



Національний
банк України

Інфляційний звіт (жовтень 2024)

Київ

12 листопада 2024 року



Головне

- **Посилення цінового тиску в другому півріччі 2024 року було очікуваним** та передбачалося попередніми прогнозами НБУ. Водночас зростання інфляції, виявилось швидшим, ніж прогнозувалося
- **У наступні місяці ціновий тиск зберігатиметься** через подальший вплив факторів з боку пропозиції продовольчих товарів, розширення бюджетних видатків, високі темпи зростання заробітних плат та збільшення енергодефіциту. **Водночас навесні 2025 р інфляція почне знижуватися** (зважена монетарна політика, послаблення зовнішнього цінового тиску та поліпшення ситуації в енергосекторі)
- **Зростання економіки триває**, хоча й залишається обмеженим через вплив війни. Зростання ВВП прискорюватиметься у 2025–2026 роках
- **Міжнародна підтримка України залишатиметься суттєвою**
- **Оновлений прогноз НБУ передбачає триваліше утримання облікової ставки на рівні 13%** – щонайменше до літа 2025 року. У разі подальшого зростання цінового тиску понад прогноз та загрози розбалансування інфляційних очікувань НБУ буде готовий посилити процентну політику та застосовувати додаткові монетарні заходи

Жовтневий макроекономічний прогноз НБУ*

Прогноз	2023**	2024	2025	2026
Реальний ВВП, зміна у %	5.3	4.0 (3.7)	4.3 (4.1)	4.6 (4.8)
ІСЦ, зміна у %	5.1	9.7 (8.5)	6.9 (6.6)	5.0 (5.0)
Сальдо поточного рахунку, млрд. \$	-9.6	-16.3 (-14.2)	-27.9 (-19.0)	-28.4 (-23.5)
Міжнародні резерви, млрд. \$	40.5	43.6 (41.2)	41.0 (37.3)	34.7 (32.0)
Дефіцит зведеного бюджету, % ВВП ***	26.9	23 (23)	20 (18)	12 (10)

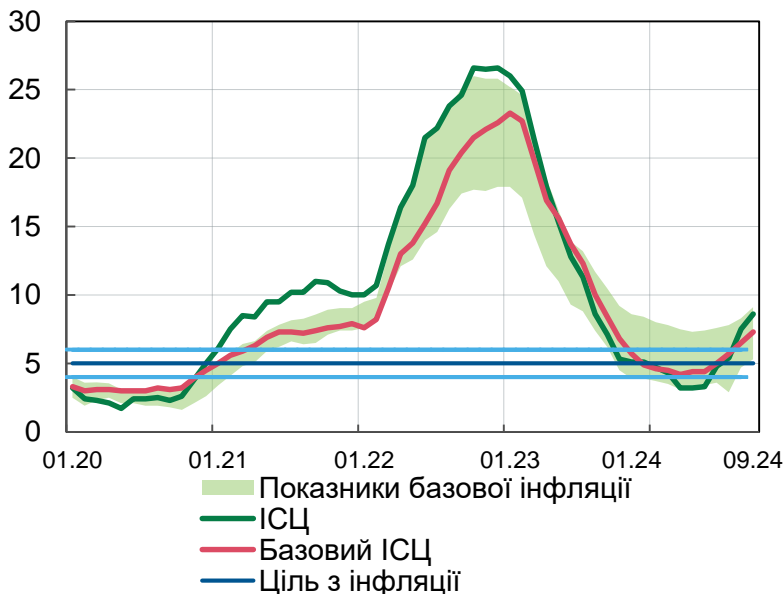
Припущення	2023**	2024	2025	2026
Офіційне фінансування, млрд \$	42.9	41.5 (37.9)	38.4 (31.4)	25 (21.1)
Урожай зернових та зернобобових, млн т	59.8	55.2 (53.7)	57.9 (57.9)	61.7 (61.7)
Міграція (чиста), млн осіб	-0.2	-0.5 (-0.4)	-0.2 (-0.3)	0.2 (0.4)
Реальний ВВП країн - ОТП, %	1.5	2.3 (2.3)	2.8 (2.8)	2.7 (2.7)
ІСЦ в країнах - ОТП, %	7.6	5.8 (5.6)	3.9 (3.9)	2.7 (2.7)

* у дужках попередній прогноз (липень 2024), кольором позначено **зниження/підвищення**

** факт

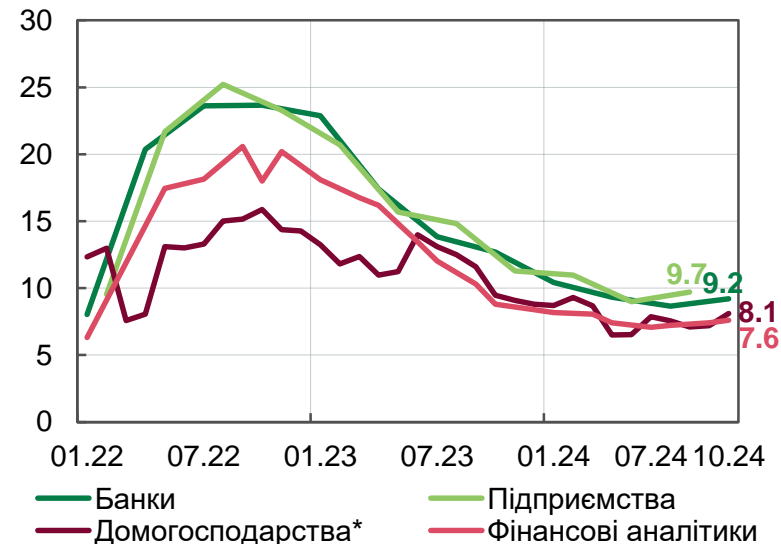
Споживча інфляція очікувано зросла, однак перевищила липневий прогноз

Інфляція* та інфляційна ціль, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



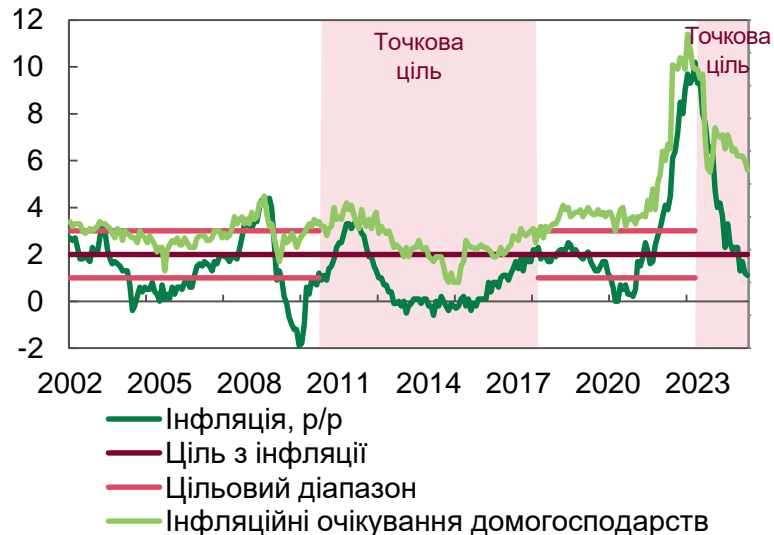
* З березня 2023 р. метод опитування домогосподарств змінено з віч-на-віч на телефонні інтерв'ю.

Джерело: НБУ, Info Sapiens.

- **Інфляція у вересні очікувано пришвидшилася, але перевищувала прогноз НБУ ([Інфляційний звіт за липень 2024 року](#))**. Фундаментальний інфляційний тиск також був сильнішим, ніж прогнозувалося
- **Основні чинники зростання інфляції:** менша пропозиція продуктів харчування через вплив літньої посухи, подальше зростання виробничих витрат та ефекти перенесення девальвації гривні в попередні місяці
- **інфляційні очікування економічних агентів залишалися достатньо стійкими та контрольованими, хоч і маржинально погіршилися**

Вставка 1. У пошуках оптимальної гнучкості: кількісна ціль з інфляції та горизонт монетарної політики

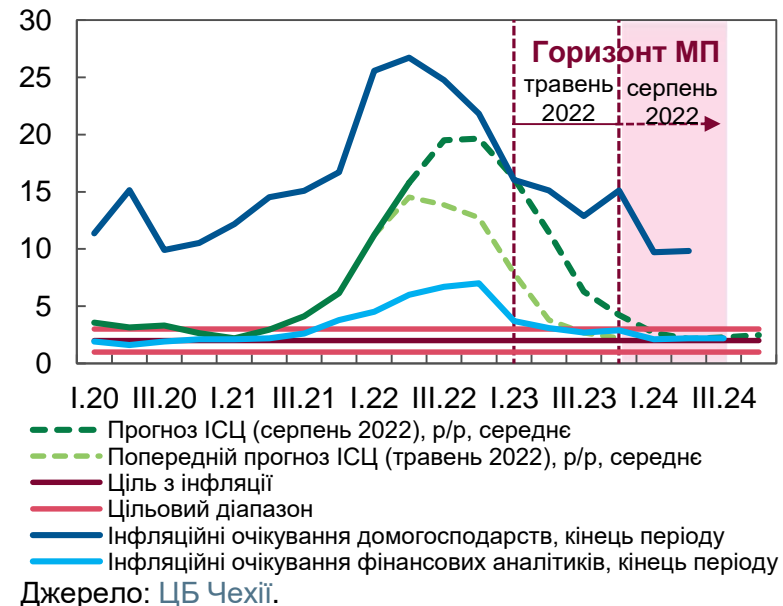
Швеція: інфляція*, інфляційна ціль та інфляційні очікування ДГ на наступні 12 місяців, %



* ІСЦ – до серпня 2017 року включно, далі - CPIF.

Джерело: [ЦБ Швеції](#), [Статистичне управління Швеції](#).

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



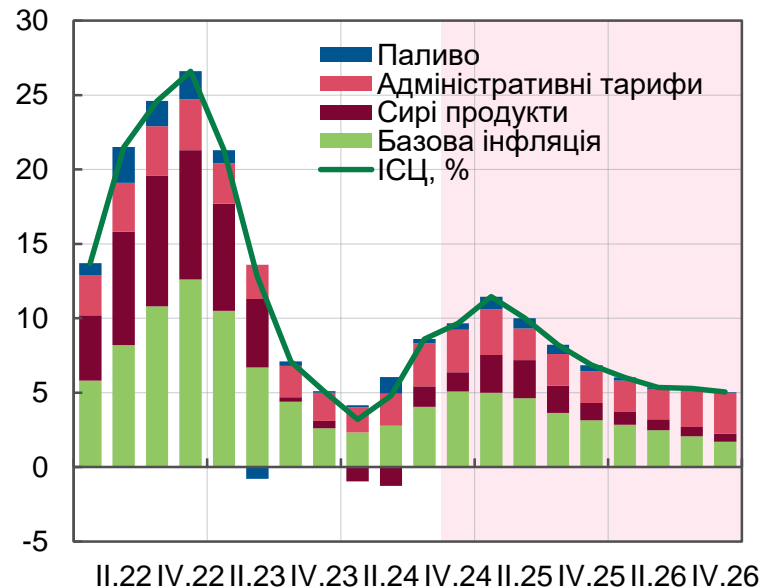
Джерело: [ЦБ Чехії](#).

- **Посилення економічної невизначеності може вимагати тимчасового коригування типу кількісної інфляційної цілі/ подовження тривалості горизонту політики, зокрема**
 - у 2010–2017 роках і з початку 2023-го в умовах суттєвого \uparrow волатильності цін ЦБ Швеції тимчасово переходив від цільового діапазону 1-3% до точкової цілі 2%
 - ЦБ Чехії у серпні 2022 року тимчасово продовжив горизонт МП на 2 квартали
 - ЦБ Канади гнучко адаптує горизонт політики за кожного перегляду макропрогнозу
 - з огляду на безпрецедентні виклики війни НБУ за режиму гнучкого ІТ тимчасово перейшов до точкової інфляційної цілі (5%) та подовженого горизонту політики

Водночас посилення гнучкості МП не має ставити під сумнів бажання / спроможність ЦБ забезпечувати цінову стабільність

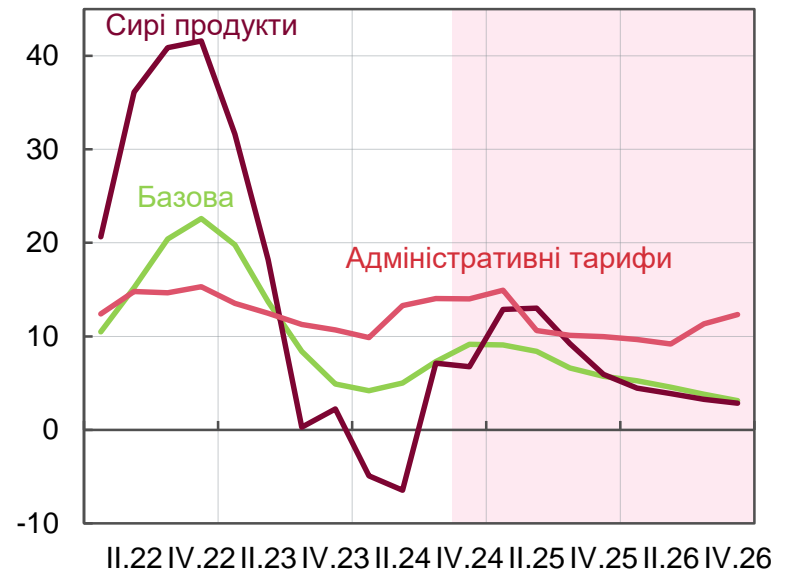
Тиск на ціни зберігатиметься найближчим часом. Проте монетарна політика сприятиме поверненню інфляції до цілі

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Компоненти ІСЦ, % р/р

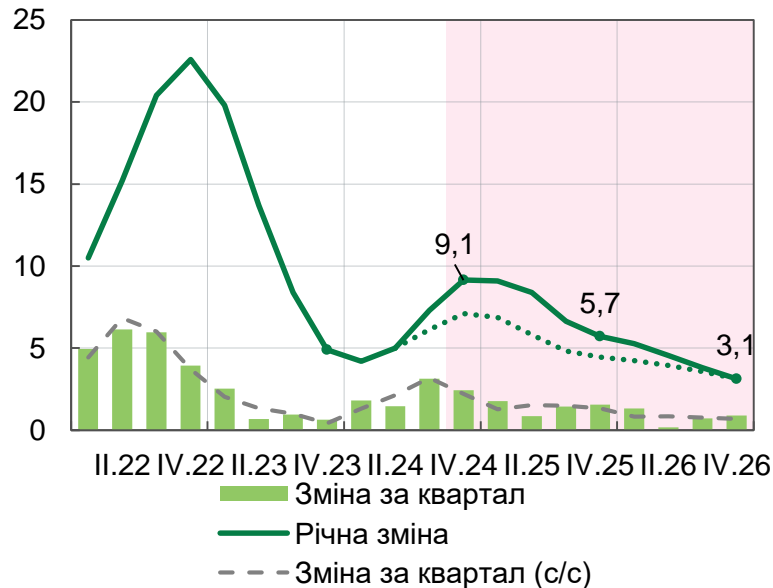


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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

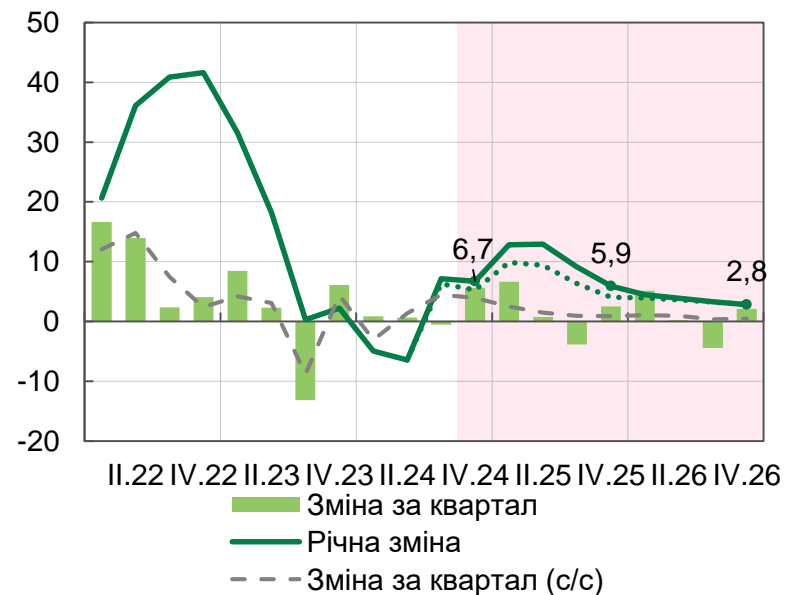
Фундаментальний інфляційний тиск посилився тимчасово і надалі вщухатиме завдяки заходам монетарної політики

Базовий ІСЦ, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Ціни на сирі продовольчі товари, %

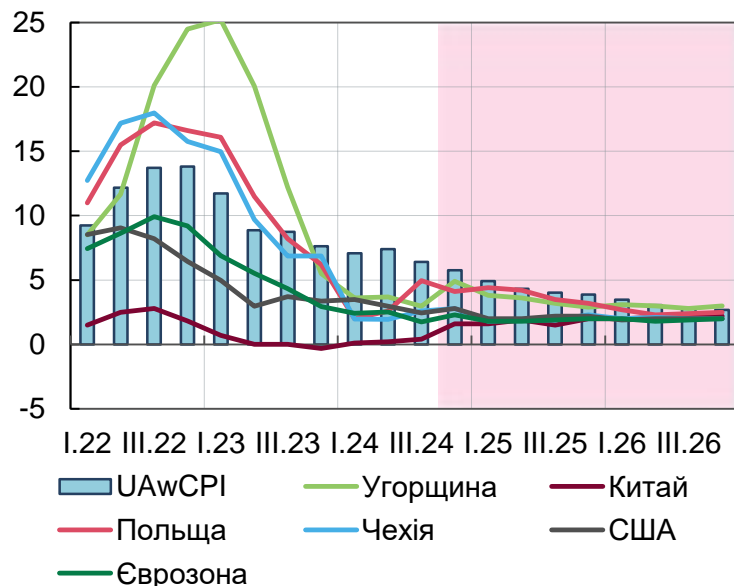


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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

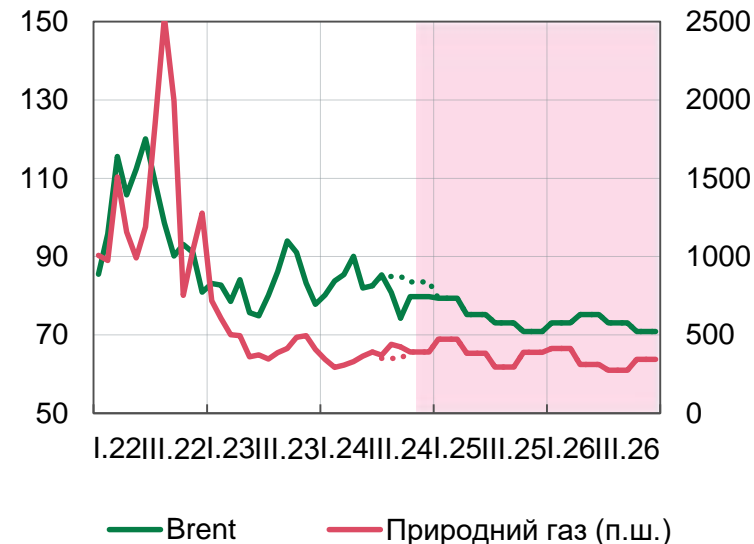
Послаблення зовнішнього цінового тиску додатково сприятиме зниженню інфляції в Україні

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



Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Світові ціни на нафту (дол./бар.) та природний газ, TTF (дол./тис. м³)

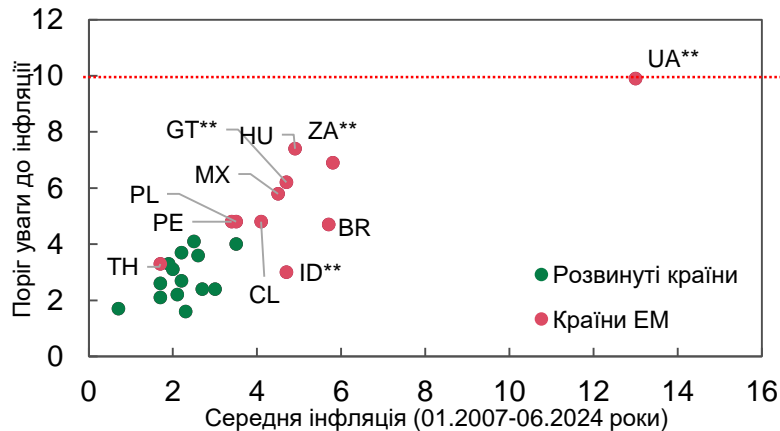


Джерело: Світовий банк, LSEG, прогноз НБУ.

- **Очікується, що інфляція в більшості країн – ОТП України стійко знизиться до цілей у другій половині 2025 року на тлі здешевлення енергоносіїв на світових ринках**
- **Світові ціни на енергоносії попри високу волатильність поволі знижуватимуться**
- **Світові фінансові умови дедалі пом'якшуватимуться на тлі сповільнення інфляції**

Вставка 2. У пошуках оптимальної гнучкості: яким може бути прийнятне відхилення інфляції від цілі

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

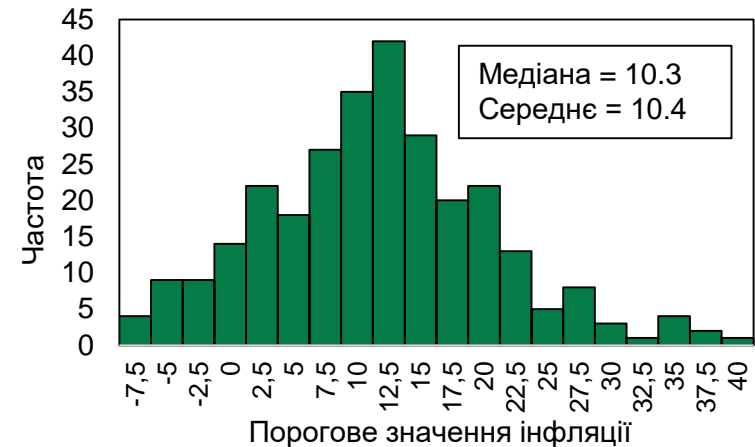


* Оцінений за методологією [Korenok et al. \(2022\)](#) із с/с індексом у Google Trends за темою "Інфляція" у 2007–2024 роках. Зазначені лише країни, де величини коефіцієнтів у рівнянні відповідали очікуванню.

** Скориговано на тренд у 2007–2010 роках, до зміни методології. Для України також скориговано на періоди активних бойових дій у 2014–2016 роках та з 2022 року за допомогою даммі-змінних.

Джерело: Google Trends, Bloomberg, розрахунки НБУ.

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



* Розрахунки ДМПЕА на основі [Korenok et al. \(2023\)](#) з використанням пошукових запитів Google за темою "Інфляція".

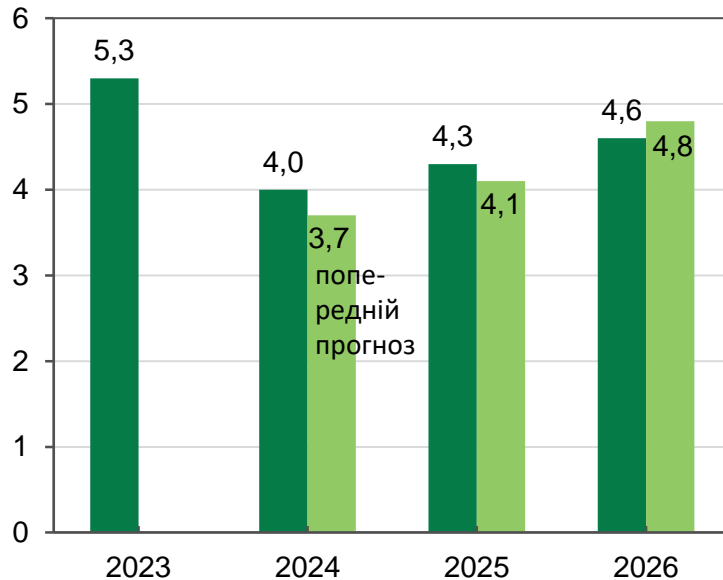
** Оцінено для 320 компонент ІСЦ, які були в споживчому кошику протягом усього періоду спостережень (2018 - 2024). Оцінені порогові рівні очищено від викидів (зображено результати від 5 по 95 перцентиль).

Джерело: Google Trends, ДССУ, розрахунки НБУ.

- Механістичне фокусування ЦБ на постійному утриманні інфляції близько цілі може бути контрпродуктивним. Тож **ЦБ можуть толерувати відносно передбачувані, помірні та нетривалі відхилення інфляції від цілі**
- Швидке, суттєве та/або тривале зростання цін вище певного порогового рівня посилює очікування стійкості інфляційного сплеску → зростають ризики втрати довіри до ЦБ та розбалансування інфляційних очікувань. Тож **ЦБ варто вчасно й рішуче реагувати**
- **Оцінки* для України** на основі пошукових запитів у Google для компонент ІСЦ свідчать, що найчастіше увага до інфляції стрімко зростає після досягнення двозначного рівня (10.3%)

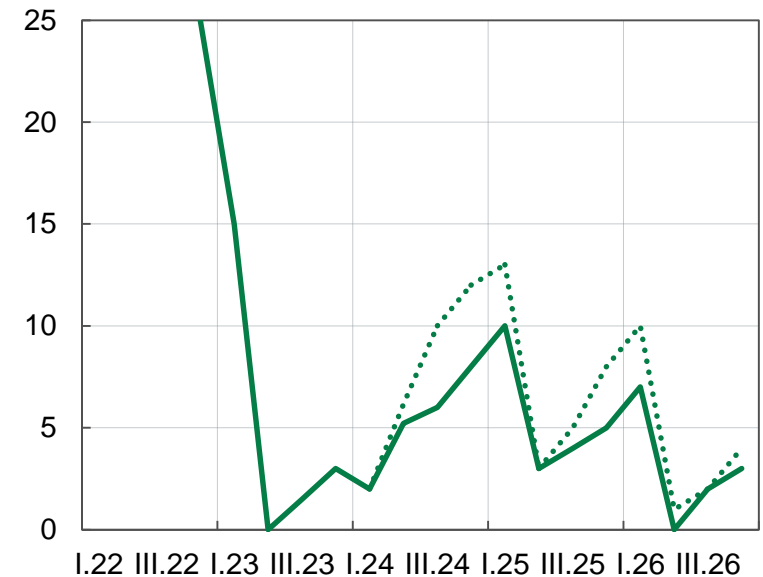
Зростання ВВП прискорюватиметься у 2025–2026 роках, водночас дефіцит е/е стримуватиме відновлення

Реальний ВВП, %



Джерело: НБУ.

Дефіцит е/е, %

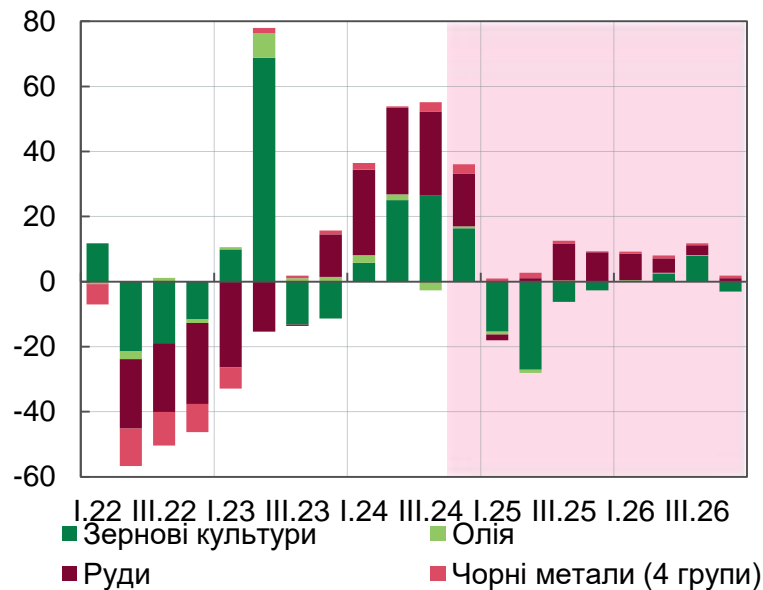


Джерело: оцінки НБУ.

- **Економіка відновлюється швидше за очікування** через вищий урожай ранніх зернових культур, менший дефіцит е/е та швидшу адаптацію підприємств до відключень е/е. Оцінку ВВП у 2024 році підвищено до 4.0%
- **Економічне зростання пришвидшиться до 4.3–4.6%** у 2025–2026 роках завдяки відбудові енергетичних потужностей, стимулюючій ролі державного сектору, зростанню доходів домогосподарств і стійкому зовнішньому попиту
- Попри поліпшення припущень, **дефіцит е/е стримуватиме відновлення ВВП**₁₀

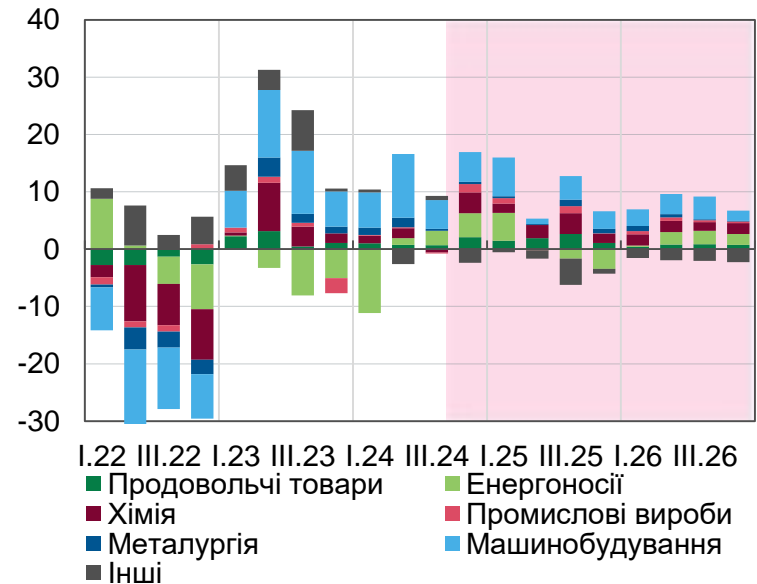
Нарощування експорту товарів стримуватиметься обмеженим виробничим потенціалом та посиленням конкуренції

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



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Внески в річну зміну імпорту товарів, в. п.

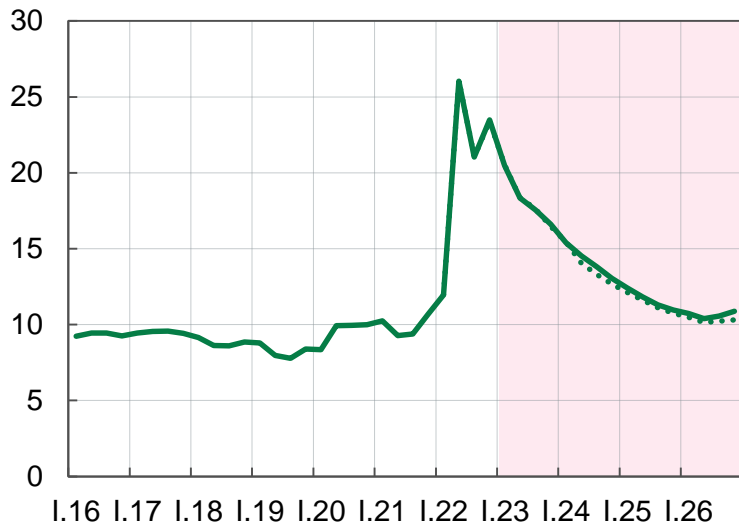


Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

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

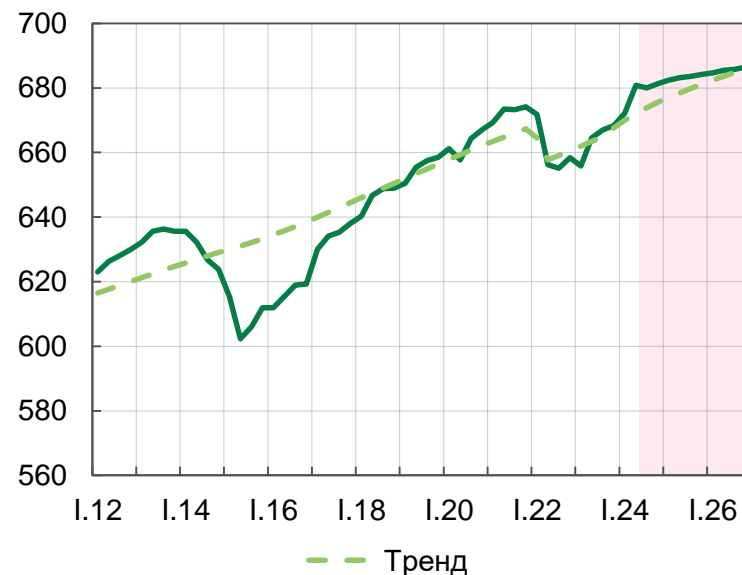
Ринок праці залишатиметься стисненим та обмежуватиме економічне відновлення

Безробіття (МОП), %, с/с



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Реальна зарплата, рівень (логарифми)

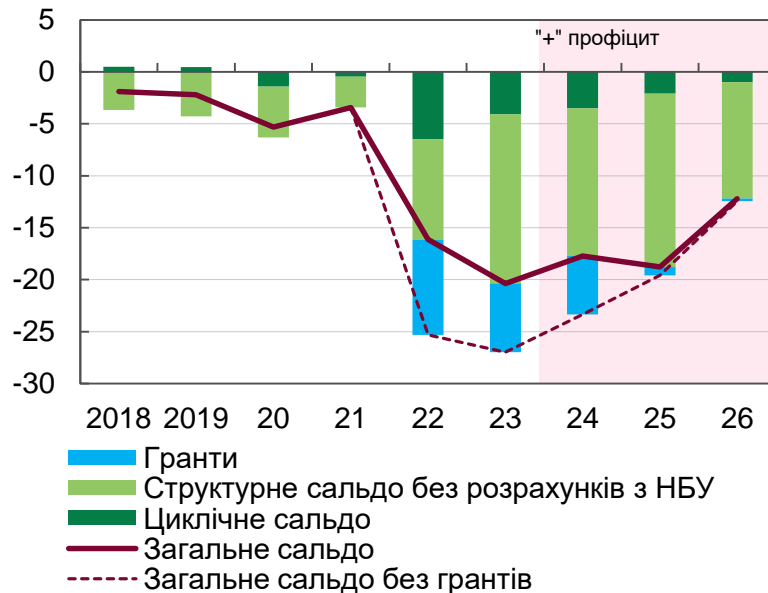


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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

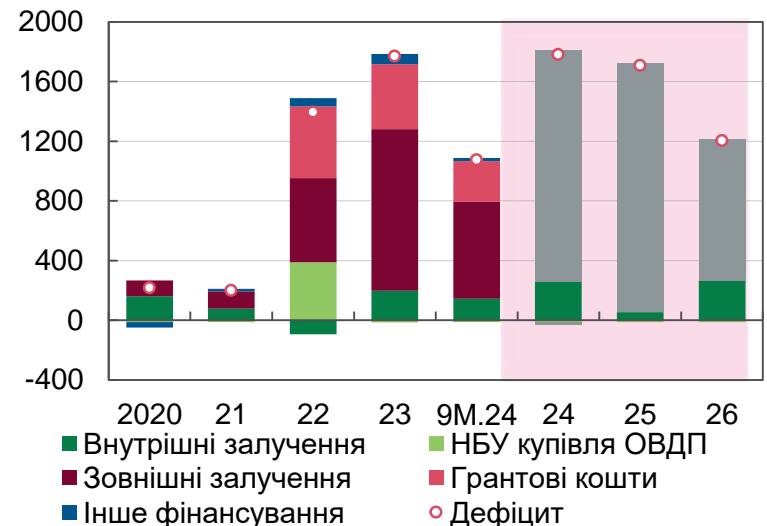
М'яка фіскальна політика й надалі стимулюватиме економічну активність

Сальдо зведеного бюджету, % ВВП



Джерело: ДКСУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

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

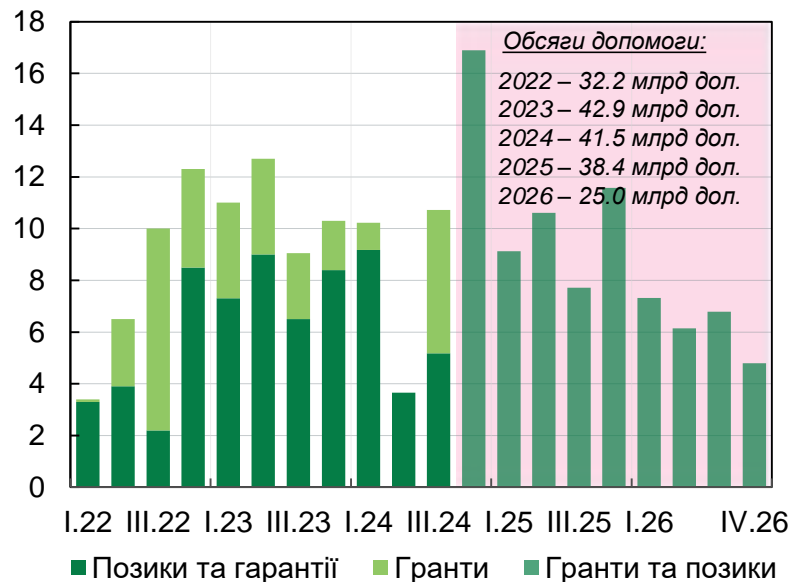


* Чисті залучення. Дефіцит у 2024-2026 роках – прогноз НБУ. Сіра заливка – зовнішні запозичення, гранти та інші джерела фінансування. Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

- **Завдяки достатнім обсягам зовнішньої підтримки уряд зможе й надалі фінансувати значні видатки бюджету. Отже, дефіцити бюджету утримуватимуться суттєвими, хоча поступово скорочуватимуться (з 23% ВВП у 2024 році до 12% ВВП у 26 році) за рахунок зміцнення внутрішньої ресурсної бази на тлі подальшого зростання економіки**
- **Державний сектор надаватиме імпульс економічному зростанню, передусім за рахунок значних видатків на оборонно-безпекові потреби, проєкти відновлення та гуманітарну сферу**

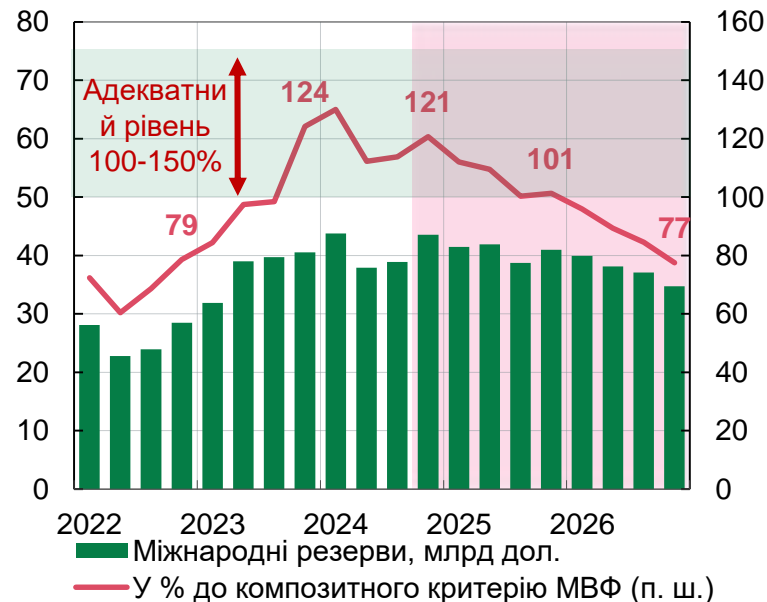
Завдяки достатнім обсягам зовнішньої підтримки НБУ зможе підтримувати належний рівень міжнародних резервів

Міжнародна фінансова допомога, млрд дол.



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

Валові міжнародні резерви, млрд дол.

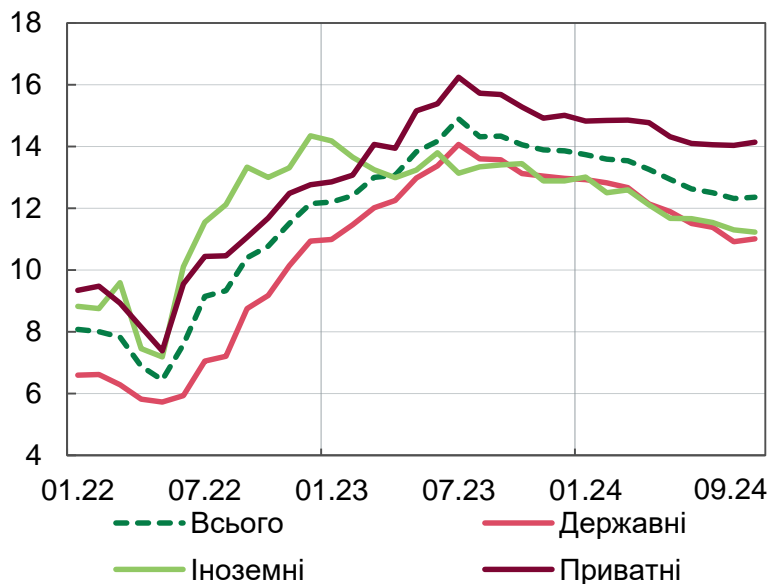


Джерело: розрахунки НБУ.

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

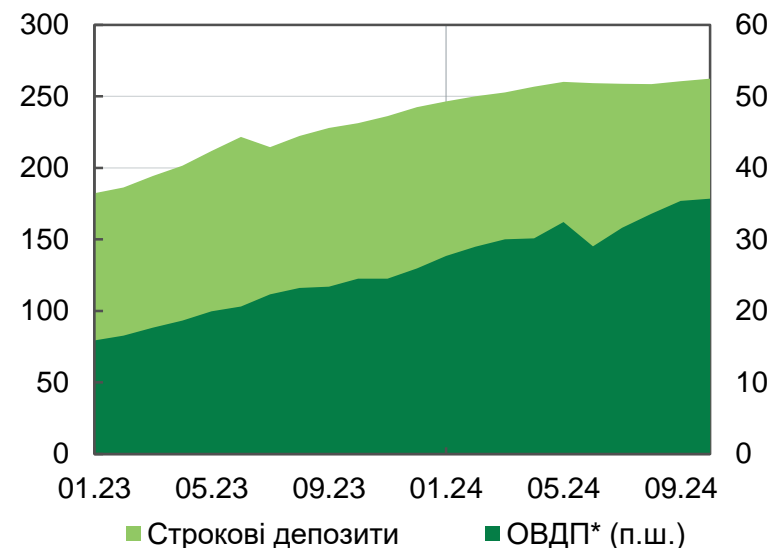
Для протидії ціновому тиску НБУ призупинив пом'якшення процентної політики

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



Джерело: НБУ.

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



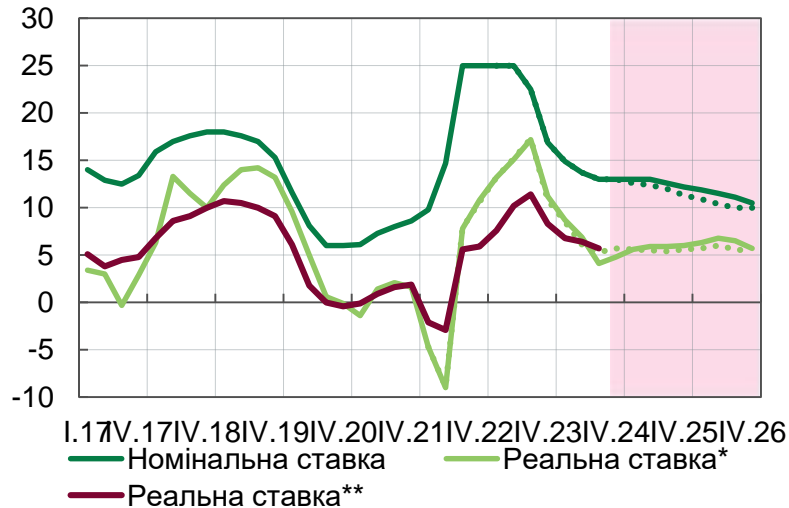
* За номінально-амортизаційною вартістю.

Джерело: НБУ.

- **Збереження ключової ставки незмінною впродовж останніх місяців підтримало інтерес до гривневих заощаджень, ставки за якими нині забезпечують належний захист від інфляційного знецінення. Зокрема, восени відновився приплив строкових депозитів населення в гривні, надалі збільшувалися вкладення в ОВДП у національній валюті.**
- **Незважаючи на погіршення курсових та інфляційних очікувань домогосподарств, поточна дохідність гривневих інструментів є достатньою для підтримання попиту з боку населення на тлі стабілізації ситуації на валютному ринку**

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

Облікова ставка (сер. за квартал), %

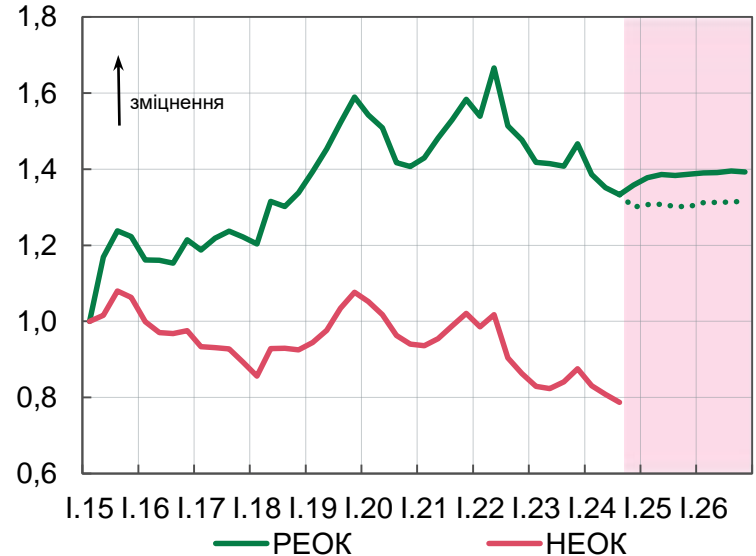


* Дефльована на модельні очікування (КПМ).

** Дефльована на очікування фінансових аналітиків.

Джерело: НБУ.

Індекси РЕОК та НЕОК гривні, І.2015 = 1



Джерело: МВФ, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

- **Поточний прогноз передбачає утримання облікової ставки на рівні 13% щонайменше до середини 2025 року.** Це, а також динаміка курсу, яка узгоджуватиметься із завданнями НБУ зі збереження під контролем інфляційних очікувань, дасть змогу сповільнити та повернути інфляцію до цілі
- **Водночас ключова ставка залишатиметься додатною (5-6%) в реальному вимірі** (нейтральний рівень реальної ставки у 2016-19 рр. оцінювався в 3-4%), що за поточних умов (високих ризиків) не є надмірним
- **РЕОК гривні залишатиметься відносно міцним**, що зумовлюватиме збереження достатньо жорстких реальних монетарних умов

Вставка 3. Від фіксації курсу до гнучкого інфляційного таргетування під час повномасштабної війни

На початку повномасштабного вторгнення НБУ довелося тимчасово перейти до фіксованого обмінного курсу, запровадити жорсткі валютні обмеження й вдаватися до монетизації державного боргу з метою підтримки обороноздатності країни

Водночас, НБУ залишався відданим своєму мандату із забезпечення цінової та фінансової стабільності та **задекларував зобов'язання повернутися до ІТ** за відповідних передумов

Упродовж 2022–2024 років такі передумови були сформовані:

- посилення монетарної трансмісії та дієвості облікової ставки
- уникнення монетизації державного боргу з 2023 року, посилення довіри до нац. валюти, відновлення інтересу до гривневих інструментів, зниження доларизації та послаблення попиту на валюту
- поступове пом'якшення найбільш обтяжливих валютних обмежень
- поступове зміщення ролі номінального якоря монетарної політики з обмінного курсу на інфляцію
- перехід від фіксації до керованої гнучкості обмінного курсу

Значний прогрес за цими напрямками дав змогу тимчасово перейти до гнучкого ІТ

Особливості режиму

- Точкова ціль ІСЦ 5% (без діапазону)
- Подовжений горизонт політики (до 3 р.)
- Керована гнучкість обмінного курсу
- Використання узгодженої комбінації інструментів процентної і валютно-курсової політики, валютних обмежень та інших інструментів для забезпечення цінової стабільності



Гнучкість, що допускає помірні та відносно короткострокові відхилення інфляції від цілі під дією внутрішніх і зовнішніх чинників, які є поза ефективним впливом МП НБУ

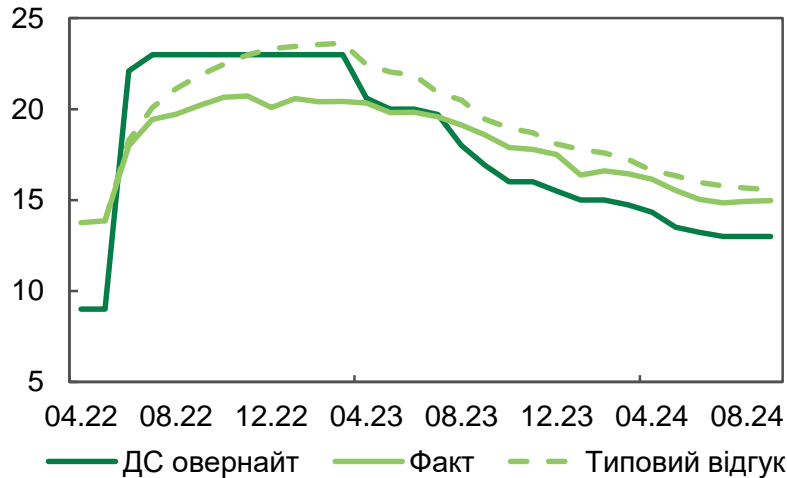


З одного боку, сприяє адаптації економіки до шоків і підтримує її відновлення, а з іншого, – дає змогу зберігати контроль над очікуваннями

НБУ має намір використовувати гнучке ІТ до нормалізації функціонування економіки та відновлення повноцінного формату ІТ з плаваючим обмінним курсом

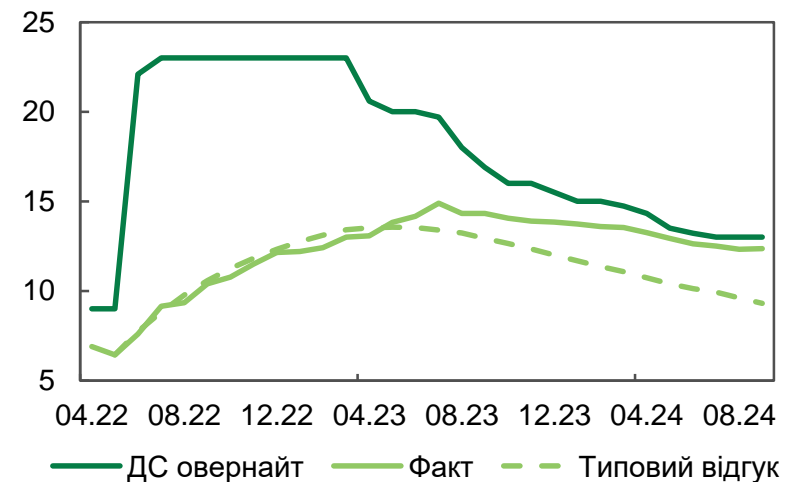
Вставка 4. Відновлення достатньої дієвості ключової ставки НБУ як однієї з передумов переходу до гнучкого ІТ

Ставка ДС овернайт* та середньозважені ставки за новими гривневими кредитами НФК**, %



* Середньомісячна **Без урахування угод за додатковими договорами, за якими відбулася зміна суми та/або процентної ставки, а також пролонгації.
Джерело: розрахунки НБУ.

Ставка ДС овернайт* та середньозважені ставки за гривневими строковими депозитами ФО, %



* Середньомісячна
Джерело: розрахунки НБУ.

- **Сила і прогнозованість реакції ринкових ставок на ключову поступово зростає:**
 - комплекс заходів НБУ сприяв ↑ конкуренції банків за строкові гривневі депозити населення, а після переходу до циклу пом'якшення політики дав змогу таргетовано стримувати зниження депозитних ставок
 - трансмісія в дохідності гривневих ОВДП поліпшилася (краща координація з Мінфіном)
 - збільшенню швидкості/сили трансмісії в ставки за корпоративними кредитами сприяло збереження макростабільності та відновлення ринкового кредитування підприємств
- **Дієвості облікової ставки НБУ все ще недостатньо для повноцінного виконання нею ролі основного монетарного інструменту, проте в поєднанні з іншими монетарними інструментами цілком достатньо для переходу до гнучкого ІТ**

Баланс ризиків базового прогнозу зміщений у бік посилення цінового тиску

		Ймовірність настання ризику		
		Низька <15%	Середня 15%–25%	Висока 25%–50%
Ступінь впливу на базовий сценарій	Слабкий	Відновлення блокади західних кордонів або встановлення додаткових обмежень доступу на європейський ринок		
	Помірний	Швидке відновлення пошкодженої енергетичної інфраструктури	Посилена еміграція Зростання геополітичної напруженості	Потенційне перенесення на ціни додаткового підвищення ставок та/або введення нових податків
	Сильний	Швидка реалізація масштабного плану відбудови України	Зміна оголошених обсягів міжнародної допомоги	Ескалація бойових дій, подальші руйнування виробничих потужностей Більший дефіцит е/е через подальші пошкодження енергетичної інфраструктури Вищі бюджетні потреби