



Національний  
банк України

# Інфляційний звіт (квітень 2024)

Київ

7 травня 2024 року



## Головне

- **Упродовж першого кварталу 2024 року споживча інфляція сповільнювалася швидше, ніж прогнозував НБУ.** Відхилення зумовлювали передусім малопрогнозовані чинники, у тому числі тимчасового характеру
- **Фундаментальний інфляційний тиск також послаблювався і був близьким до прогнозу НБУ,** зокрема завдяки поліпшенню інфляційних очікувань
- **НБУ поліпшив прогноз інфляції до 8.2% на 2024 рік** та очікує її закріплення у цільовому діапазоні  $5\% \pm 1$  в. п. впродовж наступних років. Цьому сприятимуть як поступова нормалізація умов для функціонування економіки, так і послаблення зовнішнього інфляційного тиску, а також послідовні заходи монетарної політики НБУ
- **Ураховуючи баланс ризиків, а також сприятливі макрофінансові тенденції, зокрема ліпшу інфляційну динаміку, Правління НБУ вирішило знизити облікову ставку на 1 в. п. – до 13.5%.** Крім того, ставки за кредитами рефінансування були знижені навіть суттєвіше – на 2 в.п. до 17.5%
- **НБУ убачає певний простір для подальшого пом'якшення процентної політики за умови збереження сприятливих макрофінансових тенденцій.** Базовий сценарій прогнозу НБУ передбачає зниження облікової ставки до 13% у поточному році
- 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**
- **НБУ адаптуватиме монетарну політику в разі істотних змін у балансі ризиків.** Так, зменшення ризиків для інфляції та курсової стійкості може створити передумови для додаткових кроків зі зниження облікової ставки та пом'якшення валютних обмежень, що підтримають розвиток кредитування та відновлення економіки

## НБУ оновив макроекономічний прогноз\*: слабший інфляційний тиск, але і повільніше відновлення

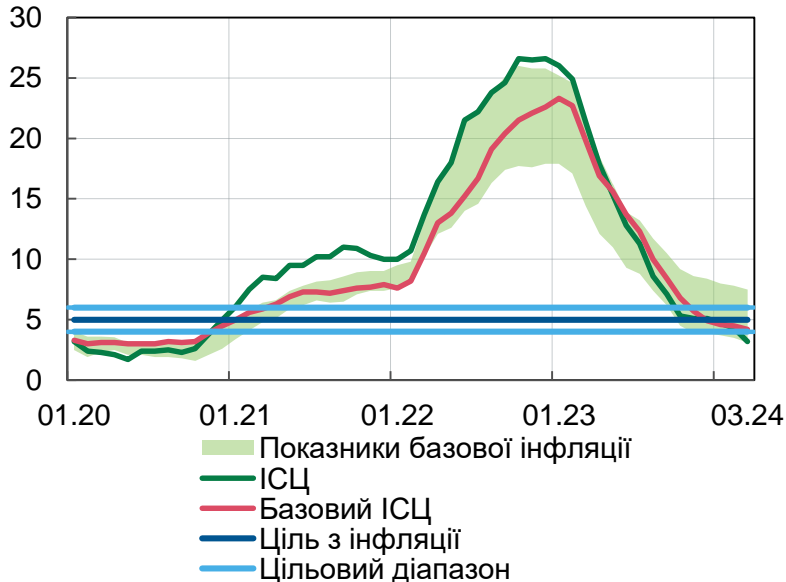
	2023**	2024	2025	2026
<b>Реальний ВВП, зміна у %</b>	5.3 (5.7)	3.0 (3.6)	5.3 (5.8)	4.5 (4.5)
<b>Номінальний ВВП, млрд. грн.</b>	6 538 (6 510)	7 590 (7 580)	8 705 (8 710)	9 685 (9 690)
<b>ІСЦ, зміна у % **</b>	5.1	8.2 (8.6)	6.0 (5.8)	5.0 (5.0)
<b>Базовий ІСЦ, зміна у % **</b>	4.9	6.7 (6.4)	3.6 (3.1)	3.0 (2.9)
<b>Сальдо поточного рахунку, млрд. дол. США</b>	-9.2 (-9.7)	-20.2 (-16.9)	-18.2 (-19.8)	-23.1 (-23.8)
<b>Міжнародні резерви, млрд. дол. США</b>	40.5	43.4 (40.4)	44.3 (42.1)	39.3 (36.9)

\* у дужках попередній прогноз (січень 2024)

\*\* факт/оцінка

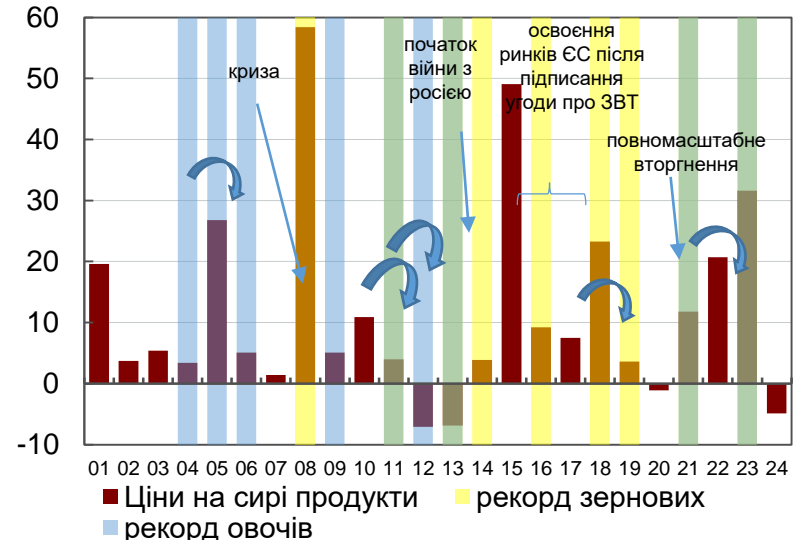
# Споживча інфляція стрімко знижувалася передусім завдяки чинникам пропозиції тимчасового характеру

Споживча інфляція та оцінки основного інфляційного тренду\*, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Ціни на сирі продукти в березні, % р/р та врожаї

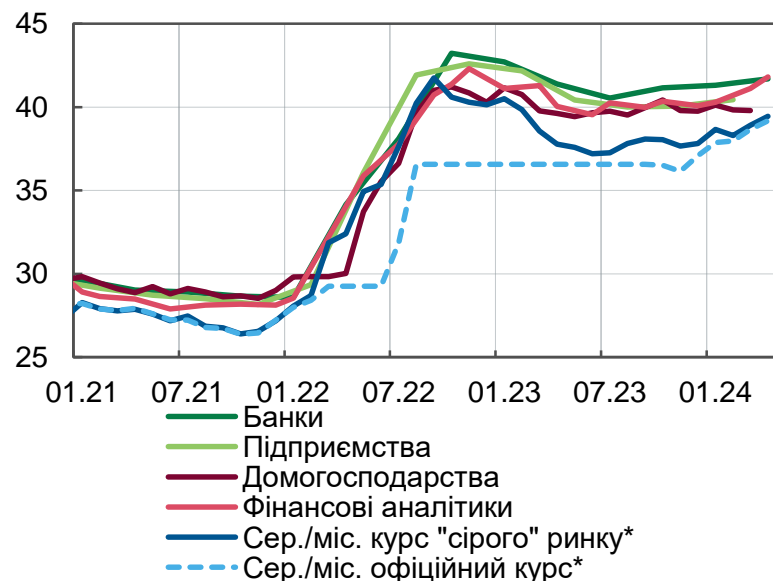


Зелена область – рекордні врожаї зернових та овочів. Врожай 2023 року відображено як рекорд у розрахунку на одну особу. Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

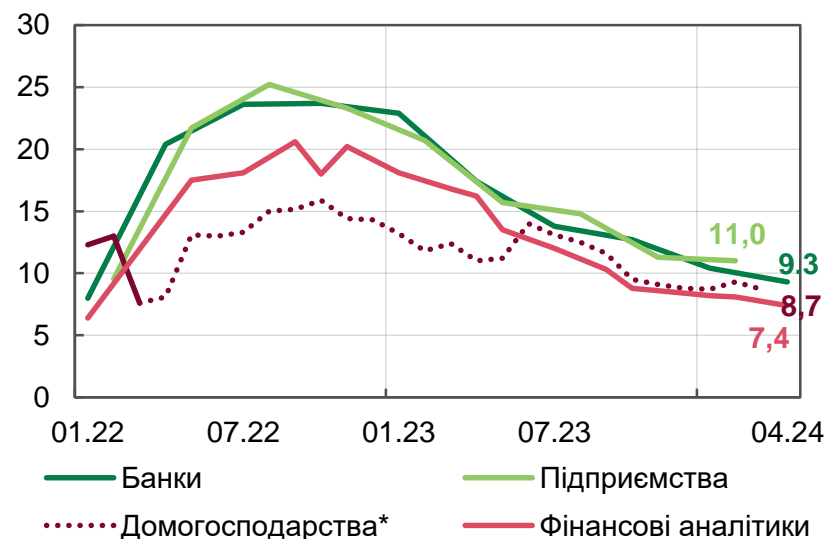
- **Інфляція стрімко знизилася** завдяки ефектам від послідовної монетарної політики, зокрема контрольованої ситуації на валютному ринку, збільшенню пропозиції окремих продуктів харчування, меншому тиску з боку витрат на сировину та енергію. Ці чинники переважили ефекти подальшого тиску з боку витрат на оплату праці та тимчасовий вплив блокади західних кордонів
- **Найбільший внесок у сповільнення інфляції мали ціни на сирі продукти**, що в березні знизилися на 4.9% р/р. Динаміка цін на них наприкінці 2023 року та на початку 2024 року також відображала ефекти значних врожаїв попередніх кількох років. Хоча врожаї зернових та овочів в абсолютних вимірах у 2023 році не були рекордними, їх пропозиція в розрахунку на одну особу була найвищою в українській історії через скорочення кількості населення унаслідок міграції

# На тлі сповільнення інфляції очікування продовжують поліпшуватися попри послаблення курсу гривні

Курсові очікування на наступні 12 місяців, грн/дол.    Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



\* Значення за квітень – станом на 18.04.2024/  
Джерело: НБУ, Info Sapiens, відкриті джерела.

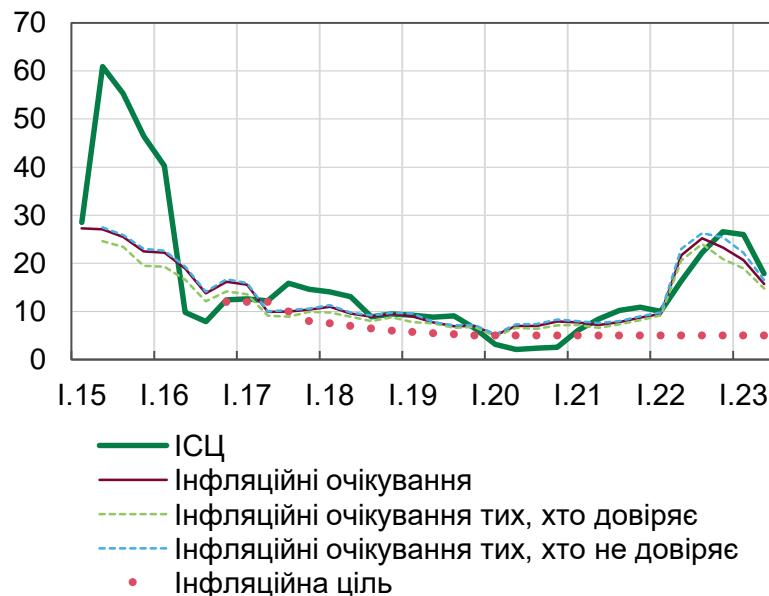


\* Пунктирні лінії – зміна методу опитування на телефонне.  
Джерело: НБУ, Info Sapiens.

- Незважаючи на певне послаблення офіційного обмінного курсу, ситуація на валютному ринку залишається контрольованою, а курсові очікування – помірними
- На цьому тлі та в умовах низької поточної інфляції, а також дії мораторію на підвищення тарифів на послуги ЖКГ інфляційні очікування демонструють стійкість, надалі поліпшуючись. Це також забезпечувало зниження фундаментального інфляційного тиску

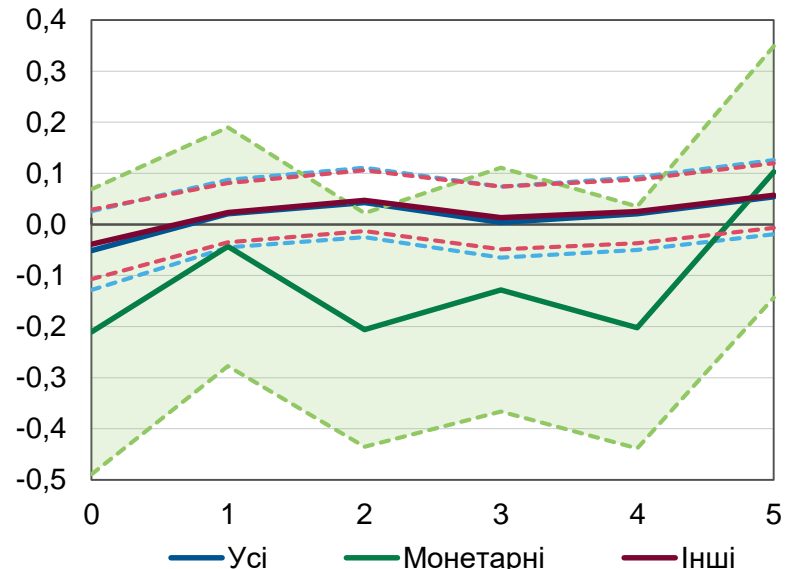
# Вставка. Інфляційні очікування: вплив довіри до НБУ, його комунікацій та рівня фінансової грамотності

Інфляційні очікування підприємств на рік вперед за рівнями довіри, інфляція та цілі з інфляції, % р/р



Джерело: Savolchuk & Yukhymenko (2023).

Реакція інфляційних очікувань фінансових експертів на збільшення комунікації НБУ\*

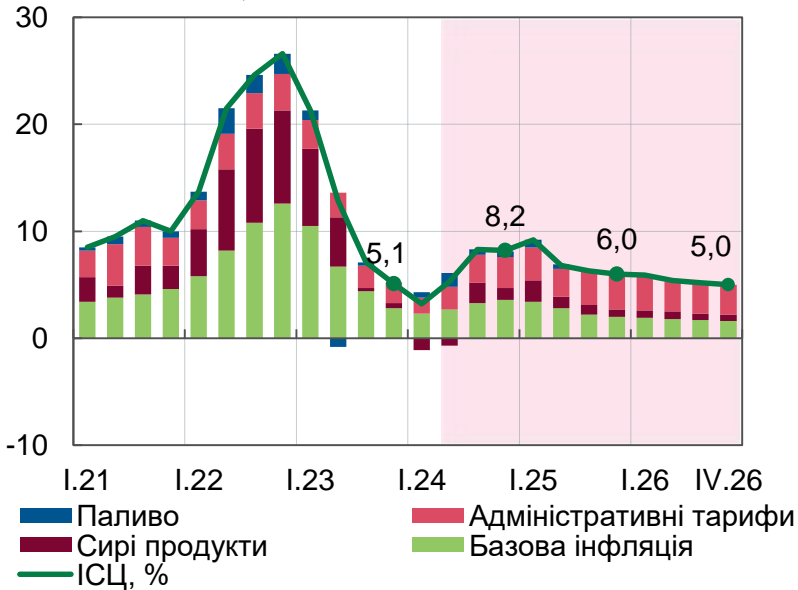


\*Пунктирні лінії показують довірчий інтервал на рівні 95%.  
Джерело: Yukhymenko & Sorochan (2024)

- Ключову роль у підтриманні низької та стабільної інфляції відіграють очікування. Їх заякорення є складним, довготривалим та багатограним процесом. В умовах значних потрясінь, які обмежують ефективність традиційних інструментів ЦБ, роль управління очікуваннями лише зростає
- Дослідження НБУ свідчать, що чим сильніша довіра до НБУ та до банківської системи, тим ближчі інфляційні очікування до цілі, а активні комунікації ЦБ та обізнаність населення сприяють їх заякоренню. Отже, ЦБ варто вибудовувати довіру до своєї політики за рахунок якісної комунікації та активних заходів щодо розвитку фінансової грамотності

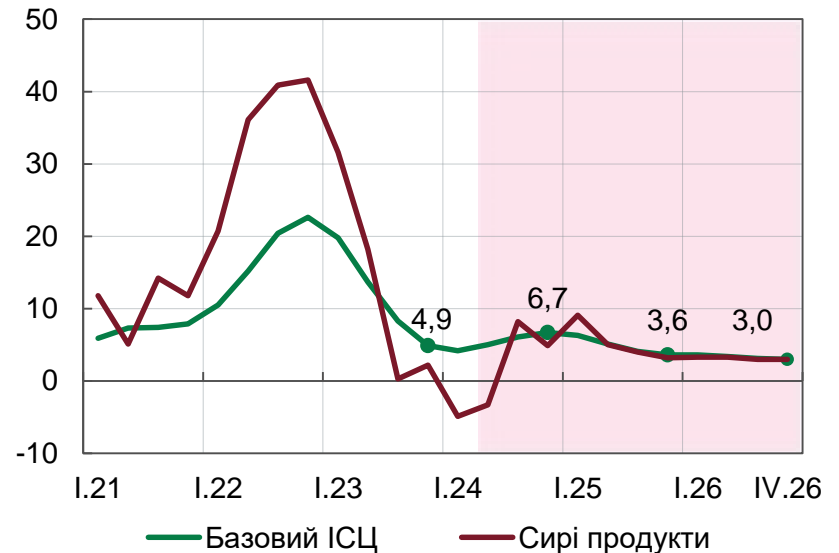
# Інфляція тимчасово пришвидшиться, перевищивши межі цільового діапазону, проте повернеться до нього у 2025 році

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Базовий ІСЦ та інфляція сирих продуктів, % р/р

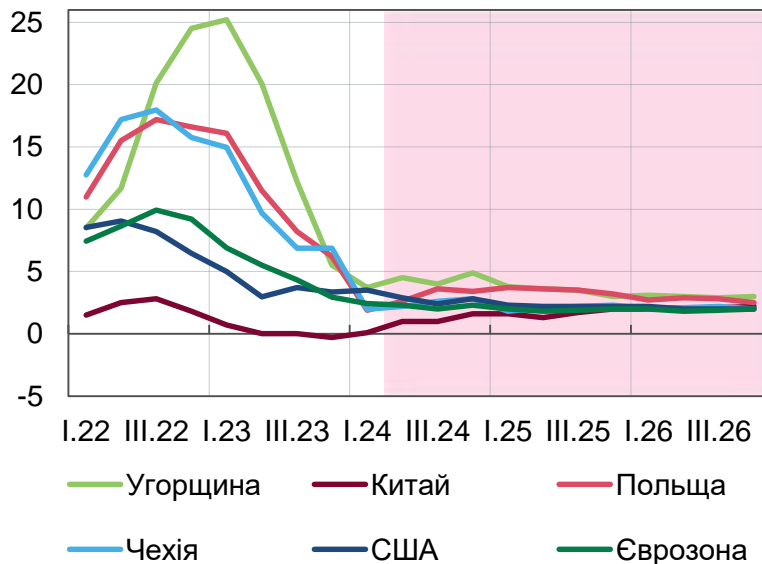


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **З середини 2024 року очікується тимчасове зростання інфляції вище цільового діапазону, зокрема через вичерпання ефектів більшого врожаю попереднього року, подальше відновлення споживання та підвищені витрати бізнесу в умовах війни**
- **Водночас НБУ поліпшив прогноз інфляції до 8.2% на 2024 рік та очікує її закріплення в цільовому діапазоні 5% ± 1 в. п. упродовж наступних років**
- **Цьому сприятиме послідовна монетарна політика, зокрема заходи з підтримання контрольованої ситуації на валютному ринку, а також послаблення зовнішнього інфляційного тиску**

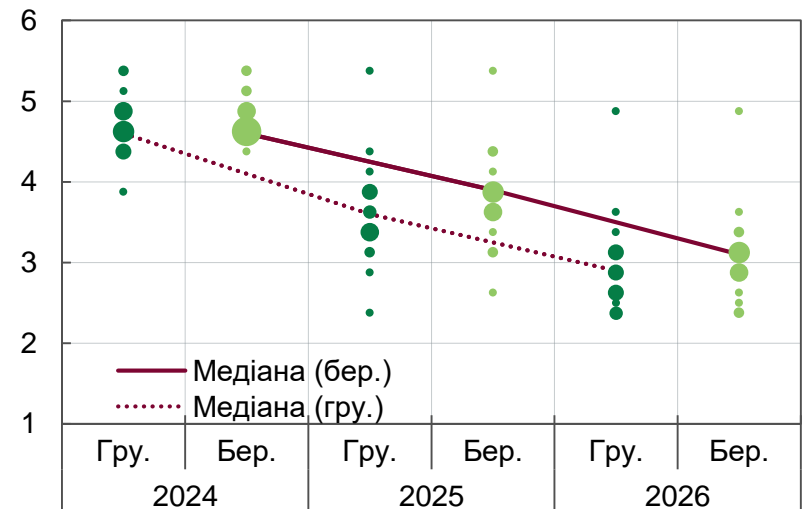
# Вагомим чинником сповільнення інфляції в наступні роки буде послаблення зовнішнього інфляційного тиску

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



Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

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



\* Розмір кола визначається кількістю учасників, що підтримують відповідний рівень ставки.

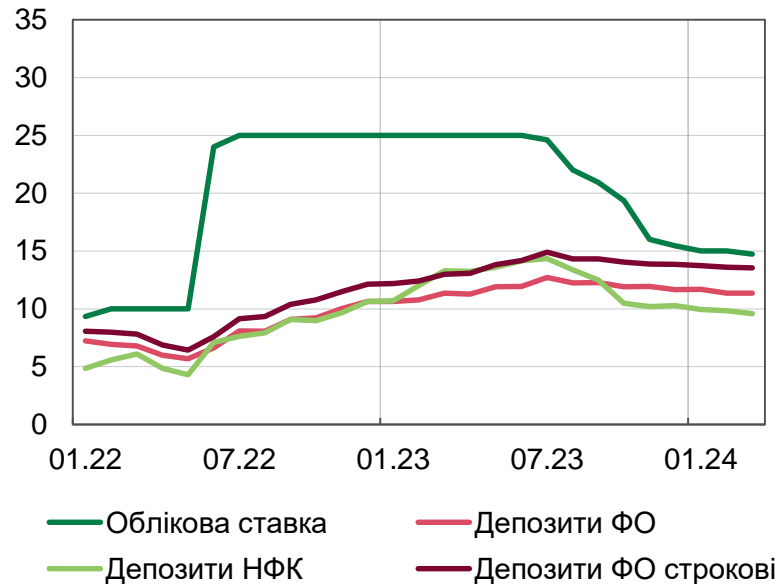
Джерело: ФРС.

- **Сильні ринки праці та стійкий попит обмежуватимуть зниження темпів зростання цін на послуги.** Відповідно базова інфляція залишатиметься стійкою щонайменше до кінця 2024 року. Це разом з ефектами бази порівняння зумовлюватиме збереження загальної інфляції в багатьох країнах – ОТП України близькою до верхньої межі цільового діапазону в найближчі місяці та навіть її тимчасове пришвидшення в середині поточного року
- **Загальна інфляція повернеться до цілей ЦБ на стійкій основі у 2025 році** та залишатиметься близькою до них надалі завдяки помірним витратам на робочу силу та вичерпанню негативних ефектів від енергетичних потрясінь попередніх періодів і вузьких місць у ланцюгах постачання. **Світові фінансові умови залишатимуться жорсткими** в реальному вираженні щонайменше до середини 2025 року



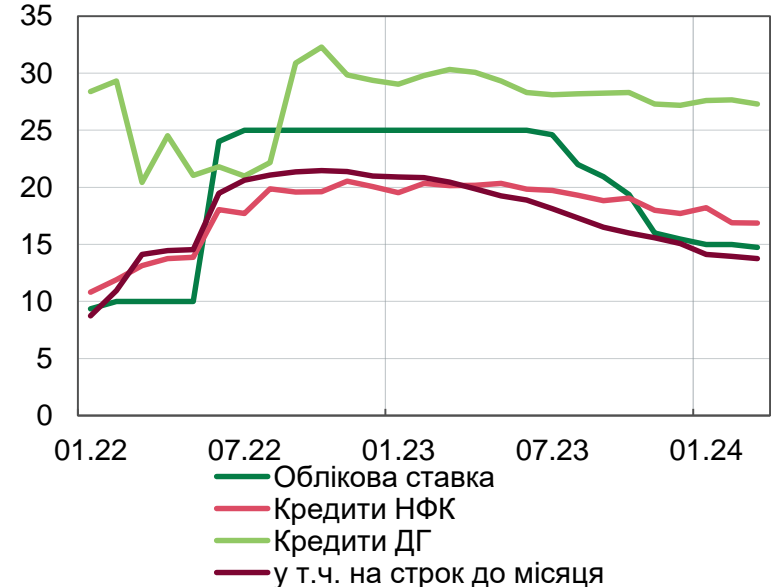
# Банки продовжили стримано знижувати ставки за строковими депозитами населення ...

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



Джерело: НБУ.

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

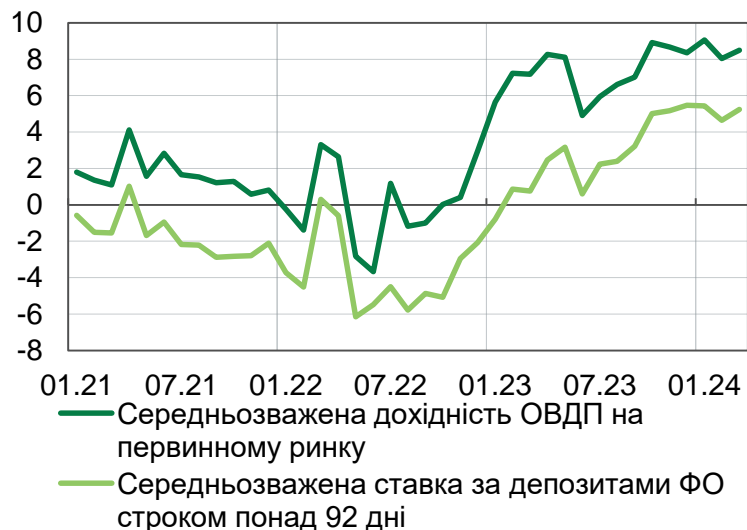


Джерело: НБУ.

- Завдяки стимулам, закладеним в операційний дизайн процентної політики, банки продовжили стримано знижувати ставки за строковими депозитами населення
- Трансмсія в ринкові ставки найбільше відобразилася у вартості залучення депозитів корпоративного сектору, зниження дохідності яких не створює додаткового тиску на валютний ринок. Так, середньозважена ставка за строковими гривневими депозитами НФК упродовж I кварталу знизилася на 0.7 в. п., тоді як за депозитами фізичних осіб – лише на 0.3 в. п.

## ... але гривневі інструменти і далі захищатимуть заощадження від інфляційного знецінення

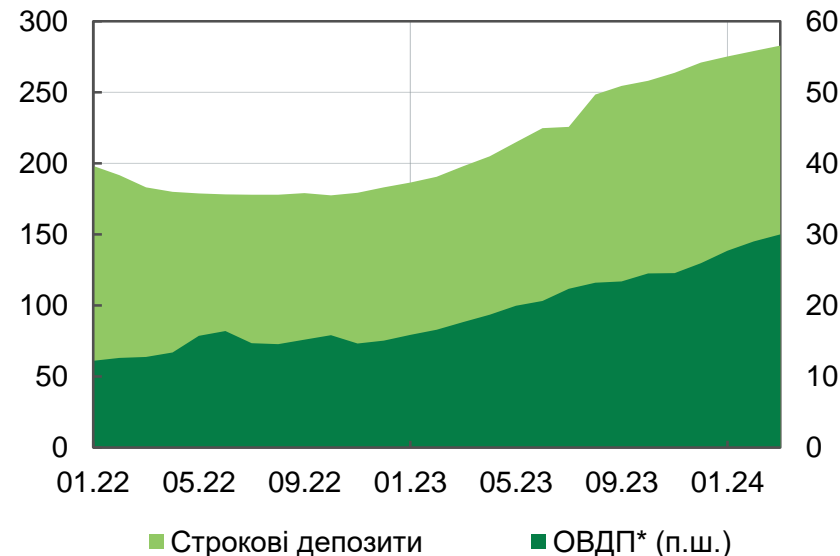
Реальні процентні ставки\* за гривневими ОВДП та строковими депозитами фізичних осіб, %



\* Дефльовані на інфляційні очікування ДГ на наступні 12 міс.

Джерело: розрахунки НБУ.

Залишки гривневих ОВДП у портфелі ФО та гривневих строкових депозитів ФО, млрд грн



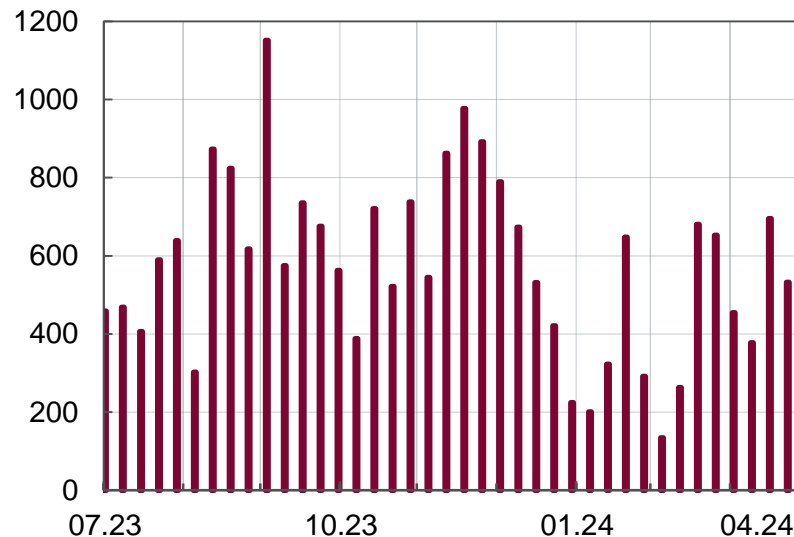
\* За номінально-амортизаційною вартістю.

Джерело: НБУ.

- **Наразі дохідність строкових гривневих інструментів перевищує інфляційні очікування домогосподарств на наступні 12 місяців**
- **Це підживлює інтерес населення до гривневих інструментів попри посилення курсової волатильності:** обсяги гривневих строкових депозитів та ОВДП в портфелях фізичних осіб продовжують зростати, хоча й нижчими темпами

# Інтервенції НБУ компенсують структурний дефіцит іноземної валюти та згладжують надмірні коливання курсу

Чистий продаж валюти за тиждень\* НБУ, млн дол.



\* На дату укладання угоди.  
Джерело: НБУ.

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

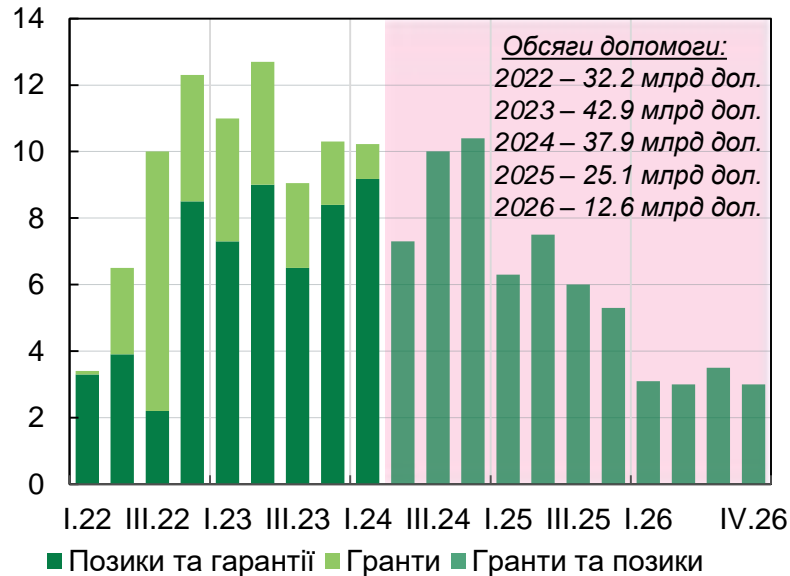


Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

- Помірний попит на іноземну валюту впродовж більшої частини I кварталу 2024 року дав змогу НБУ відчутно скоротити інтервенції з продажу іноземної валюти. Курсові коливання були помірними та двосторонніми. **Інтервенції НБУ й надалі залишатимуться основним механізмом балансування валютного ринку**, що дасть змогу зберегти стійкість ситуації та забезпечити помірні курсові коливання
- Стабільне функціонування морських перевезень стимулюватиме подальше зростання експорту продукції ГМК. **Нарощування експортних поставок поліпшить фінансовий стан підприємств та сприятиме посиленню стійкості валютного ринку**

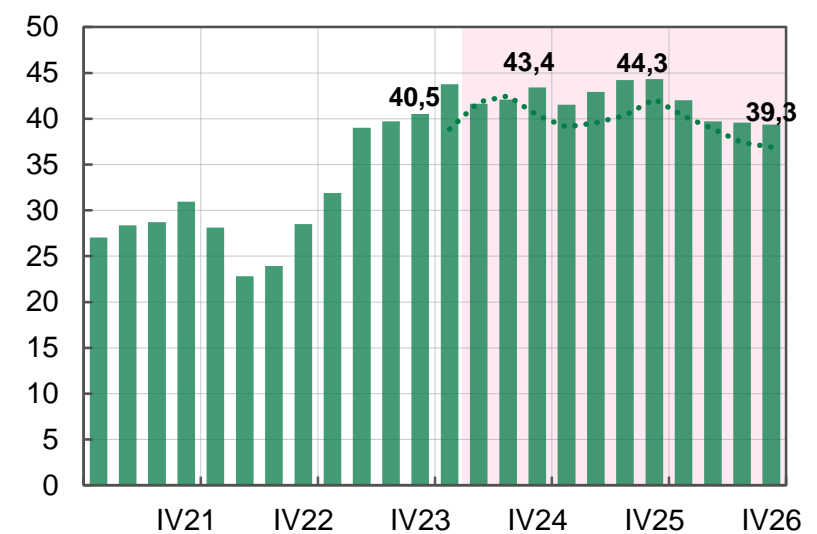
# Відновлення міжнародної підтримки посилило можливість НБУ забезпечувати курсову стійкість

Міжнародна фінансова допомога, млрд дол.



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

Міжнародні резерви, млрд дол. США

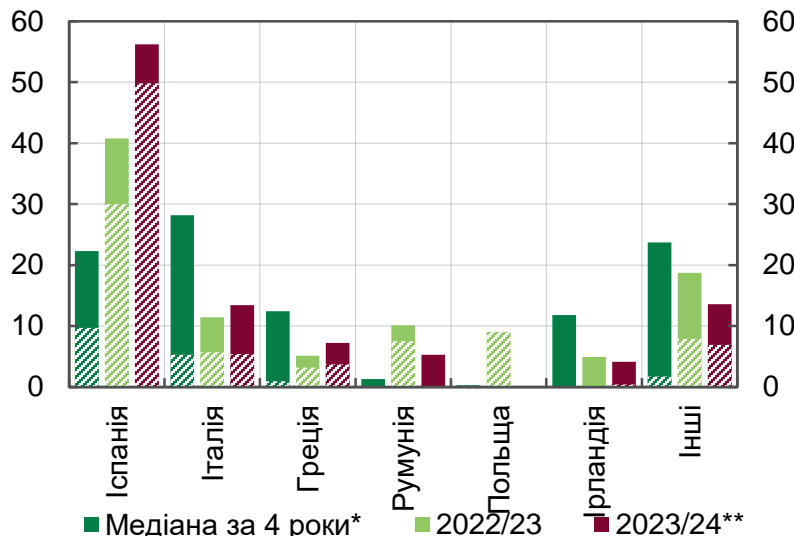


Джерело: НБУ.

- **Завдяки надходженню офіційного фінансування обсяг міжнародних резервів підтримувався на комфортному рівні.** НБУ і надалі компенсував структурний дефіцит іноземної валюти. У квітні схвалено пакет військової та фінансової допомоги від США. У цілому Україна може розраховувати на 38 млрд дол. бюджетної допомоги цього року
- Прогрес у зниженні інфляції та поліпшенні інфляційних очікувань, збереження контрольованої ситуації на валютному ринку, накопичення комфортного рівня міжнародних резервів **створили простір для подальших кроків з валютної лібералізації** та пом'якшення процентної політики

# Вставка. Труднощі в торгівлі України з Польщею: причини та наслідки для української економіки

Імпорт пшениці країнами ЄС за імпортерами з-за меж ЄС, % від загального обсягу

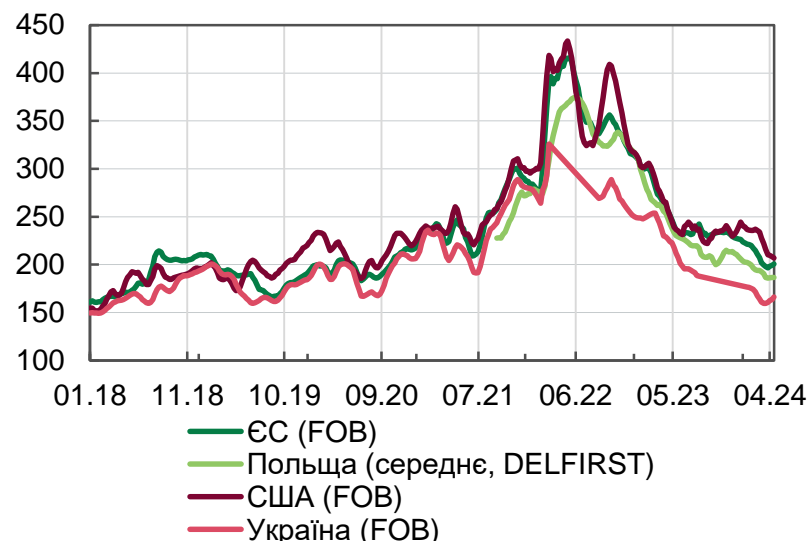


Штрихована частина стовпчика позначає імпорт з України.

\* З 2018/19 МР до 2021/22 МР. \*\* Попередні дані.

Джерело: Єврокомісія.

Ціни\* на фуражну пшеницю, євро/т, середнє ковзне за чотири тижні



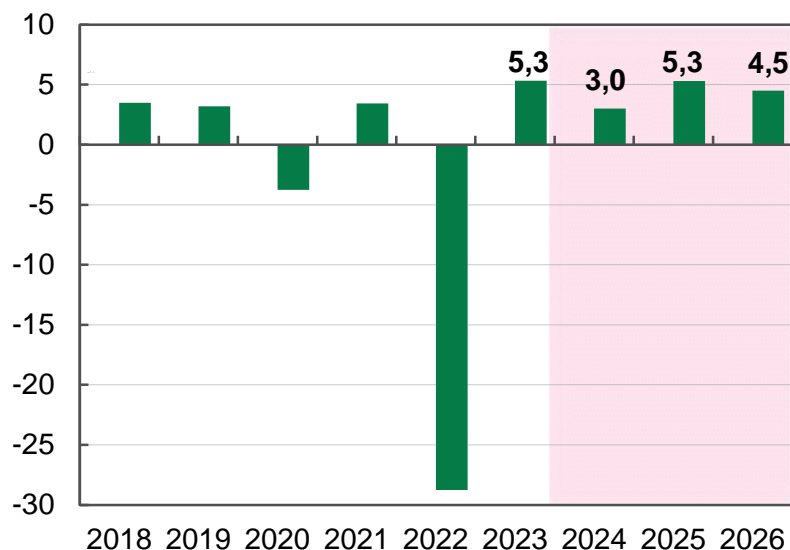
\* DELFIRST – доставка до першого замовника (елеватор, завод), FOB – експортні ціни.

Джерело: Єврокомісія.

- Після повномасштабного вторгнення РФ Польща стала найбільшим торговельним партнером України: її частка в експорті України у 2022 році зросла до майже 15%, в імпорті – до 10%. Найважливішою групою товарів в експорті до Польщі стали продовольчі товари. Значне посилення конкуренції між українськими та польськими товарами на ринку ЄС разом із зниженням світових цін на зерно спровокувало запровадження заборон на імпорт, а згодом і блокади кордонів
- За оцінками НБУ, прямі втрати імпорту товарів у перший місяць блокади становили 500 млн дол., тоді як експорту – 160 млн дол. Втрати імпорту вдалося частково компенсувати завдяки нарощуванню поставок іншими шляхами, а втрати експорту – завдяки нарощуванню поставок через новий морський коридор. Очікується, що цей короточасний вплив буде компенсований використанням наявних запасів та надолуженням поставок у наступні періоди

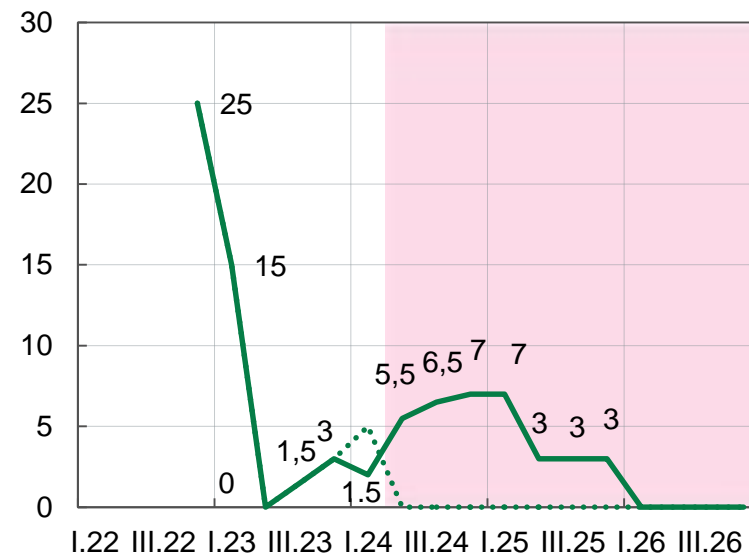
# Відновлення ВВП триватиме завдяки адаптивності бізнесу, м'якій фіскальній політиці, поживленню зовнішнього попиту

Реальний ВВП, %



Джерело: НБУ.

Дефіцит е/е, %

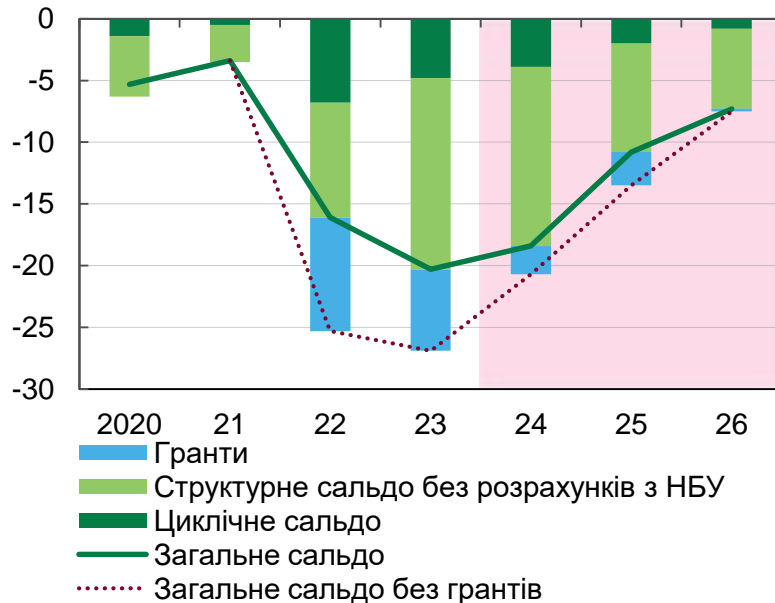


Джерело: оцінки НБУ.

- **Економічне відновлення і надалі триватиме** завдяки адаптивності українського бізнесу, м'якій фіскальній політиці, поживленню зовнішнього попиту та зростанню доходів домогосподарств
- **Ураховуючи атаки на енергетичну інфраструктуру припускаємо дефіцит е/е близько 5% у 2024–2025 роках**, однак ризики нових руйнувань і відповідно вищих дефіцитів зберігаються. Проте рівень готовності бізнесу та населення до потенційних відключень е/е є вищим, ніж у 2022–2023 рр., що обмежуватиме негативний вплив дефіциту е/е на економіку. Від'ємний внесок перегляду оцінок дефіциту е/е в зміну ВВП у 2024 р. оцінено в 0.6 в. п., а в 2025 році – у 0.5 в. п.
- **Із нормалізацією умов для функціонування економіки зростання ВВП пришвидшиться до 4.5–5.3% у 2025–2026 роках**

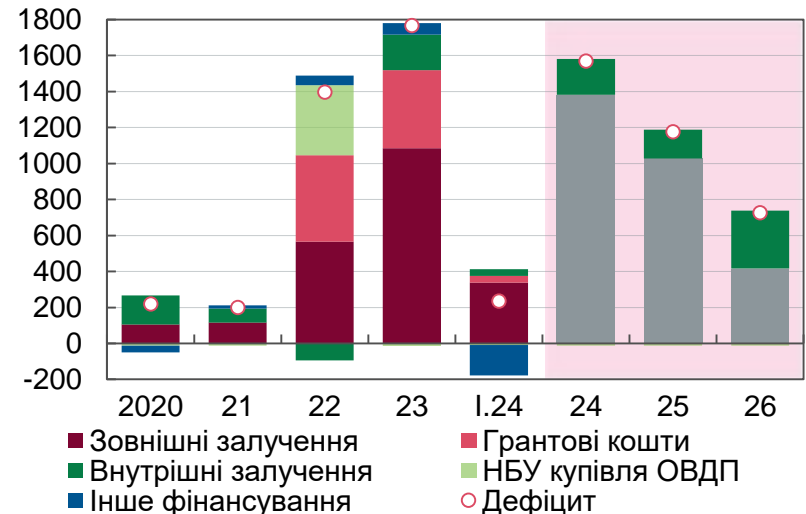
# Дефіцити бюджету залишатимуться суттєвими з огляду на потреби сектору безпеки, соціальної підтримки та відновлення

Сальдо зведеного бюджету, % ВВП



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

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

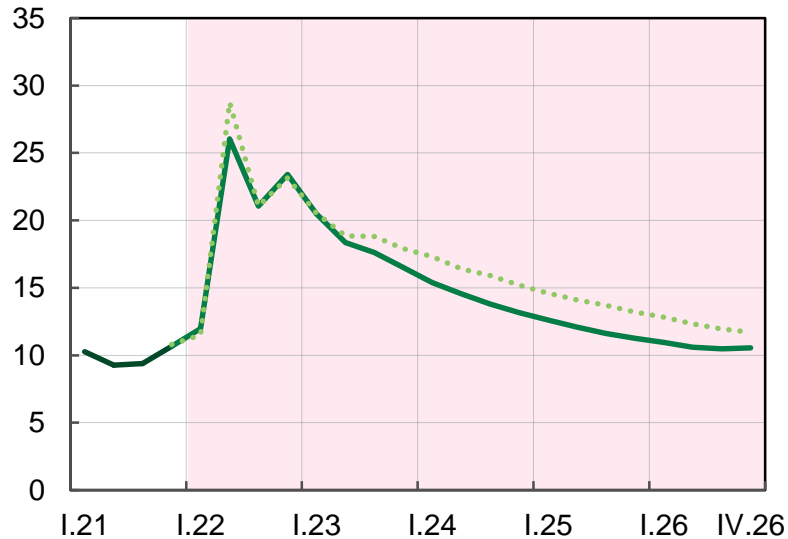


\* Чисті залучення. Дефіцит у 2024-2026 роках – прогноз НБУ. Сіра заливка – зовнішні запозичення, гранти та інші джерела фінансування. Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

- 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
- Сценарій передбачає поступове впровадження додаткових фіскальних заходів до 2026 року обсягом до 2.5% ВВП
- Відношення боргу до ВВП помірно зросте унаслідок значних бюджетних потреб

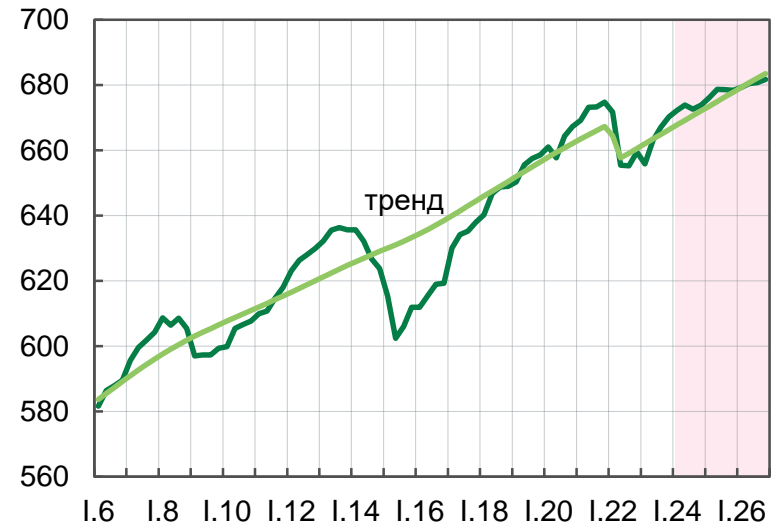
# Зарплати зростатимуть через поживлення економічної діяльності та нестачу кваліфікованих кадрів

Безробіття (МОП), %, с/с



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Реальна зарплата, рівень (логарифми)



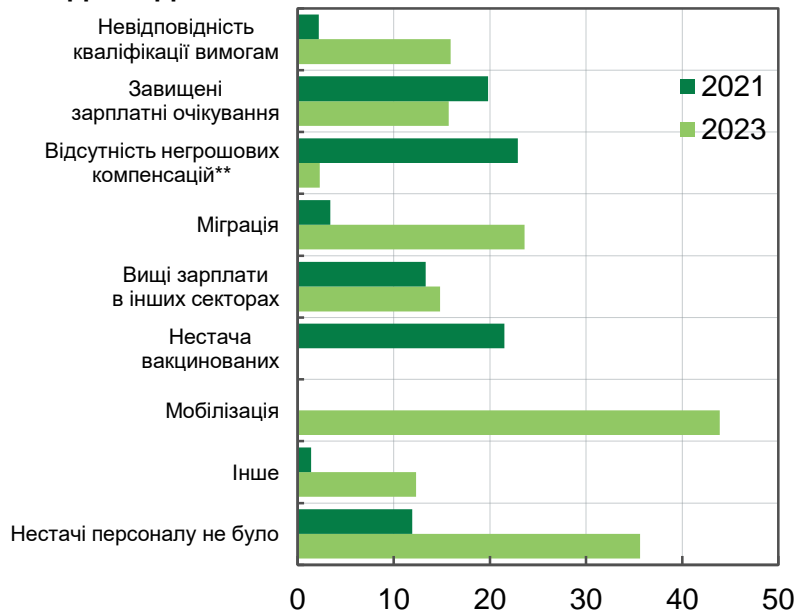
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **Завдяки збільшенню попиту на робочу силу рівень безробіття поступово знижуватиметься**
- **Однак він перевищуватиме показники до повномасштабного вторгнення** через зміни в структурі економіки, міграцію, нерівномірне за регіонами та галузями відновлення, а відтак – посилення невідповідності потреб працедавців і навичок працівників
- **У 2025 році реальні заробітні плати в економіці перевищать свій довоєнний рівень** та підвищуватимуться надалі, зокрема завдяки посиленню конкуренції за робочу силу

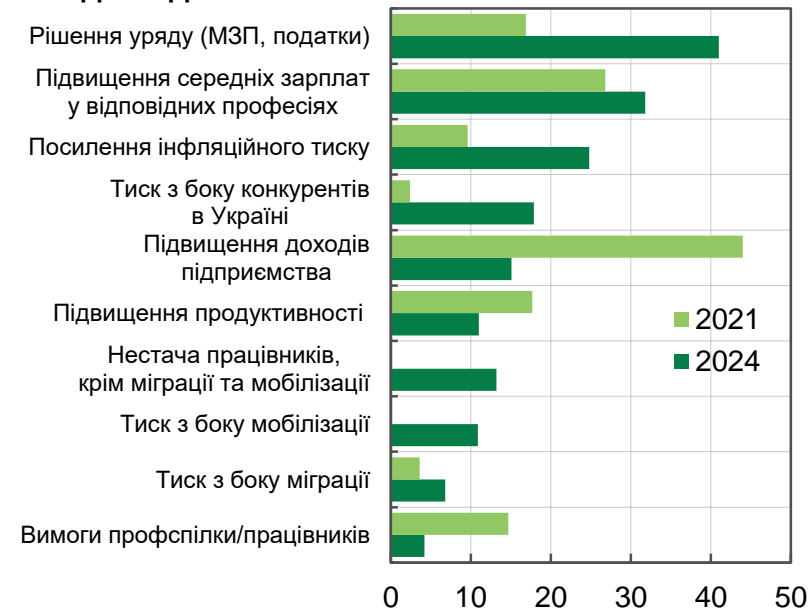


# Вставка. Як змінився ринок праці за два роки повномасштабного вторгнення

Причини нестачі персоналу у 2021 та 2023 роках, % відповідей\*



Чинники підвищення зарплат у 2021 та 2024 роках, % відповідей\*

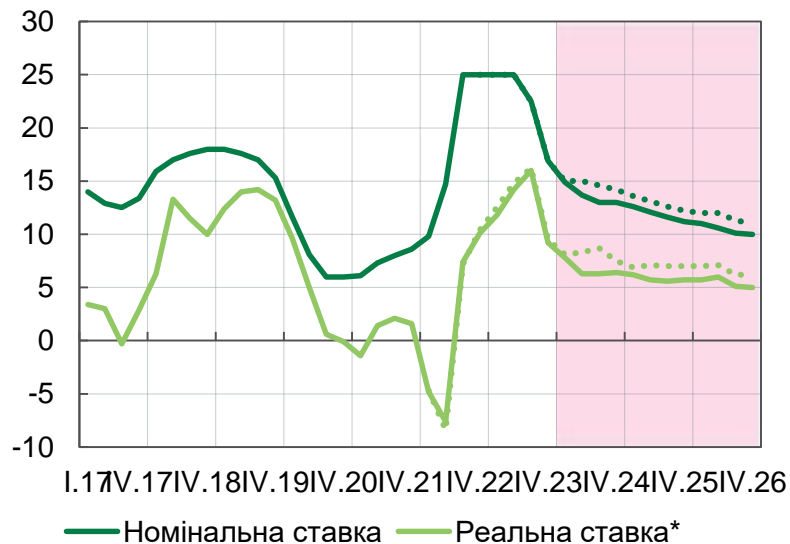


\* Можлива понад одна відповідь. \*\* Негрошові компенсації включають страхівку, транспорт та/або гібридні формати роботи: дистанційна робота, скорочений робочий час, інше. Джерело: НБУ.

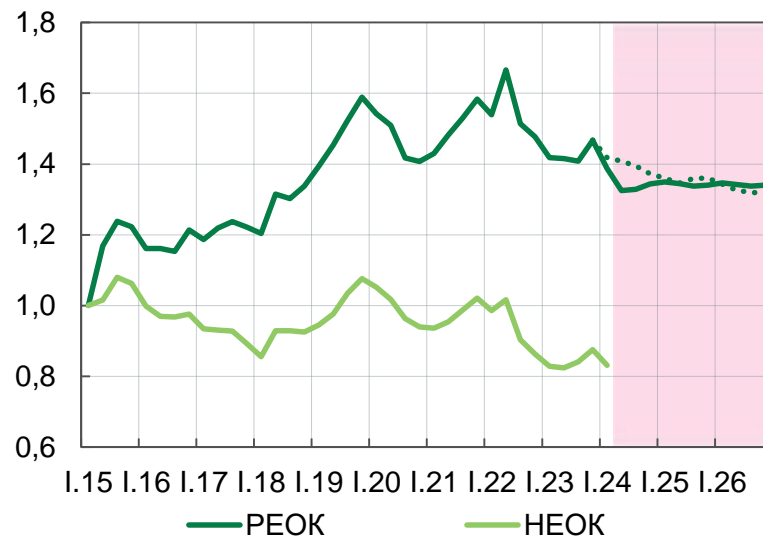
- **І криза COVID-19, і повномасштабна війна призвели до втрати робочих місць, збільшення рівня безробіття, падіння трудових доходів, також підприємства відзначали брак персоналу.** Під час карантину він був зумовлений переважно неможливістю дистанційної роботи (23% відповідей) та нестачею вакцинованих (22%), а під час війни – мобілізацією (44%) та міграцією (24%)
- **Водночас негативний вплив браку персоналу на діяльність підприємств суттєво посилюється під час війни** (26% відповідей у І.22 та 38% у І.24) та є нерівномірним за галузями. Це свідчить про структурні зміни та значно суттєвіше стиснення на ринку праці порівняно зі спадом економіки
- **Через гостру конкуренцію за працівників підприємства змушені підвищувати зарплати та залучати групи населення, які раніше були менше представлені на ринку праці**

# Помірне зниження ставки підтримає відновлення економіки без додаткових ризиків для макростабільності

Облікова ставка (сер. за квартал), %



Індекси РЕОК та НЕОК гривні, I.2015=1



Джерело: НБУ.

Джерело: МВФ, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

- На поточному етапі досягнення цілей НБУ забезпечується консистентною комбінацією інструментів обмінного курсу, процентної політики та валютних обмежень
- Прогноз передбачає зниження облікової ставки до 13% у 2024 році. Попри швидше, ніж передбачав попередній макропрогноз, зниження облікової ставки, у реальному вимірі вона лишатиметься додатною. Це узгоджується з необхідністю підтримки контрольованої ситуації на валютному ринку та стримування інфляції від надмірного зростання у 2024 році, повернення її в цільовий діапазон у 2025 році та утримання її близько цілі надалі
- З початку року РЕОК гривні девальвував, що сприятиме певному поліпшенню стану зовнішньоторговельного балансу та підтримуватиме надходження на валютний ринок

# Баланс ризиків прогнозу зміщений у бік погіршення темпів економічного зростання України 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

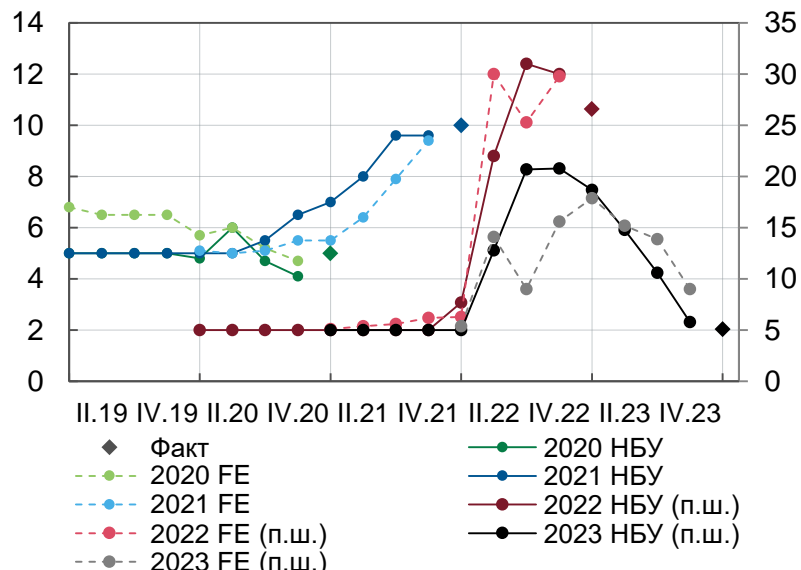
## Альтернативний сценарій: повільна нормалізація

- Альтернативний сценарій виходить з припущення вищих безпекових ризиків і відповідно повільнішого повернення економіки до нормальних умов функціонування
- Відновлення економіки в альтернативному сценарії буде більш кволим, причому навіть в умовах суттєвіших дефіцитів бюджету
- Забезпечення макрофінансової стабільності потребуватиме дещо більших обсягів міжнародної допомоги та водночас значно вищих витрат резервів НБУ для підтримання контрольованої ситуації на валютному ринку та помірної інфляції
- Ключова ставка залишатиметься подібною до базового сценарію. У реальному вимірі облікова ставка також залишатиметься додатною

	2024	2025	2026
Реальний ВВП, зміна у %	3.0 [3.0]	3.3 [5.3]	5.6 [4.5]
ІСЦ, зміна у %	8.6 [8.2]	5.5 [6.0]	5.0 [5.0]
Міжнародні резерви, млрд \$	43.0 [43.4]	38.0 [44.3]	33.3 [39.3]
Облікова ставка, %, в середньому	13.6 [13.6]	11.9 [11.9]	10.4 [10.4]
Офіційне фінансування, млрд дол.	37.9 [37.9]	28.7 [25.1]	18.5 [12.6]
Дефіцит бюджету, % ВВП*	20.7 [20.7]	18 [13.5]	12 [7.5]
Урожай зернових, млн. т	53 [53]	55.1 [59.5]	58.3 [65.5]
Міграція (чиста), млн**	-0.2 [-0.2]	-0.2 [0.4]	0.4 [0.8]

## Вставка. Точність макроекономічних прогнозів

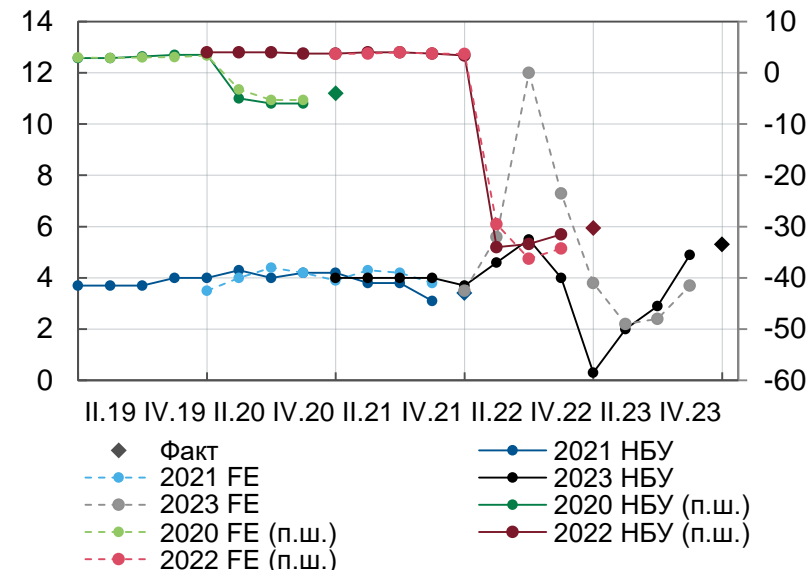
Історія прогнозів: ІСЦ (на 2020–2023 рр.), р/р на кінець року, %



Прогнози та факт на 2022–2023 роки – права шкала.

Джерело: розрахунки НБУ.

Історія прогнозів: реальний ВВП (2020–2023 рр.), % р/р



Прогнози та факт на 2020 і 2022 роки – права шкала.

Джерело: розрахунки НБУ.

- Макроекономічні прогнози є важливою складовою в ухваленні рішень у НБУ, від їх точності залежить результативність монетарної політики
- Упродовж 2023 року прогнози НБУ загалом традиційно залишалися консервативнішими, ніж прогнози інших учасників ринку, оскільки втрати від помилок у проведенні монетарної політики є асиметричними
- Прогноз інфляції на 2023 рік поступово переглядався в бік зниження як НБУ, так і іншими організаціями, влучність прогнозів інфляції НБУ є вищою за середню