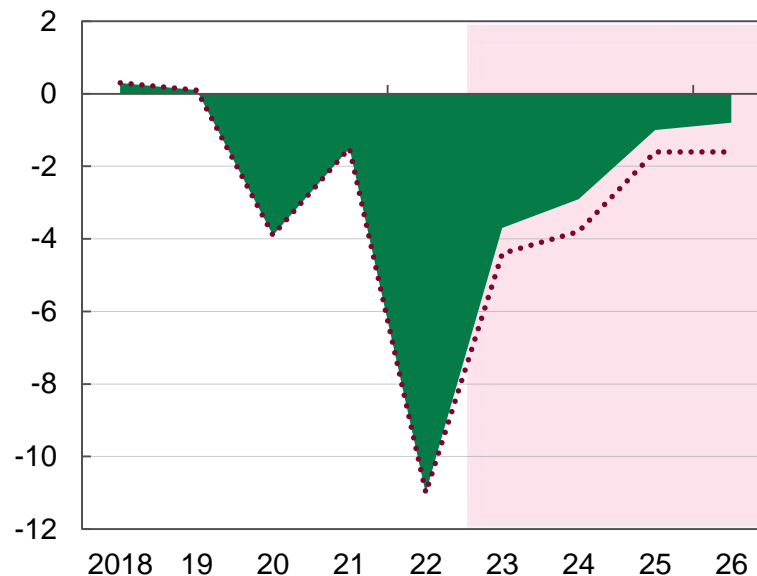
Економіка відновлюватиметься завдяки стійкості до воєнних умов та м'якій фіскальній політиці

Реальний ВВП, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Розрив ВВП, % потенційного ВВП



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **У 2024 році економіка надалі зростатиме завдяки збереженню м'якої фіскальної політики та високій адаптивності бізнесу і населення до умов війни.** Проте темпи зростання будуть нижчими (3.6%), ніж у минулому році, у зв'язку з очікуваним зменшенням врожаїв та посиленням тиску на ринку праці
- **У 2025–2026 роках зростання пришвидшиться й становитиме 5.8% та 4.5% відповідно** завдяки зниженню безпекових ризиків, поліпшенню споживчих та інвестиційних настроїв, упровадженню євроінтеграційних реформ. ВВП наблизиться до потенційного рівня наприкінці 2025 року, проте на прогнозованому горизонті ще не повернеться на рівень до повномасштабного вторгнення

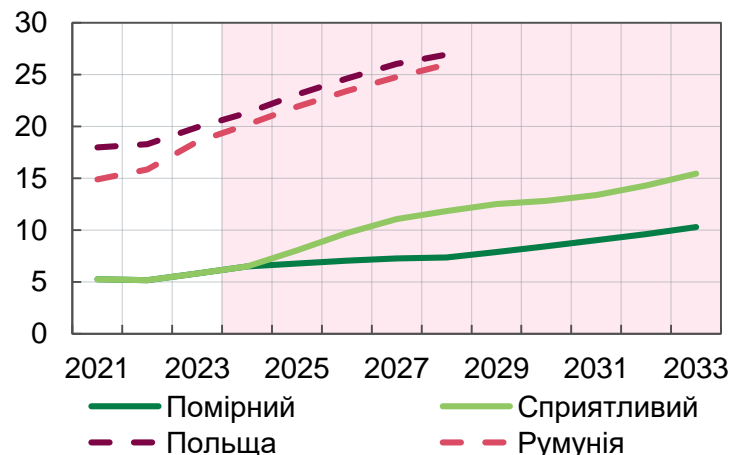
Вставка. Євроінтеграція та сценарії прискореного зростання економіки України

Сценарії довгострокового розвитку

	Помірний	Сприятливий
Реформи	Часткові (посилення ринкової конкуренції, доступ до ринку ЄС, цінова стабільність)	Повні (+ посилення антикорупційних органів та перезапуск судової системи)
Населення	32.5 млн осіб у 2033 (на 14% нижче 2021), 4 млн мігрантів повертаються	34.7 млн осіб у 2033 (на 9% нижче 2021), всі 6.3 млн мігрантів повертаються або притік з інших країн
Реальний ВВП	3.9% середнє зростання у 2024–2033	6.6% середнє зростання у 2024–2033

Джерело: розрахунки НБУ.

ВВП на особу, тис. дол. США



Джерело: прогноз МВФ (квітень 2023), розрахунки НБУ.

- **Перспектива членства в ЄС та виконання угод перед вступом** сприяють економічному зростанню ще до фактичного набуття членства ([Campos et al., 2019](#))
- Технологічний прогрес позитивно пов'язаний з **якістю державних інституцій та верховенством права** ([Ari and Pula, 2021](#)). Основними перешкодами для інвестицій у 2020 році були корупція, відсутність довіри до судової системи та монополізація ринку олігархами ([Dragon Capital, 2020](#))
- **Торівля з більш розвиненими економіками та притік ПІІ** заохочують зростання країн з ринками, що розвиваються. Приватним інноваціям та інвестиціям сприяє **загальна макроекономічна стабільність** (низька інфляція, низький спред обмінного курсу)
- Реалізація сприятливого сценарію та приплив іноземних коштів може призвести до тимчасового "перегріву" економіки, вищих темпів зростання цін та жорсткішої монетарної політики

Обмежені виробничі потужності внаслідок руйнувань стримуватимуть потенціал експорту, а імпорт зростатиме

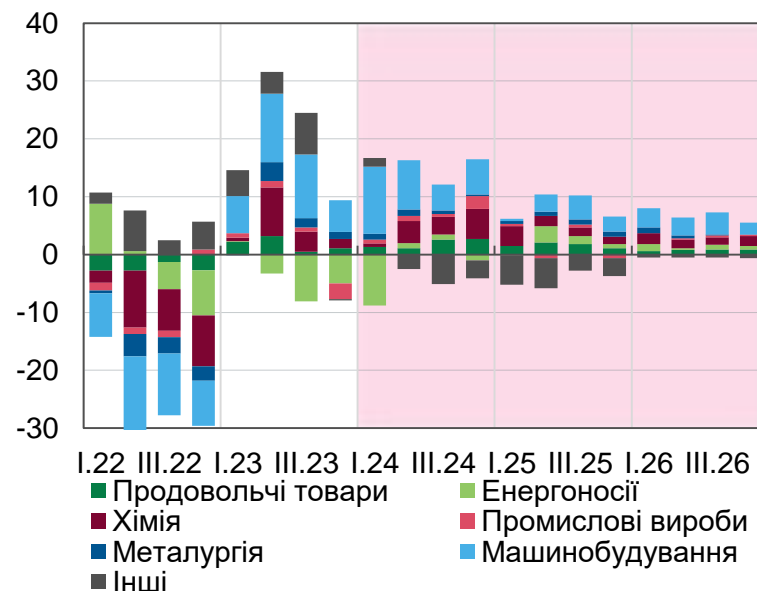
Внески в річну зміну фізичних обсягів експорту окремих товарів, в. п.



Джерело: розрахунки НБУ.

- **Падіння експорту у IV кварталі значно сповільнилося** завдяки заходам із подальшого розширення можливостей альтернативних шляхів. Водночас відновлення внутрішнього попиту супроводжувалося **динамічним зростанням імпорту**, яке тимчасово сповільнилося наприкінці року
- Обмежені виробничі потужності внаслідок руйнувань **стримуватимуть потенціал експорту**. Водночас разом із подальшою потребою в товарах для забезпечення обороноздатності країни та очікуваною активізацією внутрішнього споживчого попиту, **значними темпами зростатиме імпорт**. Це зумовить збереження від'ємного внеску чистого експорту в зміну ВВП на всьому прогностичному горизонті

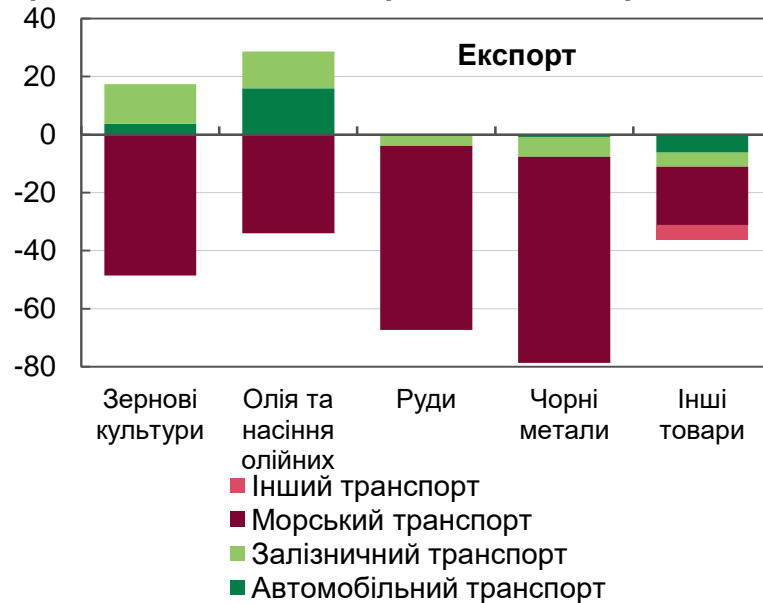
Внески в річну зміну імпорту товарів, в.п.



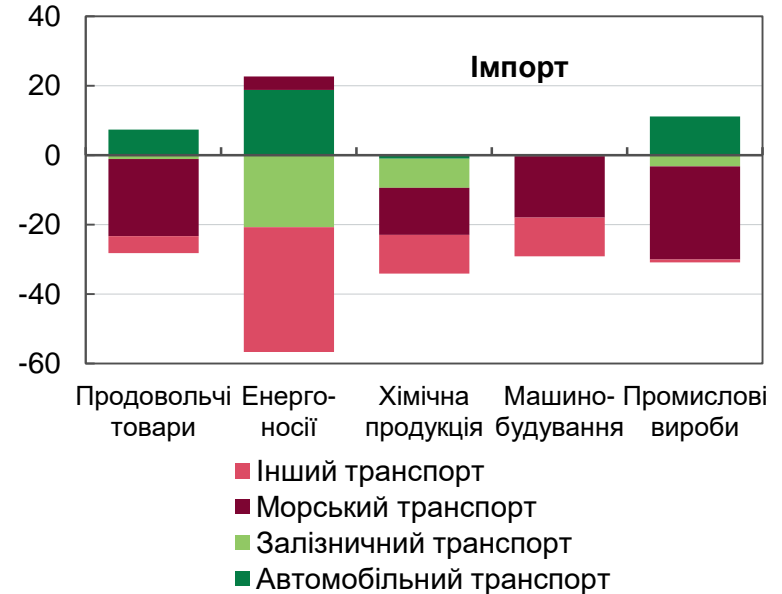
Джерело: розрахунки НБУ.

Вставка. Розвиток зовнішніх торговельних шляхів України: час повертати своє

Внески в зміну середньомісячного експорту та імпорту товарів за рахунок транспортних шляхів протягом 03.22-07.23 порівняно з 2021 роком, в.п.



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

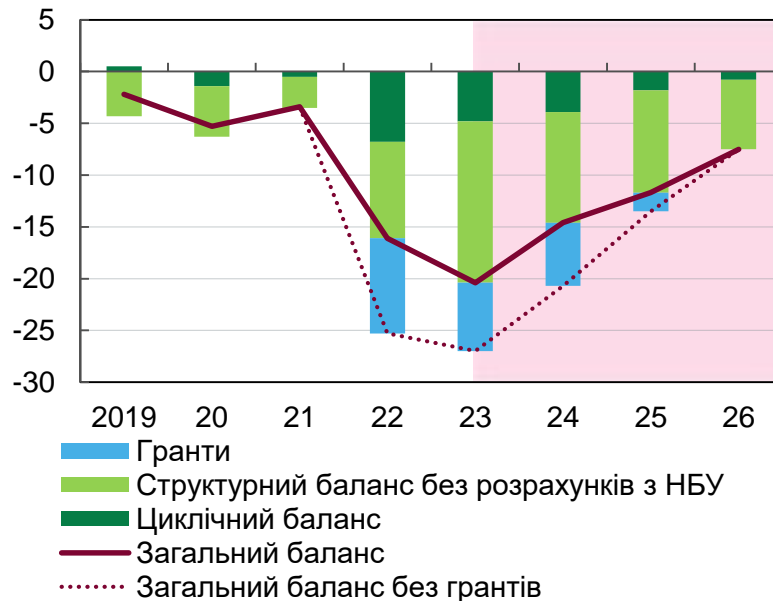


Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

- **Україна поступово відновлює свої позиції на міжнародних ринках.** Цьому сприяє активний розвиток шляхів постачань, зокрема автомобільних і залізничних
- Позитивні зміни відбувалися й у **транспортуванні морем.** Суттєво розширився потенціал портів Дунаю та в червні 2022 року було відкрито "зерновий коридор". Після виходу росії з "зернової угоди" силами оборони влітку 2023 року було відкрито новий морський маршрут
- Наявних логістичних потужностей **вистачить для вивезення врожаїв 2023-2024 років** та нарощування фізичних обсягів експорту іншої продукції. А новий морський шлях дасть змогу як розширити географію та номенклатуру експорту, так і зменшити логістичні ризики

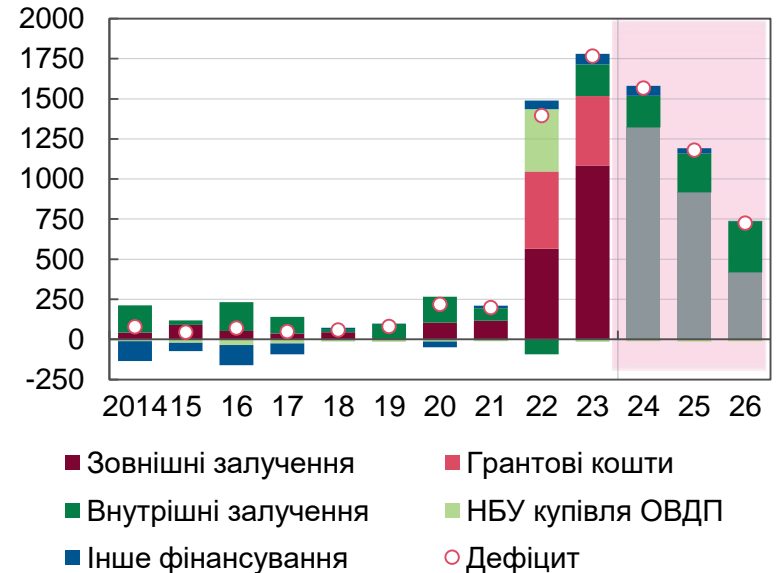
Стимулюючий характер фіскальної політики формує потенціал для подальшого зростання споживчого попиту та інвестицій

Сальдо зведеного бюджету, % ВВП



Джерело: ДКСУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Фінансування державного бюджету, млрд грн

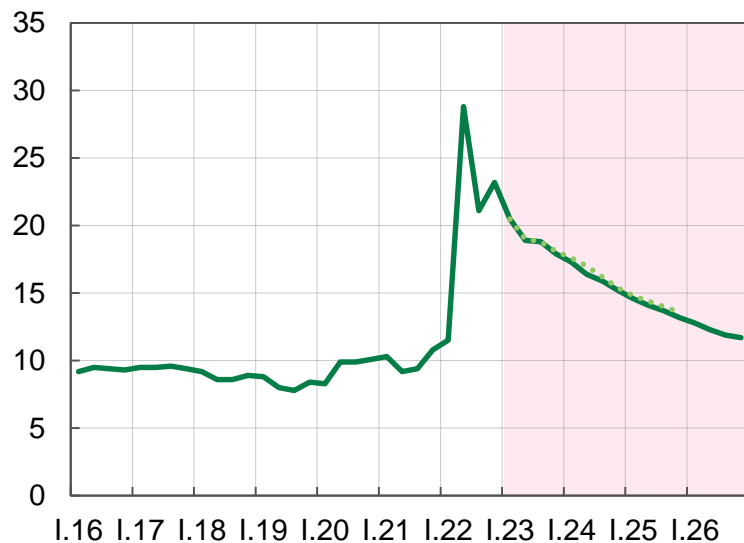


Джерело: ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

- **Високі безпекові ризики та потреби відбудови формуватимуть значні дефіцити бюджету, попри їх поступове звуження**
- **Основним джерелом фінансування дефіциту залишатиметься міжнародна допомога**
- Зменшення частки грантів у загальному обсязі допомоги та збільшення внутрішніх залучень визначатимуть висхідну динаміку державного та гарантованого державою боргу. **У середньостроковій перспективі борг перевищить 90% ВВП** однак не створюватиме значного додаткового тиску на бюджет через нижчу вартість і тривалий середній термін до погашення завдяки пільговим умовам надання міжнародної допомоги

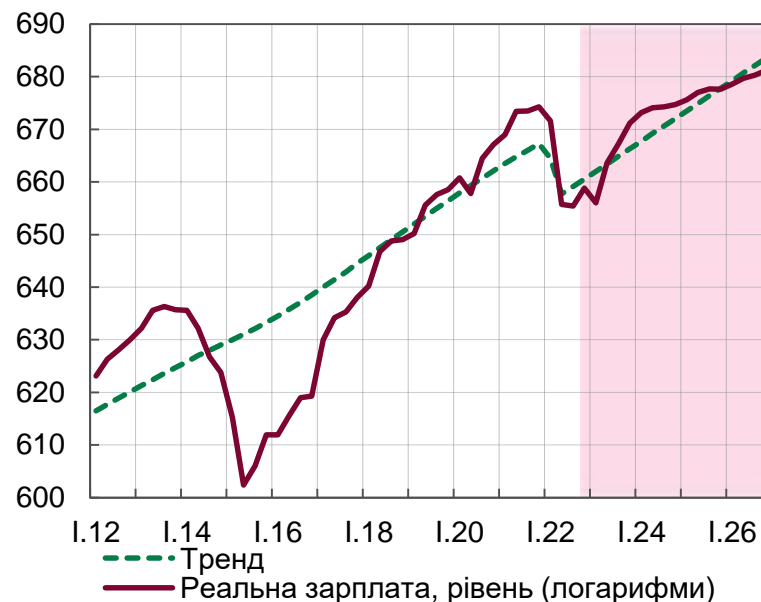
Зростання ВВП підтримуватиме й відновлення ринку праці, яке гальмуватимуть значні кваліфікаційні диспропорції та міграція

Рівень безробіття*, с/с, %



* З урахуванням мігрантів з 2022 року.
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Реальна зарплата*, рівень (логарифми)

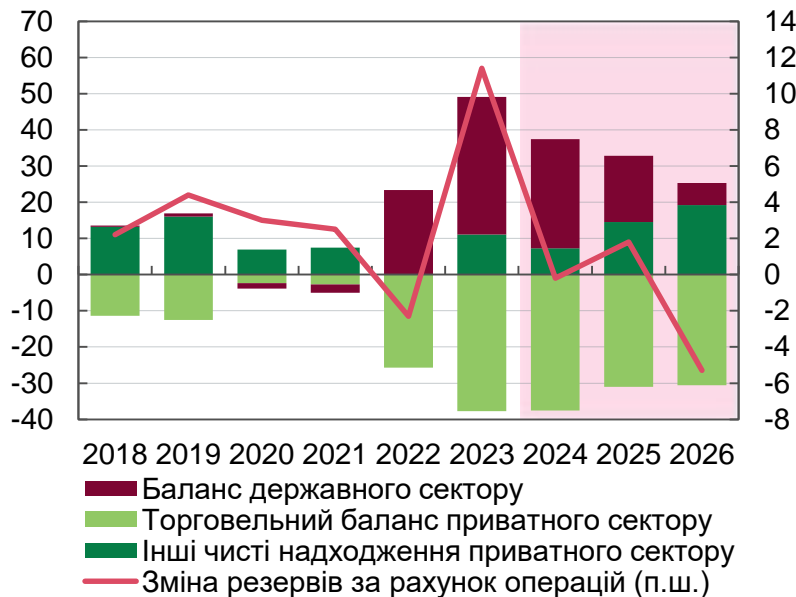


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **Попит на робочу силу посилюватиметься**, особливо в міру послаблення безпекових ризиків. Це сприятиме зниженню рівня безробіття. Проте він залишатиметься значним та перевищуватиме свій природний рівень через довгострокові ефекти війни. Зокрема, обмеженою залишатиметься пропозиція робочої сили: у 2024 році через мобілізацію, у наступні роки – через повільне повернення мігрантів з-за кордону
- **На ринку праці зберігатимуться диспропорції через зміну структури економіки.** Ці диспропорції на тлі пожвавлення економічної активності та поліпшення фінансового стану підприємств серед іншого тиснутимуть у бік підвищення зарплат у приватному секторі

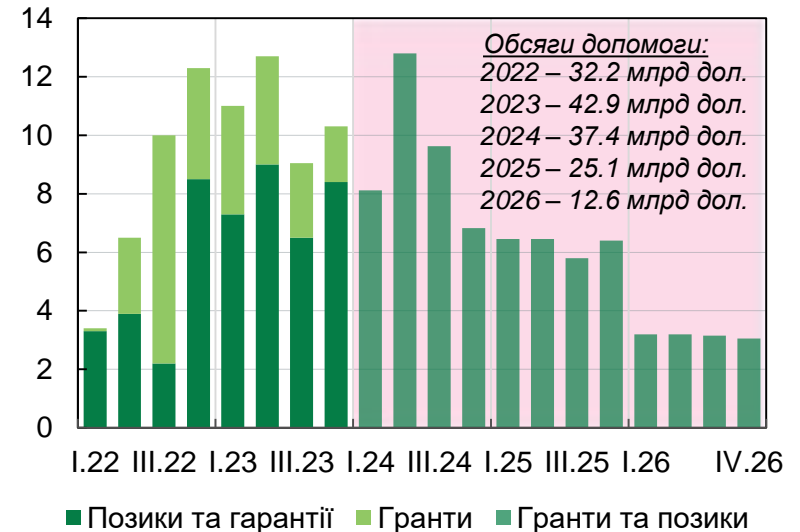
Обсяг резервів коливатиметься в межах 37–42 млрд дол. і буде достатнім для забезпечення курсової стійкості

Валові міжнародні резерви, зміна за рахунок операцій, млрд дол



Джерело: розрахунки НБУ.

Міжнародна фінансова допомога, млрд дол.

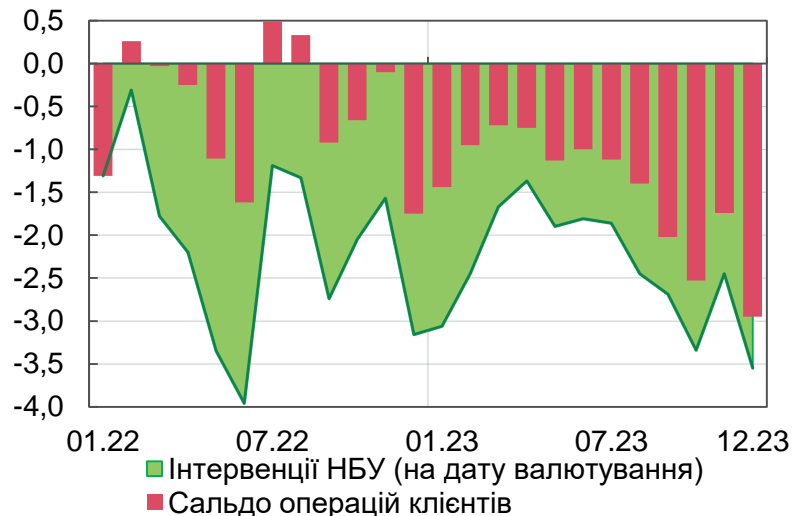


Джерело: НБУ, МФУ, дані з відкритих джерел, припущення НБУ

- **Міжнародна допомога залишатиметься основним джерелом припливу капіталу в країну, а обсяг резервів буде достатнім для забезпечення курсової стійкості.** Разом із внутрішніми ринковими залученнями це дасть змогу профінансувати все ще значні фіскальні потреби уряду
- **У 2024 році резерви залишатимуться близькими до рівня 2023 року.** Попри дещо менші обсяги міжнародної допомоги, вона повністю фінансуватиме все ще високий вплив валюти з приватного сектору. Останній зумовлюватиметься тривалим збереженням значного дефіциту торгівлі товарами, витратами вимушених мігрантів за кордоном та попитом населення на готівкову валюту

Заходи НБУ і надалі спрямовуються на забезпечення курсової стійкості як основного засобу збереження помірної інфляції

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



* Сальдо операцій з купівлі та продажу безготівкової та готівкової іноземної валюти клієнтами банків на умовах "тод", "том", "спот".

Джерело: розрахунки НБУ.

Курси гривні до долара США

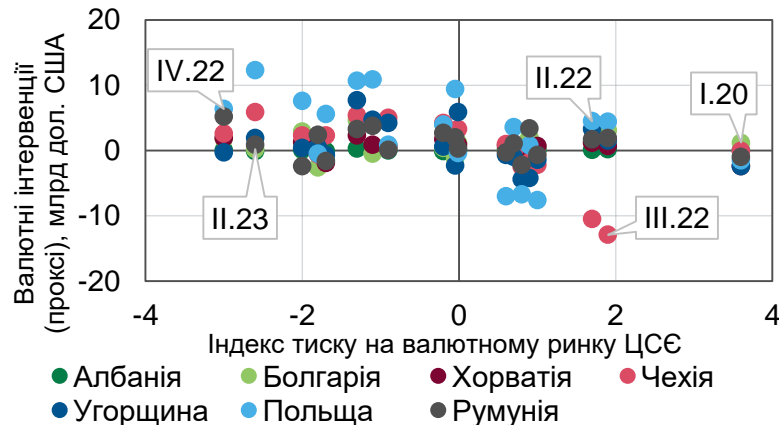


Джерело: розрахунки НБУ.

- **НБУ зберігає присутність на валютному ринку та компенсує структурний дефіцит на ньому**, даючи змогу курсу коливатися в обидва боки. У міру формування належних передумов НБУ поступово дозволить все більші курсові коливання відповідно до ринкової кон'юнктури
- Посилення невизначеності щодо надходження офіційного фінансування та рекордні бюджетні видатки призвели до підвищеного попиту на валюту у грудні. Водночас **у січні попит суттєво знизився** (через мінімальні бюджетні видатки, зниження витрат на оборону, менший імпорт енергоносіїв та побутових товарів) та **поступово зростає пропозиція**
- **Різниця між готівковим та офіційним курсами наразі є мінімальною**, в. т. числі і завдяки скасуванню в грудні обмежень для банків та небанківських фінансових установ на продаж готівкової іноземної валюти населенню

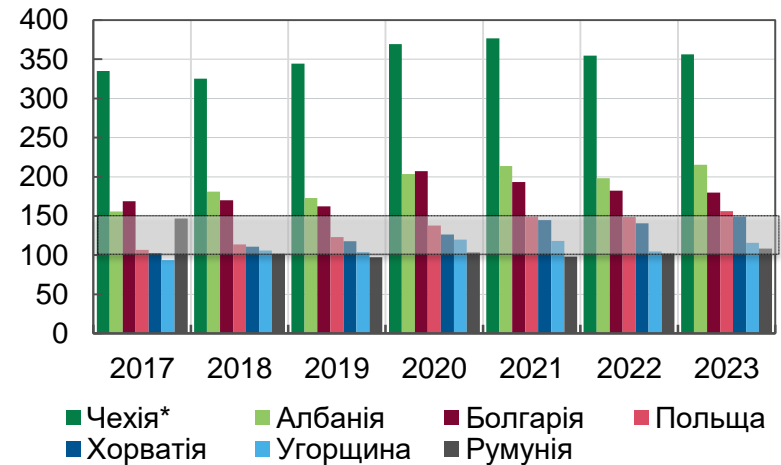
Вставка. Валютні інтервенції ЦБ країн ЦСЄ: рятівне коло й для тих, хто вмiє плавати

Валютні інтервенції та середньозважений індекс тиску на валютному ринку країн ЦСЄ*, I.2019 – III.2023 роки



* Індекс тиску на валютному ринку - середньозважений за номінальним ВВП 2022 року, на основі розрахованих індивідуальних індексів ЕМР країн (Kaminsky et al., 1998; Tappet, 2002). Додатне значення означає тиск у бік зміцнення курсу. Джерело: Adler et al. (2021), WEO, Bloomberg, розрахунки НБУ.

Адекватність офіційних резервів, % АРА-метрики

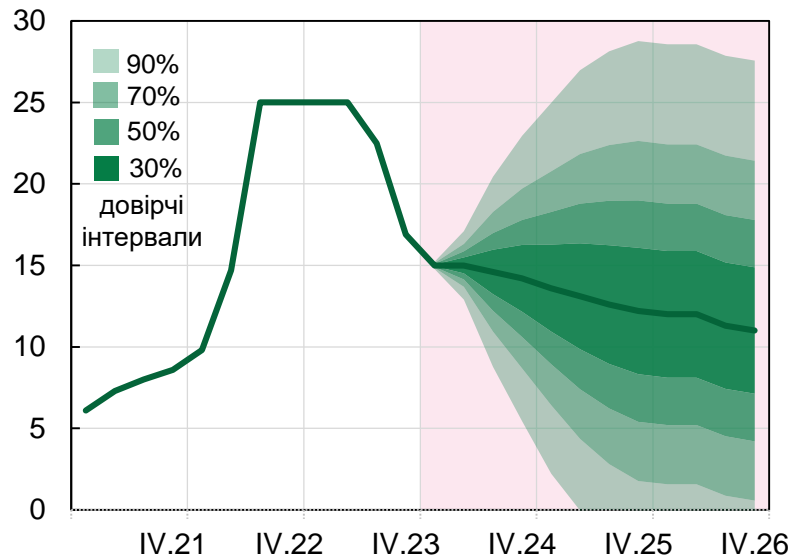


* АРА-метрика є показником адекватності резервів для країн ЕМ (адекватний рівень 100-150%). Чехія – розвинена країна. Джерело: МВФ.

- **Інтервенції ЦБ країн ЦСЄ здійснюються за різних курсових режимів**, здебільшого на ринках спот, асиметричні з переважанням купівлі іноземної валюти. Вербальна форма підвищує ефективність трансакційних. Частка інтервенцій у загальному обсязі торгів – від 0.01% до >6% з 2007 до 2022 року
- **Вагомий мотив – мінімізація зовнішніх шоків.** Це спонукає й до нарощування міжнародних резервів. Для стримування зовнішнього тиску на валютний ринок від вторгнення росії в Україну, в середньому частки інтервенцій ЦБ країн ЦСЄ зросли у 2022 році до 0.6-2% порівняно з 0.2-1.2% у 2019 році

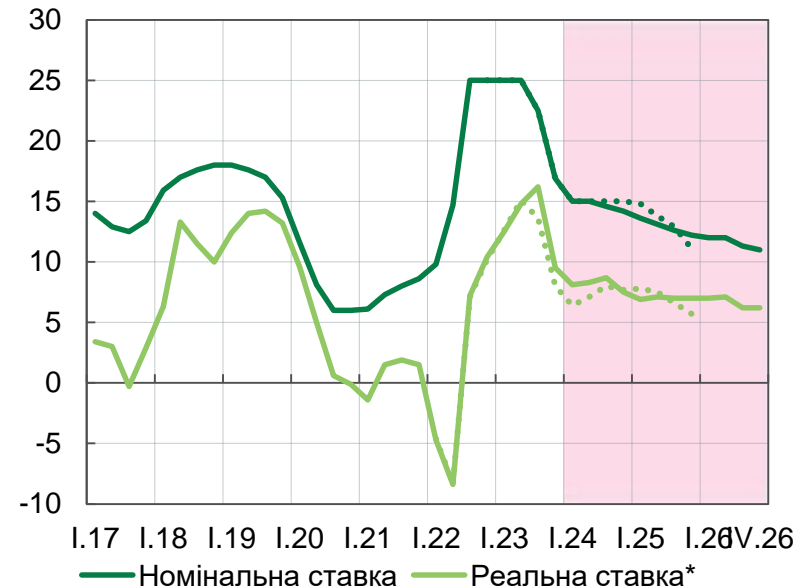
Прогноз передбачає поступове зниження облікової ставки з другої половини 2024 року

Облікова ставка, %*



* в середньому за квартал.
Джерело: НБУ.

Облікова ставка, в середньому за період, %



* Дефльована на модельні очікування (КПМ).
Джерело: розрахунки НБУ.

- **НБУ адаптуватиме монетарну політику в разі зміни балансу ризиків для інфляції та курсової стійкості**
- **Процентна політика НБУ й надалі спрямовуватиметься на забезпечення привабливості гривневих інструментів** – підтримання такого рівня процентних ставок, який даватиме змогу убезпечити гривневі заощадження від інфляційного знецінення
- У міру зниження інфляційного тиску та поліпшення безпекової ситуації **НБУ поступово нормалізуватиме монетарну політику**. Це дасть змогу почати цикл активнішого зниження ставок у 2025 році.

Вставка. Світовий досвід застосування різних систем побудови операційних дизайнів процентної політики

ОСНОВНІ СИСТЕМИ ПОБУДОВИ ОПЕРАЦІЙНИХ ДИЗАЙНІВ

Середини коридору

ЦБ Грузії, Філіппін, Чилі, Вірменії, Ізраїлю

- Вимагає від ЦБ якісного прогнозування та підтримання загального обсягу ліквідності БС на відносно збалансованому рівні
- Сприяє розвитку міжбанківського ринку та вдосконаленню бізнес-процесів банків

АЛЕ! Втрачає свою ефективність за стрімкого та значного розширення профіциту ліквідності банків

Процентні ставки ЦБ та міжбанківська ставка овернайт у Грузії, %



Джерело: ЦБ Грузії.

Нижньої межі

Класичний підхід

ЦБ Великобританії, Канади, Нової Зеландії

- Дає змогу ЦБ результативніше досягати цілей в умовах значного та стійкого зростання профіциту ліквідності
- Менш чутливий до помилок прогнозу та коливань ліквідності, ефективно працює навіть якщо міжбанківський ринок є слабким і нерозвиненим

Недоліки: Потенційно вищі % витрати ЦБ + нижчі стимули для розвитку міжбанківського ринку

Процентні ставки ЦБ та міжбанківська ставка овернайт в Канаді, %



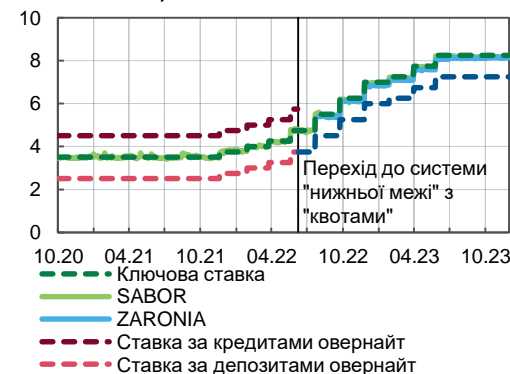
Джерело: ЦБ Канади.

Модифікований підхід (напр. система квот)

ЦБ Норвегії, ПАР

- ЦБ квотує/ обмежує обсяг ліквідності, яку банки можуть розміщувати в ЦБ на термін овернайт під ключову ставку
- Частково нівелює недоліки класичної системи "нижньої межі":** обмежує зацікавленість банків накопичувати ліквідність понад квоту + створює стимули для активізації міжбанківського ринку + сприяє рівномірнішому розподілу ліквідності

Процентні ставки ЦБ та міжбанківські ставки в ПАР, %



Джерело: ЦБ ПАР.

Безпекова ситуація та зниження обсягів чи втрата ритмічності надходження міжнародної допомоги – основні ризики прогнозу

		Ймовірність настання ризику		
		Низька <15%	Середня 15%–25%	Висока 25%–50%
Ступінь впливу на базовий сценарій	Слабкий			Продовження часткового блокування кордонів з окремими країнами ЄС для вантажних перевезень
	Помірний		Посилена еміграція Нарощування потужності морських шляхів експорту	Пошкодження енергетичної та портової інфраструктури
	Сильний		Виникнення додаткових бюджетних потреб і значних квазіфіскальних дефіцитів, зокрема в енергетичній сфері Швидка реалізація масштабного плану відбудови України "план Маршалла"	Триваліший термін війни, ескалація, еко-тероризм окупантів Зниження обсягів чи втрата ритмічності надходження міжнародної допомоги