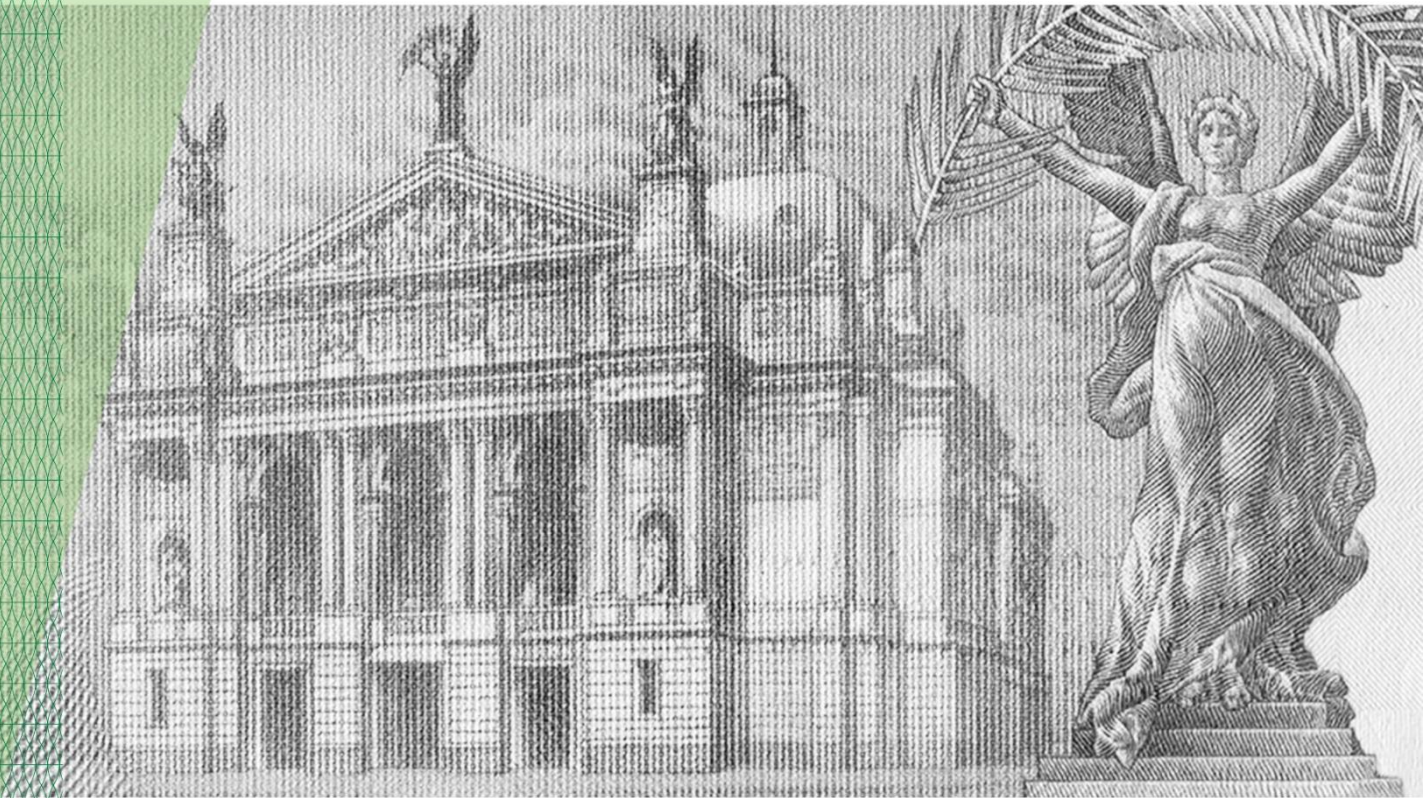




Національний
банк України

Інфляційний звіт

Липень 2021 року



Інфляційний звіт відображає бачення Національного банку України (далі – НБУ) щодо поточного та майбутнього стану економіки України з акцентом на інфляції, що є основою рішень із монетарної політики. Інфляційний звіт публікується щокварталу відповідно до прогнозного циклу.

Пріоритетом монетарної політики є досягнення та забезпечення цінової стабільності. Ціновою стабільністю передбачається незначне зростання цін, а не їхня незмінність. За низької та стабільної інфляції доходи і заощадження українців захищені від знецінення, підприємці можуть здійснювати довгострокові інвестиції у вітчизняну економіку, що сприяє створенню робочих місць. Якщо це не перешкоджає досягненню цінової стабільності, НБУ також сприяє фінансовій стабільності і сталому економічному зростанню.

НБУ забезпечує цінову стабільність, використовуючи режим інфляційного таргетування. Основними його рисами є:

- публічно оголошена ціль з інфляції та зобов'язання її досягати. Проведення монетарної політики спрямоване на наближення темпів інфляції до середньострокової інфляційної цілі 5%. НБУ прагне, щоб фактична інфляція не відрізнялася від цієї цілі більш як на один процентний пункт в обидва боки. Основним інструментом, за допомогою якого НБУ впливає на рівень інфляції, є облікова (ключова) ставка;
- орієнтація на прогноз інфляції. В Україні зміна облікової ставки НБУ найбільше впливає на рівень інфляції через 9–18 місяців. Тому НБУ провадить активну політику з урахуванням не так поточних значень інфляції, як її найімовірнішої динаміки в майбутньому. Якщо прогнозована інфляція перебуває вище цільового рівня, то для її зниження облікова (ключова) ставка підвищується для приведення інфляції до цілі 5%. І навпаки: за нижчого прогнозованого показника інфляції порівняно з цільовим рівнем ключова ставка знижується;
- відкрита комунікація з громадськістю. Прозорість і передбачуваність монетарної політики НБУ, яка досягається в тому числі за рахунок публікації цього Інфляційного звіту, сприяє підвищенню довіри суспільства до монетарної політики, що, у свою чергу, є важливою передумовою для ефективного управління інфляційними очікуваннями та досягнення цінової стабільності.

Рішення щодо облікової ставки Правління НБУ приймає вісім разів на рік відповідно до опублікованого заздалегідь графіка. На засіданнях у січні, квітні, липні та жовтні рішення приймаються на підставі нового макроекономічного прогнозу. На інших чотирьох засіданнях (у березні, червні, вересні та грудні) – на підставі оцінки ризиків та невизначеності з урахуванням нової інформації про внутрішні та зовнішньоекономічні події, яка з'явилася після останнього прогнозу.

Рішення щодо облікової ставки оголошується на пресбрифінгу, який проводиться того самого дня о 14.00 після засідання Правління з питань монетарної політики. Через тиждень після цього в Інфляційному звіті публікується детальний макроекономічний аналіз і прогноз, на підставі якого приймаються рішення щодо облікової ставки. Підсумки дискусії членів Комітету з монетарної політики щодо рівня облікової ставки публікуються на 11-й день після ухвалення рішення. На відміну від прес-релізів щодо рішень із монетарної політики, які відображають консенсусну позицію Правління Національного банку, "Підсумки дискусії" містять знеособлену позицію всіх членів КМП щодо необхідного монетарного рішення та відповідну аргументацію, причому не лише більшості членів, а й альтернативні думки.

Аналіз в Інфляційному звіті ґрунтується на наявних макроекономічних даних на дату його підготовки, тому період аналізу для окремих індикаторів може бути різним. Остання дата оновлення даних за більшістю показників у цьому звіті – 21 липня 2021 року, за окремими показниками – 28 липня 2021 року.

Прогнози інфляції та інших макроекономічних показників були підготовлені Департаментом монетарної політики та економічного аналізу і 22 липня 2021 року схвалені на засіданні Правління НБУ з питань монетарної політики¹.

З попередніми випусками Інфляційного звіту, презентацією до Інфляційного звіту, прогнозом основних макроекономічних показників, а також часовими рядами та даними таблиць і графіків Інфляційного звіту можна ознайомитися за посиланням: <https://bank.gov.ua/monetary/report>.

¹ Рішення Правління Національного банку України від 22 липня 2021 року № 343-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

Зміст

| | |
|---|----|
| Головне | 4 |
| Частина 1. Зовнішнє середовище | 6 |
| Вставка 1. Кількісне пом'якшення: квиток в один кінець? | 9 |
| Частина 2. Економіка України: поточні тенденції | 11 |
| 2.1. Інфляційний розвиток | 11 |
| Вставка 2. Механізм ціноутворення українських підприємств | 14 |
| 2.2. Попит і випуск | 16 |
| 2.3. Ринок робочої сили та доходи домогосподарств | 19 |
| 2.4. Фіскальний сектор | 21 |
| Вставка 3. Середньострокова бюджетна декларація – новація в Україні та міжнародний досвід | 23 |
| 2.5. Платіжний баланс | 25 |
| Вставка 4. Реінвестовані доходи: практика перегляду даних та вплив на показники платіжного балансу | 28 |
| 2.6. Монетарні умови та фінансові ринки | 30 |
| Частина 3. Економіка України: прогноз | 33 |
| 3.1. Інфляційний розвиток | 33 |
| Вставка 5. Як дизайн інфляційного таргетування впливає на відхилення інфляції від цілі та цільового діапазону | 35 |
| 3.2. Попит і випуск | 37 |
| 3.3. Платіжний баланс | 40 |
| Вставка 6. Рівноважне значення сальдо поточного рахунку: оцінки для України | 42 |
| 3.4. Монетарні умови та фінансові ринки | 44 |
| 3.5. Ризики прогнозу | 45 |
| Абревіатури та скорочення | 48 |

Головне

У I півріччі 2021 року інфляція очікувано вийшла за межі цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п., але відхилилася від нього більше, ніж передбачалося, під дією як тимчасових, так і фундаментальних чинників

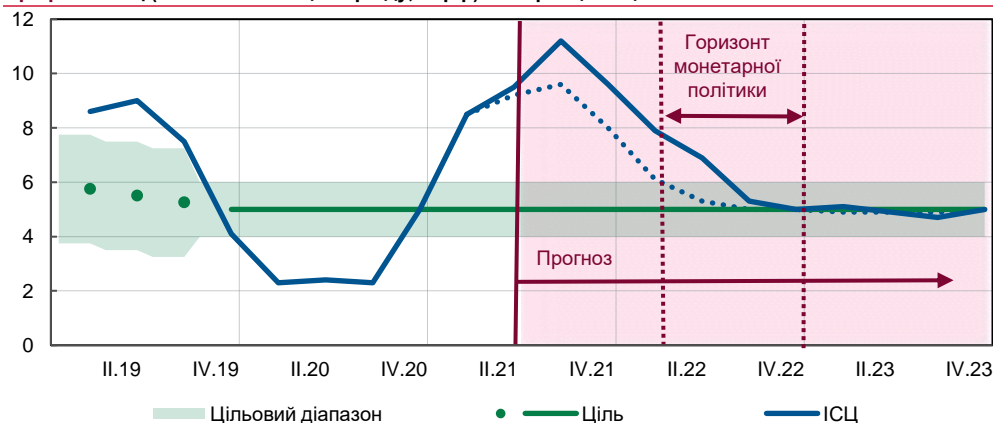
У червні 2021 року споживча інфляція в річному вимірі залишилася на рівні попереднього місяця (9.5%), але була вищою за квітневий прогноз НБУ (9.2%). З одного боку, така динаміка значною мірою зумовлювалася тимчасовими чинниками – зростанням світових цін на продовольство та енергоресурси. З іншого – суттєвіше посилювався фундаментальний інфляційний тиск. Так, базова інфляція в червні пришвидшилася до 7.3% р/р та помітно перевищила квітневий прогноз (6,8% р/р) передусім через збереження високого споживчого попиту та збільшення виробничих витрат підприємств, у тому числі на оплату праці.

На посилення інфляційного тиску, зокрема фундаментального, впливало відновлення економіки. Зростання реального ВВП у II кварталі значною мірою зумовлювалося низькою базою порівняння. Водночас сезонно скориговані показники також свідчили про подальше похвалення більшості галузей. Так, тривало відновлення у промисловості та секторі послуг, продовжувала зростати роздрібна торгівля та вантажооборот. Певною мірою стримували фундаментальний інфляційний тиск сприятлива ситуація на валютному ринку та стабілізація інфляційних очікувань.

Інфляція вже найближчим часом незначно перевищить 10%, але сповільниться наприкінці 2021 року і повернеться до цілі 5% у другому півріччі 2022 року

З огляду на стрімке зростання світових цін та подальше відновлення попиту, НБУ погіршив прогноз інфляції на кінець 2021 року з 8% до 9.6%. Після досягнення піку восени цього року інфляція почне сповільнюватися завдяки надходженню нового врожаю, корегуванню глобальних цін на енергоносії, вичерпанню ефекту низької бази порівняння. Посилення монетарної політики НБУ, зокрема підвищення облікової ставки та згортання антикризових монетарних заходів, також дасть змогу втримати під контролем інфляційні очікування та поступово позначиться на послабленні фундаментального інфляційного тиску. У результаті у другому півріччі наступного року інфляція сповільниться до цілі 5%, близько якої перебуватиме і надалі.

Графік 1². ІСЦ (станом на кінець періоду, % р/р) та інфляційні цілі



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Національний банк залишив прогноз зростання реального ВВП незмінним – на рівні близько 4% у 2021-2023 роках

Посилення споживчого попиту та сприятливі умови зовнішньої торгівлі компенсують втрати економіки України через посилення карантину взимку та навесні та окремих інших тимчасових чинників. Зважаючи на це, НБУ зберіг прогноз зростання реального ВВП у 2021 році на рівні 3.8%. Надалі економіка зростатиме на близько 4% щороку. Крім високого приватного споживання, цьому сприятимуть значний попит на товари українського експорту, а також похвалення інвестиційної діяльності підприємств.

² Якщо не позначено інше – пунктирна лінія на графіках означає попередній прогноз.

Поточний рахунок у 2021 році повернеться до незначного дефіциту, який суттєво розшириться в наступні роки внаслідок зростання внутрішнього попиту та менш сприятливих умов торгівлі

У 2021 році поточний рахунок платіжного балансу буде зведено з дефіцитом 0.4% ВВП. Це зумовлюватиметься зростанням внутрішнього попиту, відновленням закордонного туризму та вищими обсягами виплат дивідендів. Ці чинники будуть лише частково компенсовані сприятливими умовами торгівлі та високим урожаєм зернових. У 2022–2023 роках дефіцит поточного рахунку значно розшириться унаслідок подальшого зростання внутрішнього попиту та гірших умов торгівлі.

Основним припущенням макропрогнозу залишається продовження співпраці з Міжнародним валютним фондом

Тривале гальмування у виконанні угоди про співпрацю з МВФ створює ризики для фінансування дефіциту державного бюджету, передусім у наступні роки. Також це може призвести до погіршення інфляційних та курсових очікувань, що змусить центробанк проводити жорсткішу монетарну політику. Натомість виконання програми співпраці з МВФ дасть змогу залучити передбачений обсяг офіційного фінансування та здешевити інші залучення на зовнішньому та внутрішньому ринках. Це також дасть можливість збільшити міжнародні резерви до 31 млрд дол США в 2021 році й утримувати їх близько цього рівня надалі.

Ключовими ризиками для макропрогнозу є посилення карантину в Україні та у світі, а також триваліший та суттєвіший, ніж передбачалося, інфляційний сплеск у світі

Нові варіанти коронавірусу, зокрема "Дельта", швидко ширяться світом та можуть завдати нових втрат українській економіці. За оцінками НБУ, від'ємний внесок усіх карантинних обмежень, запроваджених у першому півріччі 2021 року, у річний реальний ВВП становив 0.6 в. п. Водночас на відміну від карантинних обмежень навесні минулого року, вони не мали стримуючого впливу на інфляцію передусім через збереження стійкого споживчого попиту.

Зростає також ймовірність тривалішого та суттєвішого інфляційного сплеску у світі під впливом значних фіскальних та монетарних стимулів. Це створює ризики посилення імпорту інфляції в Україну та пришвидшення переходу провідних центральних банків до жорсткішої монетарної політики. Останнє може знизити інтерес інвесторів до країн ЕМ, зокрема до України. Актуальними залишаються інші ризики проінфляційного характеру, зокрема ескалація військового конфлікту з Росією та різке погіршення умов торгівлі.

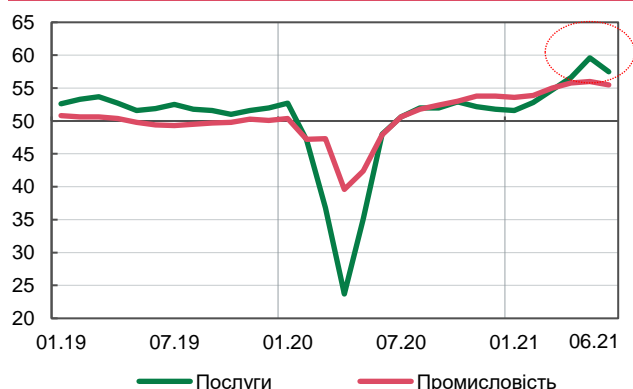
Національний банк підвищив облікову ставку до 8%. В умовах суттєвішого посилення фундаментального інфляційного тиску це є необхідним для повернення інфляції до цілі 5% у 2022 році та утримання під контролем інфляційних очікувань

Зважаючи на наявний баланс ризиків та посилення фундаментального інфляційного тиску, НБУ підвищив облікову ставку у липні до 8%. Загалом з початку року облікову ставку підвищено на 2 в. п. Для посилення антиінфляційного тиску від підвищення ставки НБУ також розпочав згортання антикризових монетарних заходів, змінив операційний дизайн монетарної політики та параметри валютних інтервенцій. Так, вартість кредитів рефінансування як на строк до 90 днів, так і до трьох років встановлено на рівні не менше ніж "облікова ставка + 1 в. п.". Також зменшені планові обсяги щоденних інтервенцій з купівлі валюти на міжбанківському валютному ринку з 20 млн дол. США до 5 млн дол. Прогноз НБУ передбачає подальше підвищення облікової ставки до 8,5% та її збереження на цьому рівні до II кварталу 2022 року для повернення інфляції до цілі 5% у 2022 році та утримання під контролем інфляційних очікувань. У разі реалізації додаткових проінфляційних ризиків НБУ готовий і надалі застосовувати монетарні інструменти для повернення інфляції до цілі.

Частина 1. Зовнішнє середовище

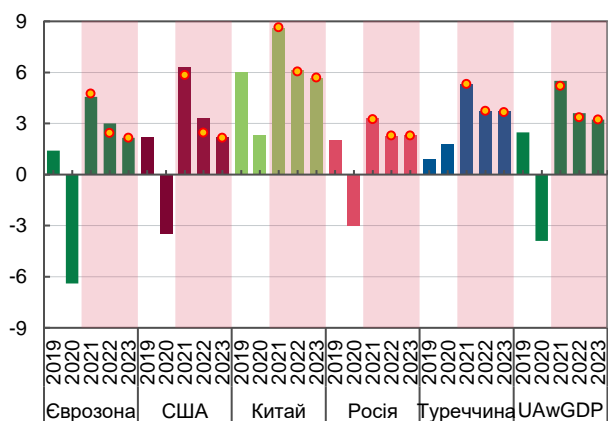
- Глобальна економіка й надалі зростатиме завдяки поживленню світової торгівлі та заходам стимулювання в умовах поширення вакцинації та зняття карантинних обмежень. Інфляція у світі після стрімкого зростання поступово сповільниться.
- Зовнішня цінова кон'юнктура для України в першому півріччі 2021 року виявилася суттєво кращою, ніж очікувалося, однак на прогнозованому горизонті цей позитивний фактор вичерпується. Через посилення контролю за викидами у світі середньостроковий рівень цін на більшість товарів буде вищим порівняно з попередніми роками.
- Очікується поступова нормалізація монетарної політики як провідними центральними банками світу, так і центробанками країн ЄМ. За таких умов інтерес інвесторів до активів країн ЄМ залежатиме від макрофінансової стабільності та проведення структурних реформ.

Графік 1.1. Глобальний PMI



Джерело: J.P.Morgan, IHS Markit.

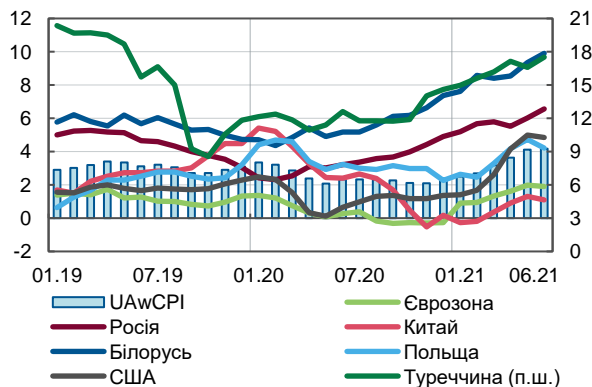
Графік 1.2. Реальний ВВП окремих країн та UAwGDP, %, р/р



● - Попередній прогноз НБУ.

Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Графік 1.3. UAwCPI та ІСЦ в окремих країнах – ОТП України



Джерело: МВФ, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

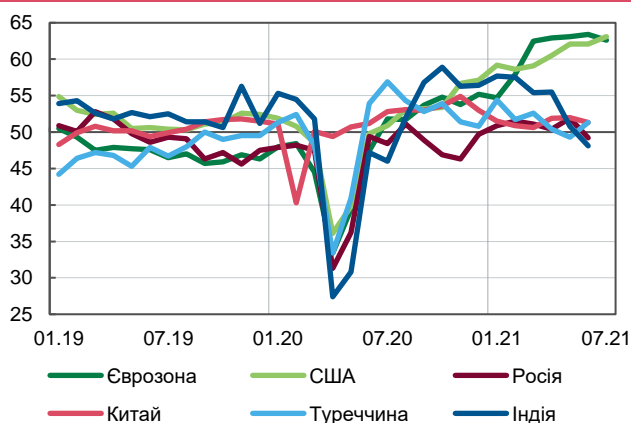
Глобальна економіка відновлюватиметься стійкими темпами. Інфляція після стрімкого зростання поступово сповільниться

У II кварталі глобальна економіка зростала, насамперед завдяки дії заходів масштабного стимулювання та послабленню карантину в умовах поширення вакцинації. Це підтримало стрімке відновлення сектору послуг із квітня 2021 року слідом за швидким зростанням виробництва, яке розпочалося раніше. Ділова активність і нові замовлення в [секторі послуг](#) зростали найбільшими темпами за останні 15 років, а поживлення попиту підкріпило створення робочих місць та оптимізм бізнесу.

Пришвидшеному зростанню [світової промисловості](#) [сприяло](#) стрімке відновлення [глобальної торгівлі товарами](#). Однак усе ще порушені глобальні ланцюги постачання стримували нарощування виробництва та призвели до накопичення незавершених замовлень. У результаті попит усе ще випереджав пропозицію, а середні закупівельні ціни суттєво зросли. Споживча інфляція теж пришвидшилася внаслідок подорожчання енергоносіїв та перенесення значних витрат виробництва на відпускні ціни. Додатковими факторами були ефекти девальвації національних валют окремих країн у попередні періоди та низька статистична база минулого року. Утім, більшість цих чинників мають тимчасовий характер, про що свідчать також [опитування Bank of America Merrill Lynch](#), вичерпання яких призведе до сповільнення інфляції в наступні роки.

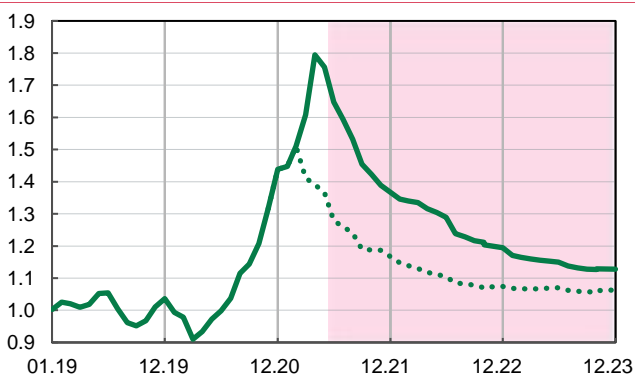
Темпи відновлення розвинутих економік та країн ЄМ суттєво відрізняються. Прискорене відновлення розвинутих економік, передусім [США](#), спостерігається в умовах вищих темпів вакцинації, реалізації інвестиційних проєктів завдяки фіскальній і монетарній підтримці. Лише 1.9 трлн дол. фіскальних стимулів США матимуть додатковий внесок (1.6 в. п.) у зростання ВВП цієї країни у 2021 році. Це супроводжується зміцненням ринку праці, зокрема зростанням доходів та зниженням рівня безробіття. Утім, незважаючи на спадну динаміку, безробіття в США досі лишається найвищим за останні майже сім років і ще довго перебуватиме вище докризового рівня, стримуючи відновлення споживчого попиту. Зростання [доходів населення](#) також сповільнюється в міру вичерпання додаткових соціальних допомог на період пандемії. Натомість інфляція стрімко

Графік 1.4. PMI обробної промисловості окремих країн



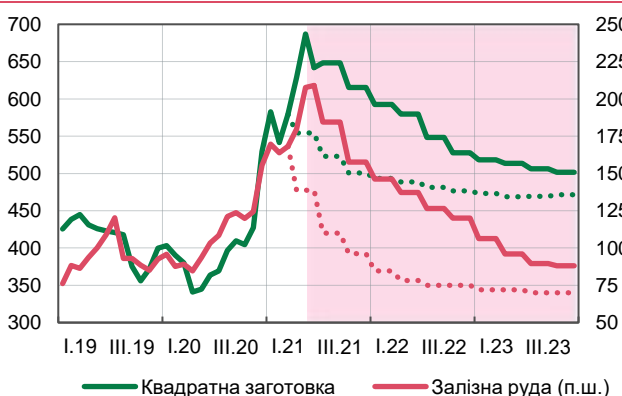
Джерело: IHS Markit.

Графік 1.5¹. Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСПІ), 12.2004=1



Джерело: Світовий банк, розрахунки НБУ.

Графік 1.6. Світові ціни на чорні метали та залізну руду*, дол./т, середні за квартал



* Steel Billet Exp FOB Ukraine та China import Iron Ore Fines 62% FE spot (CFR Tianjin port).

Джерело: Refinitiv Datastream, прогноз НБУ.

¹ Тут і надалі пунктирна лінія – попередній прогноз НБУ, суцільна лінія – поточний прогноз НБУ.

зросла, передусім через подорожчання енергоносіїв, і залишатиметься суттєво вищою за середній цільовий рівень 2% до кінця поточного року. Її динаміка стримуватиметься завдяки вичерпанню дії тимчасових чинників і посиленню монетарної політики ФРС.

Випереджаючі індикатори свідчать про повернення до зростання економіки Єврозони в II кварталі за рахунок прискорення в промисловому секторі та відновлення секторів послуг, а композитний PMI в червні був найвищим за останні 15 років. Вагомим чинником такої динаміки було посилення внутрішнього та зовнішнього попиту, що, однак, супроводжувалося подальшим підвищенням цін. Інфляція в травні сягнула найвищого рівня з 2000 року, але дещо сповільнилася в червні. Очікується, що, незважаючи на падіння в I кварталі 2021 року, темпи зростання Єврозони у 2021–2023 роках будуть значними завдяки посиленню споживчого попиту в умовах згасання пандемії, стимулюючій монетарній і фінансовій політиці. Інфляція поступово сповільниться та залишатиметься нижче цілі в наступні два роки.

Економічне відновлення в країнах ЕМ послабилося в II кварталі через погіршення епідемічної ситуації в окремих країнах. У подальшому завдяки нарощуванню світової торгівлі та державним програмам воно залишатиметься відносно стійким. Водночас через гіршу заякореність інфляційних очікувань в умовах високих світових цін центральні банки країн ЕМ дедалі посилюватимуть свою монетарну політику.

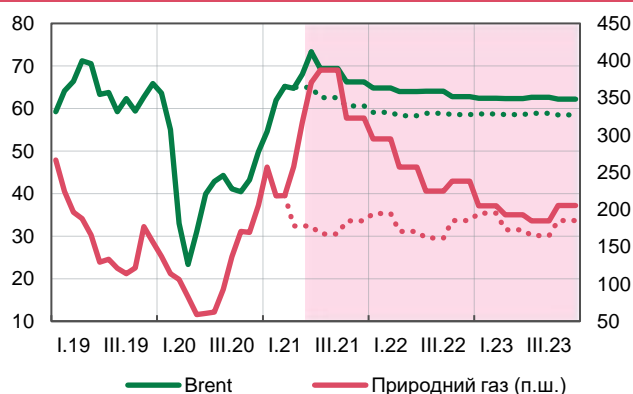
Глобальна цінова кон'юнктура для України після стрімкого поліпшення в першому півріччі 2021 року надалі поступово погіршуватиметься

Прискорене зростання пропозиції навіть за високого попиту поступово стабілізуватиме світові ціни на більшість товарних груп. Однак через посилення контролю за викидами у світі (внаслідок активізації виконання Паризької кліматичної угоди) середньостроковий рівень цін на більшість товарів буде вищим порівняно з попередніми роками.

У II кварталі тривало стрімке подорожчання сталі через суттєвий дефіцит в умовах прискореного відновлення світової економіки та посилення екологічних вимог, що змушує змінювати технологічні процеси. Нарощування світової пропозиції поступово скоригує ціни донизу, однак реалізація плану регулювання викидів, насамперед Китаєм та ЄС, утримуватиме ціни на високих рівнях. З цієї ж причини значним залишатиметься попит на високоякісну руду. Проте через збільшення виробництва руди Австралією, Бразилією та Китаєм (на африканському залізорудному проекті) вона поволі дешевшатиме.

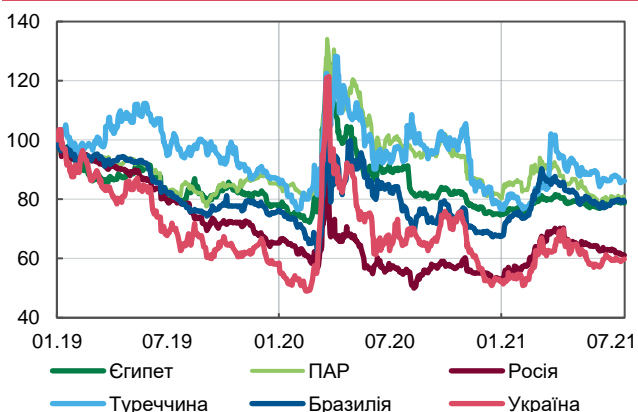
Світові ціни на зернові та олійні культури зростали та були доволі волатильними через високе споживання з боку промислового, кормового та харчового сегментів. Додатковим негативним чинником були нижчі врожаї через погіршення погодних умов, зокрема в країнах Латинської Америки. Надалі, попри високий світовий попит, ціни знижуватимуться на ці товарні групи завдяки очікуванню рекордним урожаем.

Графік 1.7. Світові ціни на нафту марки Brent (дол./бар.) та ціни на природний газ на німецькому хабі (дол./тис. м³), середні за квартал



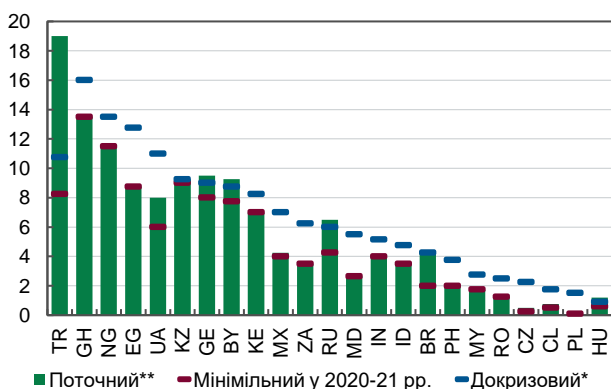
Джерело: Refinitiv Datastream, прогноз НБУ.

Графік 1.8. JP Morgan EMBI+, 01.01.2019=100



Джерело: Bloomberg, розрахунки НБУ, станом на 22.07.2021.

Графік 1.9. Рівень ключових процентних ставок у окремих країнах EM**, %



* Станом на 01.03.2020.

** Станом на 28.07.2021.

Джерело: офіційні сторінки центральних банків.

Світові ціни на енергоносії стрімко зросли в умовах відновлення світової економіки, дії угоди ОПЕК+ та вичерпання запасів (запаси природного газу станом на кінець червня в Європі залишалися на 10-річному мінімумі для цього періоду). На прогнозованому горизонті ціни на нафту коливатимуться близько 60–70 дол./бар. – високий попит задовольнятиметься суттєвими обсягами видобування, насамперед країнами поза ОПЕК, та очікуваним відновленням постачання з Ірану в межах виконання ядерної угоди. Натомість попит на природний газ як більш екологічно чистий продукт суттєво зростатиме, що утримуватиме ціни на нього, попри сезонні корекції, на високому рівні.

Очікується подальша нормалізація монетарної політики як розвинутими країнами, так і країнами EM

Фінансові умови залишалися сприятливими як для розвинутих країн, так і для країн EM та підтримували відновлення світової економіки. Зростання доходності боргових цінних паперів провідних країн, насамперед США, компенсувалося для інвесторів високими цінами на акції та звуженням спредів корпоративних облігацій. Премія за ризик для країн EM поволі зменшувалася. У результаті після шокового відпливу капіталу з ризикових активів у березні 2021 року з квітня відновився приплив портфельного капіталу до цих країн. Більшість валют країн EM протягом II кварталу зміцнилася. Натомість наприкінці червня – у липні інтерес інвесторів до активів країн EM знову послабився через сильні макроекономічні дані США та очікувані зміни в монетарній політиці ФРС, що зумовило зміцнення долара США до кошика валют.

Стрімке зростання інфляційного тиску під впливом не лише тимчасових чинників, а й масштабних програм стимулювання (детальніше у Вставці 1 "Кількісне пом'якшення: квиток в один кінець?" на стор. 9) дедалі спонукає до нормалізації монетарної політики. Наступного року очікується зменшення обсягів викупу цінних паперів ЄЦБ та Банком Японії. Збільшується кількість представників ФРС, схильних сигналізувати про початок зменшення QE поточного року, що співпадає з нашими очікуваннями та [учасників фінансового ринку](#). Попри помірну швидкість згортання стимулів, виходячи з наявних внутрішніх і зовнішніх ризиків, фінансові умови посилюватимуться для EM. Також розглядається можливість більш раннього підняття ставок ФРС, ніж прогнозувалося (відповідно до прогнозу членів FOMC від червня 2021 року – двічі в 2023 році). Серед країн ЄС уже розпочали підняття ставок Чехія та Угорщина.

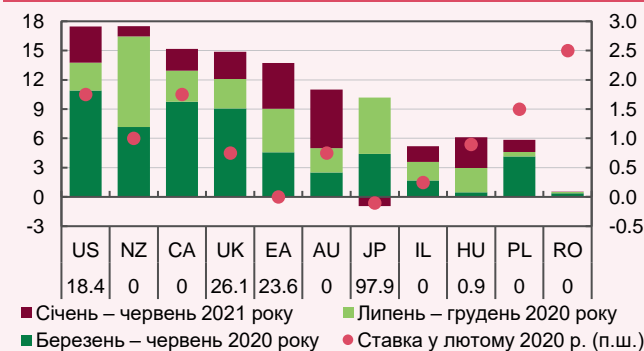
З огляду на очікуване ужорсточення світових фінансових умов, коротшу історію інфляційного таргетування та менш заякорені очікування, центральні банки багатьох країн EM продовжили нормалізацію монетарної політики. Підвищення процентних ставок підтримуватиме апетит інвесторів до ризикових активів. Однак, урахувавши значні наявні обсяги світового боргу (за оцінками IIF, на кінець I кварталу 2021 року він перевищив 360% ВВП), інтерес інвесторів залежатиме, насамперед, від [макрофінансової стабільності](#) та проведення країнами структурних реформ.

Вставка 1. Кількісне пом'якшення: квиток в один кінець?

В умовах, коли процентні ставки близькі до нуля, а потрібно пом'якшити вплив кризи та підтримати відновлення, викуп центральними банками активів став майже стандартним інструментом монетарної політики. Проте його застосування має свої ризики, насамперед пов'язані із розмиттям кордонів між монетарною та фінансовою політикою. Крім того, тривалі програми викупу активів можуть мати негативний вплив на функціонування фінансових ринків: зниження ліквідності на ринку державних цінних паперів, надмірне посилення апетиту до ризику і збільшення чутливості ринків до змін у позиції ЦБ щодо темпів або обсягів викупу. Це може значно ускладнити вихід з цих програм, особливо в разі накопичення ЦБ значних обсягів активів, і розбалансувати фінансові ринки через відплив капіталу з країн ЄМ.

На початку 2020 року в багатьох розвинених країнах та в окремих ЄМ процентні ставки перебували на рівні, близькому до їхньої [нижньої межі ефективності](#). Тому вагомим інструментом монетарної політики у коронакризу став викуп цінних паперів (кількісне пом'якшення або QE), причому більшість країн застосовували його вперше. За [оцінками МВФ](#), загальні обсяги програм QE у світі сягнули близько 10 трлн дол., а провідні ЦБ продовжують викуп активів і в поточному році. Значне зростання балансів ЦБ відновило дискусії щодо ризиків для макрофінансової стабільності через активне застосування QE.

Графік 1. Обсяги викупу активів*, % від ВВП 2020 року, та ключова ставка наприкінці лютого 2020 року, %

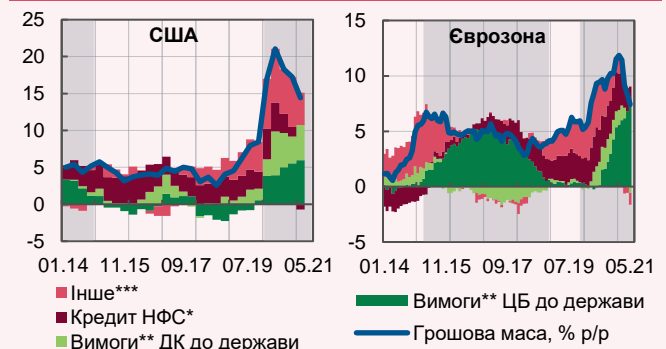


* Під кодом країни зазначені обсяги активів у власності ЦБ, викуплені в межах QE у попередні періоди, у % від ВВП станом на лютий 2020. Джерело: офіційні сторінки центральних банків, розрахунки НБУ.

(Гіпер)інфляція? Збільшення активів ЦБ унаслідок QE супроводжується і ростом його зобов'язань, насамперед надлишкових резервів банків. Коли QE впроваджувалося вперше, [економісти побоювалися](#), що це призведе до значного [розширення грошової маси і як наслідок – інфляції](#). Однак, попри поширене упередження, сучасна банківська система не описується моделлю "грошового мультиплікатора", тобто немає безумовного зв'язку між зміною резервів та обсягами кредитування³. Завдяки QE центробанк намагається збільшити ліквідність передусім небанківського сектору, а не грошову базу. У попередні періоди викупу активів ці операції мали найбільший внесок у річні темпи зростання грошової маси у США та Єврозоні, хоча кредитування залишалося млявим. Під час пандемії зростання грошової маси підтримали не лише операції ЦБ, а й заходи урядів. Тимчасовий сплеск попиту підприємств на ліквідність був задоволений завдяки [кредитним гарантіям](#): темпи росту кредитування в Єврозоні повернулися з 7% р/р у травні 2020 – лютому 2021 року до 3% р/р (свого докризового рівня) вже у квітні 2021 року. Додаткові потреби урядів у фінансуванні,

використані для підтримки домогосподарств і підприємств, покривалися за рахунок випуску нових цінних паперів (далі – ЦП). Проте через очікуване уповільнення темпів зростання грошової маси внаслідок поступового зменшення QE на тлі фінансової консолідації ризик надмірної інфляції є обмеженим.

Графік 2. Внески окремих компонентів у річні темпи зростання грошової маси, в. п.



* Кредит НФС – вимоги депозитних корпорацій до приватного нефінансового сектору. ** Чисті вимоги. *** Інше включає зовнішні активи, вимоги до інших секторів крім НФС, інші статті (чисті). Джерело: IMF IFS, ЄЦБ. Сірим виділені періоди QE.

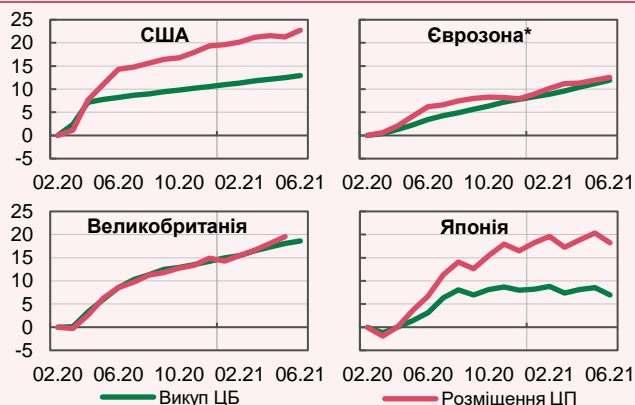
Неліквідність? Однією з цілей QE є також підвищення ліквідності на ринку ЦП через появу покупця останньої інстанції – центробанку. Однак проведення цих операцій протягом тривалого часу або зосередження викупу на ЦП з певним терміном погашення може призвести до протилежних наслідків. Негативний вплив попередніх QE на ліквідність ринків, пов'язаний зі скороченням кількості ЦП у вільному обігу, був переважно короткостроковим ([BIS, 2019](#)). Та дослідження свідчать про можливість тривалого негативного ефекту, коли частка облігацій у власності ЦБ стане надто високою ([Han and Seneviratne, 2018](#)). За результатами QE 2020 року, частка облігацій у власності ФРС, ЄЦБ і Банку Англії суттєво зросла, однак викуп ЦП відбувався одночасно зі значним нарощенням чистого випуску урядом, тож негативного впливу на ліквідність на сьогодні не спостерігалось.

Фіскальне домінування? Низькі ключові ставки та QE спростили урядам фінансування безпрецедентних фіскальних заходів стимулювання. Проте нині монетарна і фіскальна політика діяли радше паралельно, реагуючи на негативний вплив карантинних обмежень на економіку відповідно до власних мандатів. Утім, значне зростання державного боргу – у розвинених країнах на 15.4 в. п. [порівняно з прогнозом до пандемії](#) – створює ризики політичного тиску на ЦБ для зниження потреб урядів у

³ Детальніше про те, як працює сучасна банківська система і створюються гроші, – у публікації [Банку Англії \(2014\)](#).

фінансуванні, які можуть становити 20–24% від ВВП у 2021 році.

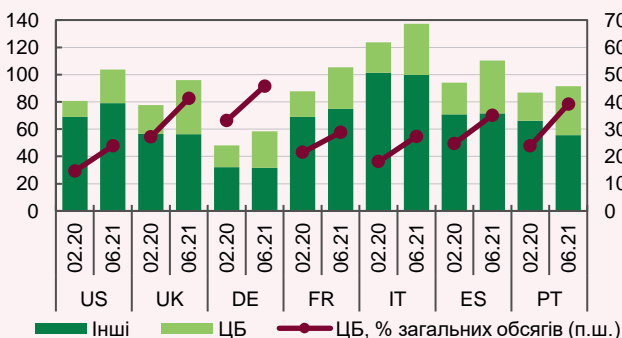
Графік 3. Випуск державних ЦП та їх викуп ЦБ у 2020–2021 рр., кумулятивно з початку лютого 2020 року, у % від ВВП 2020 року



* Без урахування цінних паперів наднаціональних органів.
Джерело: ФРБ Сент-Луїса, SIFMA, Банк Англії, DMO, ЄЦБ, Банк Японії, МВФ, розрахунки НБУ.

Зокрема, підвищення ключових ставок для повернення інфляції до цілі може бути відтерміновано для утримання витрат на обслуговування боргу на низькому рівні. Крім того, пришвидшення інфляції сприятиме скороченню номінального боргу. Тривале продовження QE посилює політичні ризики також через концентрацію значної частини боргу у власності центробанку, що може призвести до закликів до його списання. Це є особливо актуальним для країн ЕМ зі слабшими інституціями. Крім того, "допомога" у фінансуванні з боку ЦБ послаблює фінансову дисципліну та заохочує уряди відкладати реалізацію потрібних реформ. Навіть у США, де зараз очікується чергове підвищення або призупинення дії обмеження максимального обсягу державного боргу.

Графік 4. Розподіл державних цінних паперів, які перебувають в обігу, за власником, % від ВВП 2020 року



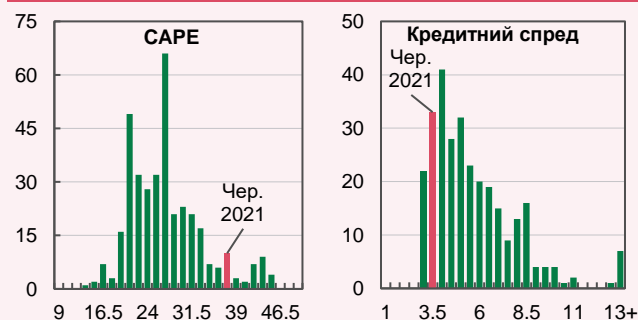
Джерело: ФРБ Сент-Луїса, SIFMA, Банк Англії, DMO, ЄЦБ, МВФ, розрахунки НБУ.

Неплатоспроможність? Накопичення значних обсягів ринкових активів створює ризики фінансових збитків для ЦБ у разі зміни кон'юнктури ринку. Так, через падіння ринку акцій у березні 2020 року Банк Японії зазнав нереалізованих збитків на **18–27 млрд дол.** Хоча технічна неплатоспроможність ЦБ не ставить під загрозу його ліквідність у зв'язку з можливим погашенням зобов'язань за рахунок емісії, вона негативно впливає на здатність ЦБ виконувати свій мандат через квазіфіскальні ефекти

таких операцій, а також на його незалежність (якщо є потреба в докапіталізації з боку уряду).

Жадібність? Зниження дохідності безпечних активів внаслідок QE стимулює апетит інвесторів до ризику. Також тривалі програми QE можуть заохотити до прийняття надмірного ризику під час "пошуку дохідності", трансформації ліквідності, збільшення леввериджу. Як до початку коронакризи, так і сьогодні низка індикаторів свідчить про підвищений попит на ризикові активи. Циклічно скориговане співвідношення ціни/прибутку (CAPE) S&P500 у червні 2021 року **сягнуло 37** – востаннє такі значення фіксувалися у 1998 році під час "бульбашки" доткомів. Кредитні спреди корпоративних облігацій досягли найнижчого рівня з 2007 року. До ознак високого апетиту до ризику також належать різкі коливання обсягів торгів і цін на окремі акції⁴ та криптовалюти, збільшення випуску акцій компаній з поглинання спеціального призначення (SPAC)⁵. Продовження QE стає сигналом учасникам ринку щодо збереження низьких ставок на безпечні активи, чим заохочує їх до "пошуку дохідності".

Графік 5. Розподіл* CAPE і кредитних спредів корпоративних облігацій із кредитним рейтингом нижче інвестиційного



* Для CAPE – з січня 1991 р., для кредитного спреду – з січня 1997 р.
Джерело: веб-сайт Р. Шиллера, ФРБ Сент-Луїса, розрахунки НБУ.

Вихід? Акумуляція значних обсягів активів у рамках QE ускладнюватиме ЦБ завершення цих програм, адже це може спровокувати корекцію цін на багатьох ринках. Так, заява голови ФРС про можливе скорочення обсягів викупу у 2013 році призвела до зростання дохідності за 10-річними державними цінними паперами США у півтора раза за 3.5 місяця, ставок за 30-річними іпотечними кредитами – у 1.3 раза, а також до значної волатильності у потоках капіталу до країн ЕМ. Схожий епізод у 2021 році підкреслив чутливість ринків до змін у позиції провідних ЦБ щодо QE. Відповідно, важливу роль у запобіганні різкій корекції відіграватиме керування очікуваннями.

Реалізація більшості з цих ризиків також матиме вплив на країни ЕМ через посилення фінансових умов. Водночас навіть поступове припинення чистого викупу провідними ЦБ, що очікується у 2022 році, сигналізуватиме про жорсткішу монетарну політику. Зважаючи на те, що темпи зростання США перевищуватимуть темпи розвитку країн ЕМ (без Китаю) на **2.4 в.п.**, це може призвести до відпливу капіталу з останніх. Тож для зменшення вразливості цих економік до погіршення зовнішніх умов потрібна виважена макроекономічна політика.

⁴ Наприклад, так звані "акції-меми", обсяги торгів якими зростали після їх популяризації у соціальних мережах.

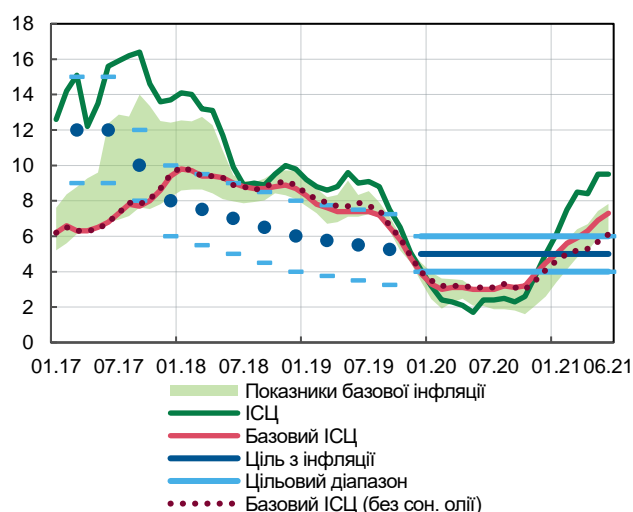
⁵ Компанія, що не веде операційної діяльності і формується виключно для залучення коштів через первинну публічну пропозицію (IPO) для поглинання іншої компанії. У 2020 році **близько половини IPO** становили випуски акцій SPAC.

Частина 2. Економіка України: поточні тенденції

2.1. Інфляційний розвиток

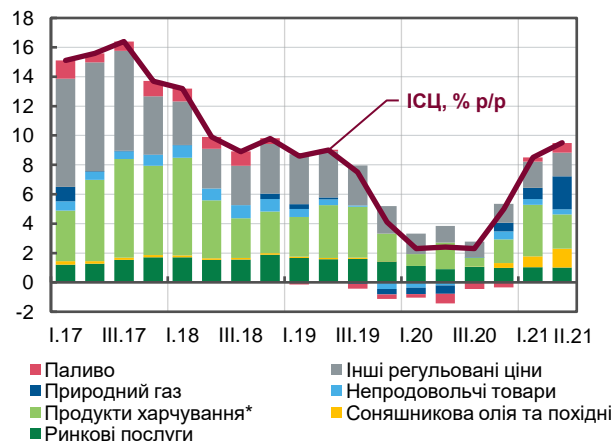
- У II кварталі 2021 року споживча інфляція пришвидшилася та очікувано перебувала за верхньою межею цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п. Вона перевищила прогноз НБУ, що пов'язано передусім із високоволатильними компонентами споживчого набору, зокрема суттєвішим подорожчанням природного газу та соняшникової олії (в умовах зростання світових цін).
- Фундаментальний інфляційний тиск, що виражається показником базової інфляції, також посилювався внаслідок подальшого зростання споживчого попиту і виробничих витрат.
- Інфляційні очікування більшості груп респондентів стабілізувалися в останні місяці, що стримувало інфляційний тиск.

Графік 2.1.1. Основний інфляційний тренд*, % р/р



* Детальніше в "Інфляційному звіті" за січень 2017 року (стор. 20–21).
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.1.2. Внески компонентів до річної зміни ІСЦ (на кінець кварталу), в. п.



* За виключенням соняшникової олії та продуктів її переробки (маргарин, спреди, майонез).
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Споживча інфляція пришвидшилася та перебувала вище цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п.

У II кварталі 2021 року споживча інфляція пришвидшилася (до 9.5% р/р у червні з 8.5% р/р у березні), очікувано перебуваючи за верхньою межею цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п. Водночас фактичні темпи зростання ІСЦ в Україні перевищили прогноз, опублікований в [Інфляційному звіті за квітень 2021 року](#).

Пришвидшення інфляції значною мірою пов'язано із подорожчанням природного газу та соняшникової олії, а також продуктів її переробки (маргарин, спреди, майонез). Сповільнення зростання світових цін на соняшкову олію в червні ще не встигло відобразитися в динаміці споживчих цін на вітчизняному ринку. Утім, посилювався і фундаментальний тиск – без урахування цін на соняшкову олію базовий ІСЦ у червні також пришвидшився.

Зберігався тиск виробничих витрат на продовольчу інфляцію. Так, незважаючи на сповільнення темпів зростання цін на продовольство, сукупний індекс витрат на виробництво сільськогосподарської продукції стрімко підвищився. Передусім це пояснюється подорожчанням енергоресурсів, швидким зростанням заробітних плат та відображенням ефектів від високих цін на сировину в попередні періоди. Це разом із складною ситуацією у вітчизняному тваринництві підтримувало зростання цін на продукцію тваринництва (м'ясо та молоко).

Високі зовнішні ціни та, як наслідок, зростання виробничих витрат позначилися на подорожчаннях іншої продукції харчової промисловості та відповідно цін на оброблені продукти харчування. Стрімко дорожчали хліб, цукор та кондитерські вироби, молочні та м'ясні продукти. Згідно з результатами [опитувань щодо ділових очікувань підприємств](#) вартість енергетичних ресурсів та сировини залишається найвагомішим чинником формування цін. Пришвидшилося також подорожчання алкогольних напоїв, передусім через підвищення цін на пиво.

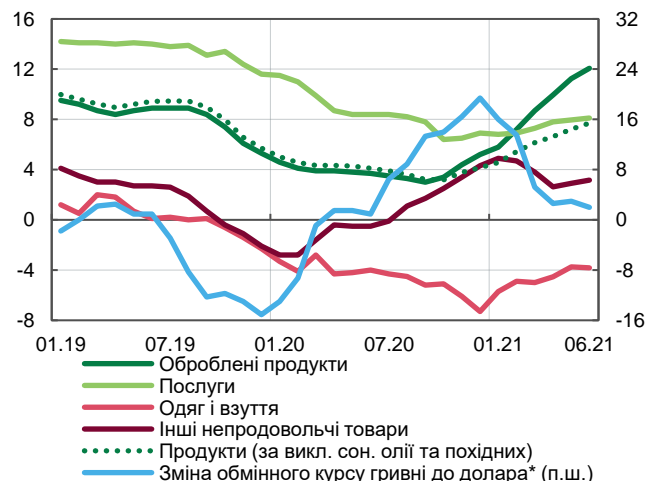
Натомість темпи зростання цін на сирі продукти харчування відчутно уповільнились (до 5.1% р/р). Зокрема, завдяки розширенню імпортової та вітчизняної пропозиції знизилися ціни на ранні овочі. Попри дещо запізніле надходження урожаю через холодну погоду подорожчання ягід наприкінці кварталу сповільнилося. Завдяки достатній пропозиції сповільнилося зростання

Графік 2.1.3. Ціни на продукти харчування для споживачів, у харчовій промисловості та с/г, % р/р



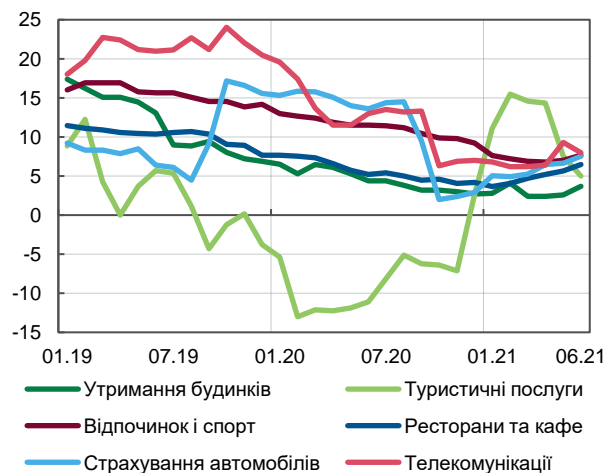
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.4. Компоненти базового ІСЦ, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.5. Динаміка цін на окремі ринкові послуги, % р/р



Джерело: ДССУ.

цін на банани, а апельсини і далі дешевшали. Сповільненню інфляції сирих продуктів також сприяло вичерпання ефекту низької бази порівняння, зокрема знизилася темпи зростання цін на яйця, а вартість яблук була нижчою ніж торік.

Фундаментальний інфляційний тиск посилюється, у тому числі через стійке споживання

Базова інфляція пришвидшилася до 7.3% р/р у червні (з 5.9% р/р у березні), дещо перевищивши прогноз, опублікований в [Інфляційному звіті за квітень 2021 року](#). Про посилення фундаментального тиску свідчать й інші методи його оцінки, у тому числі базовий ІСЦ за виключенням соняшникової олії та продуктів з неї.

Вагомим показником посилення тиску є подальше пришвидшення інфляції послуг (до 8.1% р/р). Це зумовлювалося як зростанням виробничих витрат, у тому числі на оплату праці, так і споживчим попитом. У результаті швидше дорожчали послуги закладів громадського харчування, культури, відпочинку, медичні послуги, страхування особистого транспорту, телекомунікації та оренда житла. Натомість сповільнилося зростання вартості послуг закладів особистого догляду через послаблення карантинних обмежень. Також повільнішими темпами зростала вартість туристичних послуг, зокрема внаслідок тимчасової зупинки авіаційного сполучення між Росією та Туреччиною.

Темпи зростання цін на непродовольчі товари незначно знизилася (до 1.6% р/р). Це може пояснюватися вичерпанням ефектів від послаблення гривні минулого року. Зокрема за результатами [опитувань підприємств](#) вплив зміни обмінного курсу на формування цін підприємств надалі послаблювався. Крім того, підприємства обережніше змінюють ціни в умовах невизначеності, спричиненої коронакризою (детальніше у Вставці 2 "Механізм ціноутворення українських підприємств" на стор. 14). У результаті, повільніше дорожчала фармацевтична продукція, автомобілі, ювелірні вироби, побутова техніка. Про тиск з боку споживчого попиту свідчать високі темпи зростання обсягів роздрібною торгівлі. Відповідно скоротилися темпи падіння цін на одяг та взуття, відновилося подорожчання електроніки, товарів для особистого догляду.

Водночас певною мірою стримувала фундаментальний інфляційний тиск стабілізація інфляційних очікувань. Так, наприкінці кварталу очікування поліпшилися на тлі зниження цін на окремі сирі продукти харчування та сприятливої ситуації на валютному ринку.

Вплив від зростання світових цін на енергоносії на інфляцію в Україні посилюється

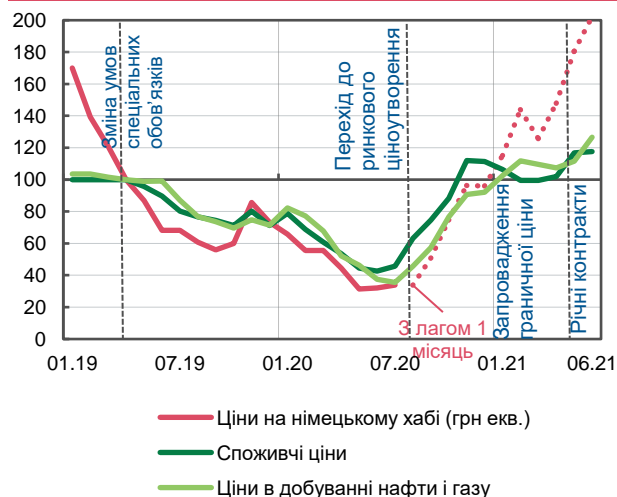
Подорожчання природного газу для населення стрімко прискорилося (до 175.3% р/р) через підвищення світових цін та низьку базу порівняння. Водночас стримуючим чинником було запровадження річних контрактів із фіксованими тарифами для населення. Низька база

Графік 2.1.6. Інфляційні очікування*, %



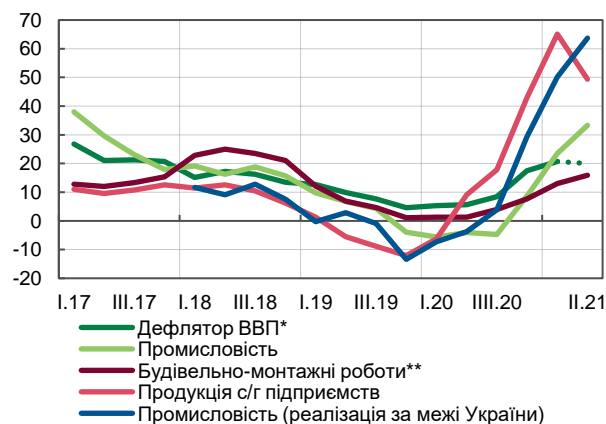
* Пунктирна лінія вказує на зміну методу опитування на телефонне інтерв'ю через карантинні обмеження.
Джерело: НБУ, GfK Ukraine, Info Sapiens.

Графік 2.1.7. Ціни на природний газ, 05.2019 = 100



Джерело: ДССУ.

Графік 2.1.8. Інші виміри інфляції, у середньому за квартал, % р/р



* Дані за II квартал 2021 року – за оцінками НБУ.

** Дані за II квартал 2021 року – в середньому за два місяці.

порівняння вплинула і на незначне прискорення вартості гарячої води та опалення.

Такі самі чинники разом зі збереженням високого попиту з боку населення призвели до прискорення зростання цін на паливо (до 34.7% р/р). Крім того, вичерпання низької бази порівняння переважило певний ефект від державного регулювання цін у формі обмеження торговельної надбавки на бензин А-95 та дизельне паливо. Подорожчання палива та збільшення інших виробничих витрат зумовили подорожчання послуг транспорту. Так, зросли тарифи на проїзд у громадському транспорті в кількох обласних центрах, вартість міжміських перевезень автобусом, залізничним транспортом, а також таксі.

Зростання світових цін на енергоносії призвело й до стрибка цін у добуванні сировини й газу. Це підтримувало зростання цін у хімічній промисловості та виробництві гумових і пластмасових виробів.

Прискорилося зростання цін у постачанні електроенергії для побутових споживачів. Основним чинником став ефект низької бази порівняння через здешевлення енергоресурсів минулого року. Крім того, ціни зростали внаслідок більшого споживання електроенергії промисловістю та транспортом на тлі економічного відновлення. Додатковим чинником подорожчання електроенергії стало [підняття НКРЕКП граничних цін](#) на неї.

Через збереження впливу проінфляційних чинників у більшості секторів економіки дефлятор ВВП у II кварталі 2021 року залишився високим

Інфляційний сплеск на світових товарних ринках відобразився в підвищенні цін на основні товари українського експорту, зокрема продукції металургії. Подорожчання деревини на світових ринках позначилося на вартості продукції в деревообробній та поліграфічній промисловості. Темпи зростання цін на продукцію сільського господарства та харчової промисловості сповільнилися, але залишалися високими.

Посилювався інфляційний тиск і в галузях, переважно орієнтованих на внутрішній ринок. Так, швидше зростали ціни у будівництві внаслідок подорожчання будівельних матеріалів. Деяко прискорилося зростання вартості послуг зв'язку для підприємств та організацій. Натомість стримували зростання дефлятора незмінні тарифи на перевезення вантажів залізницею.

Вставка 2. Механізм ціноутворення українських підприємств

Політика ціноутворення може суттєво впливати на динаміку інфляції. Розуміння того, як підприємства встановлюють ціни та пристосовуються до змін в економічному середовищі, дає змогу оцінити й вплив монетарної політики на інфляцію. Ціна, яку встановлює підприємство, залежить від собівартості продукції, балансу попиту та пропозиції на ринку тощо. Однак, як правило, ціни не змінюються миттєво у відповідь на зміни (шоки). Так, згідно з результатами опитування підприємств, у 2020 році лише приблизно 40% підприємств повністю компенсували збільшення своїх витрат відповідним підвищенням цін. Зазвичай під час криз, які часто супроводжуються девальвацією валют, зростає мотивація швидше змінювати ціну. Та як свідчать результати дослідження на підставі даних з онлайн-супермаркетів, у 2020 році тривалість цін збільшилася, попри девальваційний тиск. Нетиповий характер коронакризи може пояснювати стримані інфляційні процеси як під час найсуворішого карантину минулого року, так і в період швидкого відновлення економіки в другому півріччі 2020 року.

У відповідь на зміну економічних умов підприємства реагують по-різному: одні швидко змінюють ціни на свою продукцію, інші – повільніше. Це пояснюється низкою причин. Кожен перегляд спричиняє додаткові витрати (так звані витрати на "меню", тобто друк та розповсюдження нових цін). Володіючи неповною інформацією, окремі підприємства можуть утриматися від зміни цін через побоювання втрати конкурентних переваг, а інші роблять це з метою збільшення своєї частки ринку. Такий ефект називається "номінальна жорсткість цін" і є основою новокейнсіанської макроекономічної теорії (наприклад, [Klenow & Kryvtsov, 2008](#), [Kehoe & Midrigan, 2015](#), [Nakamura & Steinsson, 2013](#)). Через це монетарна політика може відхилитися від нейтральності, принаймні в короткостроковій перспективі, та впливати на економічні процеси. Тому ступінь жорсткості цін є важливою характеристикою для оцінювання та моделювання відгуку економіки на рішення з монетарної політики.

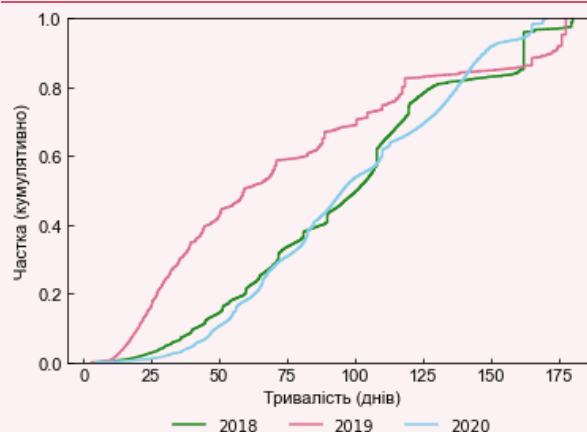
Ступінь цінової жорсткості визначається кількістю змін ціни на рік або ж середньою тривалістю між двома послідовними змінами. Останніми роками поява нових наборів даних щодо цін сприяла розвитку досліджень у цьому напрямі та поліпшила розуміння механізму ціноутворення. [Klenow & Malin \(2010\)](#), використовуючи дані закладів торгівлі, з'ясували, що тривалість цін у США становить майже пів року, а в зоні євро – приблизно рік. Згідно з [Cavallo \(2018\)](#) тривалість онлайн-цін становить три місяці в США і два-три місяці – у країнах Латинської Америки. [Антонова \(2019\)](#) з'ясувала, що середня тривалість цін в Україні становить близько двох місяців.

Зазвичай під час криз, які часто супроводжуються девальвацією валют, зростає мотивація змінювати ціну, тому тривалість цін зменшується. Однак пандемія була нетиповим економічним шоком – обмеження на окремі види діяльності могли вплинути на спроможність змінювати ціни (детальніше у Вставці 2 "Особливості обрахунку цін у період карантину" [Інфляційного звіту за липень 2020 року](#) на стор.14–15). За оцінками НБУ, ефект перенесення послаблення обмінного курсу гривні був слабший, ніж зазвичай, а інфляція залишалася нижче цільового діапазону протягом більшої частини року.

Частково це може пояснюватися зміною поведінки продавців, які утрималися від підвищення цін через послаблення споживчого попиту та невизначеність з розвитком пандемії.

Це підтверджується результатами аналізу змін тривалості цін у 2018–2020 роках на підставі даних онлайн-супермаркетів, зібраних за допомогою веб-скрепінгу⁶.

Графік 1. Тривалість цін у 2018 – 2020 роках



Джерело: НБУ.

В Україні на понад половину товарів продавці змінюють ціни рідше ніж раз на три місяці. Ціни у 2020 році змінювалися дещо рідше як порівняно з 2019 роком, так і 2018 роком. Це свідчить про збільшення жорсткості цін та про вплив чинників, не пов'язаних з курсовим ефектом, зокрема внаслідок коронакризи⁷. Також це пояснює стриману інфляційну динаміку протягом 2020 року, зокрема у другому півріччі, коли економіка почала відновлюватися.

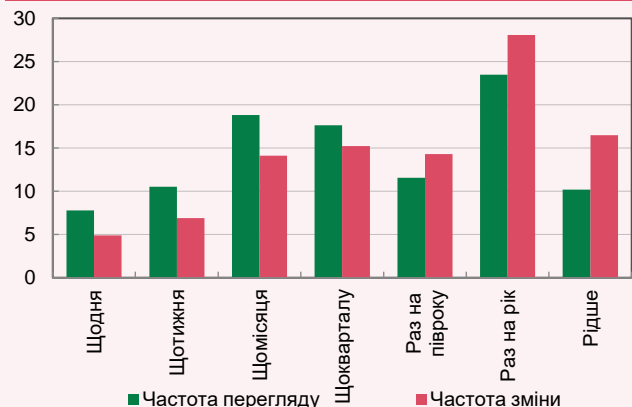
Для поглиблення розуміння поведінкових механізмів у процесах ціноутворення, в останньому [щоквартальному опитуванні підприємств НБУ](#) поставив респондентам додаткові питання, зокрема про частоту перегляду цін та їх фактичної зміни. Як і очікувалося, підприємства рідше змінюють ціни порівняно з їх переглядом. Так, медіанне

⁶ Дані очищено шляхом видалення товарів, для яких кількість даних була меншою шести місяців на рік або для яких не спостерігалось змін цін за три роки. Крім того, досліджувалися лише товари, що входять до споживчого набору для розрахунку ІСЦ.

⁷ Цікаво, що у 2019 році ціни змінювалися частіше, що може пояснюватися появою місця для маневру та застосування акцій на тлі зміцнення гривні.

значення тривалості між переглядами цін становить два-три місяці, а зміни цін – три-чотири місяці. Такі оцінки виявилися близькими до значень, розрахованих за даними онлайн-супермаркетів.

Графік 2. Розподіл відповідей респондентів за частотою перегляду* та зміни цін на репрезентативний продукт, %**



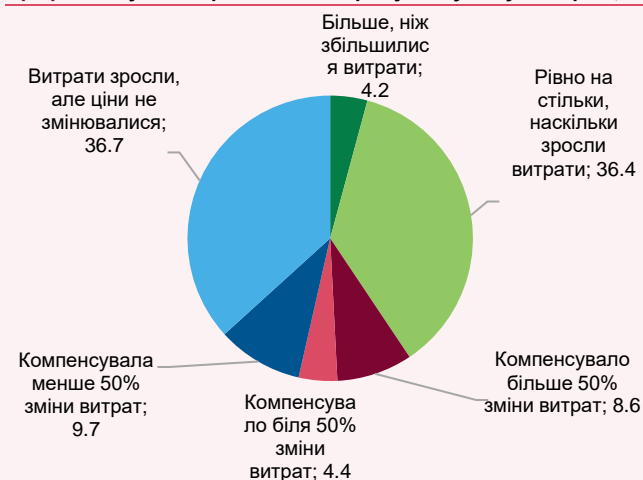
* Під переглядом цін мається на увазі аналіз поточної ситуації та прийняття рішення змінювати ціни чи ні.

** Відповідно, зміна цін – це результат рішення змінити ціну.

Джерело: опитування підприємств, розрахунки НБУ.

За результатами опитування, у 2020 році майже 60% підприємств або не змінювали ціни, або їх підвищили, проте це не повністю компенсувало збільшення їх витрат.

Графік 3. Ступінь перенесення витрат у зміну цін у 2020 році, %



Джерело: НБУ.

В опитуванні також досліджено інші поведінкові аспекти політики ціноутворення на підприємствах. Найважливішими чинниками, що стримують прийняття рішення про зміну цін, є взаємовідносини з клієнтами (як у вигляді формально підписаних контрактів, так і через лояльність до споживачів). Вагомими є й оцінки наслідків з точки зору конкуренції на ринку. Натомість додаткові витрати на "меню" є важливими лише для незначної кількості опитаних підприємств. Половина підприємств встановлює однакові ціни для усіх клієнтів. Водночас

кожне четверте підприємство диференціює свою цінову політику залежно від категорії споживачів (за кількістю товару, що придбавається, наявністю карти лояльності, способом оплати тощо), кожне шосте – залежно від регіону продажу, і лише близько 3% підприємств установлюють різні ціни для онлайн та офлайн продажів.

Графік 4. Чинники, що впливають на прийняття рішень щодо зміни ціни (можна обрати декілька варіантів), %



Джерело: НБУ.

Графік 5. Найвпливовіші чинники при прийнятті рішення про підвищення/зниження цін у 2021 році на товари/послуги (можна обрати декілька варіантів), %



*Вартість енергоресурсів, інших товарів та послуг, які входять у виробничі витрати, орендна плата, тощо.

**Страховання, банківське обслуговування, кредитні ставки тощо.

Джерело: НБУ.

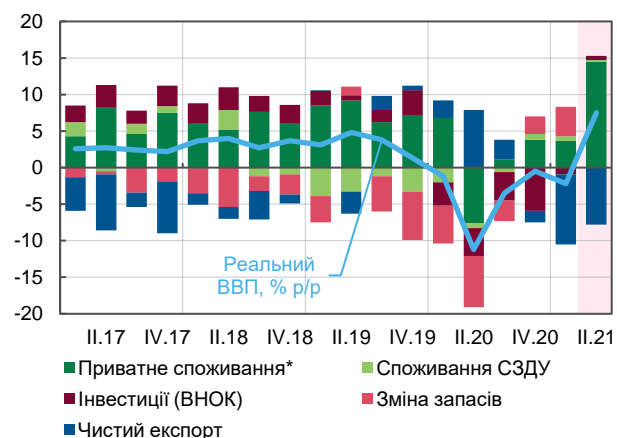
У процесі формування ціни найбільше значення для більшості підприємств мають виробничі витрати, у тому числі на сировину та матеріали, енергоресурси та оплату праці. Менше підприємства орієнтуються на загальну цінову динаміку та стан валютного ринку⁸, а чинники попиту відіграють незначну роль (хоча скорочення попиту відіграватиме відчутнішу роль у прийнятті рішень про зниження цін, ніж поживлення попиту – у рішеннях про підвищення цін). Очікувано також була асиметричність реакції на посилення та послаблення цих чинників – підприємства більше реагують на зростання витрат, ніж на їх зниження. Це, зокрема, узгоджується з результатами дослідження Фарини (2016), у якому встановлено, що ефект перенесення внаслідок девальвації є більшим, ніж у разі ревальвації.

⁸ Це може пояснюватися запровадженням режиму ІТ, який ґрунтується на плаваючому курсоутворенні, завдяки чому під час кризи у 2020 році вдалося уникнути стрімкої девальвації, характерної для попередніх кризових періодів. Також режим ІТ сприяв стабілізації курсових очікувань та зниженню їх ролі у формуванні цін. Найвищі оцінки щодо впливу зміни курсу на вихідні ціни підприємств (фактор зазначали як важливий 60–70% підприємств) до моменту введення режиму ІТ спостерігалися під час курсових криз – у 2008–2009 та 2014–2015 роках. В останні два роки такі оцінки коливалися на рівні 40–50%.

2.2. Попит і випуск

- На початку 2021 року відновлення економіки послабилося під впливом тимчасових та системних чинників: посилення карантинних обмежень та гірших погодних умов, а також посилення конкуренції на окремих зовнішніх ринках та складної ситуації в тваринництві. Приватне споживання, як і минулого року, надавало основну підтримку економіці.
- У II кварталі 2021 року економіка зростала високими темпами. Статистична база мала значний внесок, однак подальше відновлення забезпечувалося стійким споживчим попитом, сприятливим зовнішнім середовищем, збільшенням бюджетних витратів та поживанням інвестицій.

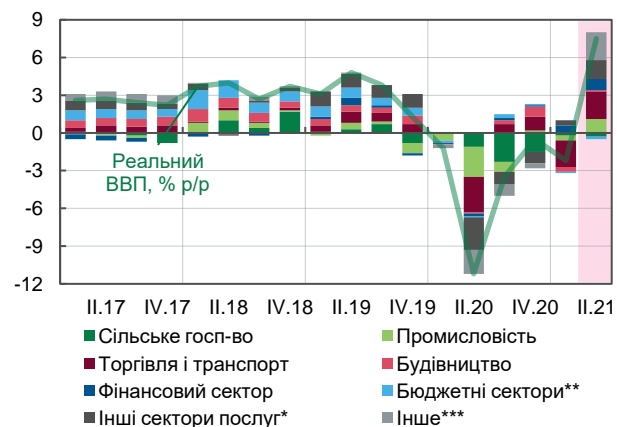
Графік 2.2.1. Внески категорій кінцевого використання в річну зміну реального ВВП, в. п.



* Вкл. некомерційні організації, що обслуговують домогосподарства.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.2. Внески ВДВ окремих видів діяльності в річну зміну реального ВВП, в. п.



* Інші сектори послуг включають такі види діяльності: тимчасове розміщення й організація харчування; інформація і телекомунікації; операції з нерухомим майном; професійна, наукова і технічна діяльність; діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування; мистецтво, спорт, розваги та відпочинок; надання інших видів послуг.

** Бюджетні сектори включають держуправління та оборону, освіту, охорону здоров'я.

*** Інше включає податки на продукти; субсидії на продукти.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

⁹ Оцінка впливу карантинних обмежень у першому півріччі 2021 року залишається незмінною, оскільки реалізувався базовий сценарій: карантин "червоних зон" у другій половині березня та квітні і пом'якшення обмежень з травня. Таким чином, вплив карантинних обмежень на річний ВВП у I кварталі оцінено в -0.2 в. п. (-0.2 в. п. для січневого та -0.1 в. п. для березневого карантину, сукупний вплив на квартал менший, ніж сума внесків, через заокруглення), у II кварталі -0.4 в. п., а загальний (з січнем та березнем) – близько -0.6-0.7 в. п.

¹⁰ Оцінка НБУ переважно базувалася на даних за січень-лютий 2021 року.

¹¹ Імпорт товарів проміжного споживання у I кварталі 2021 року зріс на 13% р/р, засобів виробництва – на 21% р/р. Частково це зростання відобразилося в зміні запасів.

¹² До "контактних" секторів належать оптова та роздрібна торгівля, транспорт, мистецтво, спорт, розваги та відпочинок.

Економіка відновлювалася дещо слабшими темпами, здебільшого через тимчасові чинники

У I кварталі 2021 року відновлення економіки після коронакризи пригальмувало – падіння реального ВВП поглиблювалося до 2.2% р/р. Послаблення було очікуваним та частково пояснювалося січевим карантинном та додатковими карантинними заходами наприкінці кварталу⁹, гіршими погодними умовами, посиленням конкуренції на окремих зовнішніх ринках і складною ситуацією в тваринництві.

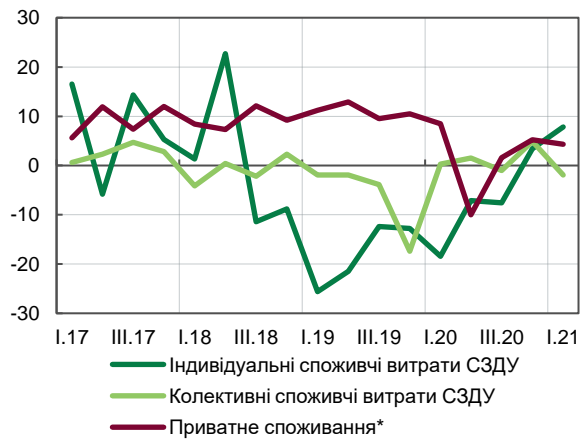
Фактичне падіння економіки виявилось дещо глибшим за оцінку НБУ, опубліковану в [Інфляційному звіті за квітень 2021 року](#). Це пов'язано насамперед із погіршенням низки показників реального сектору в березні¹⁰ (тоді як очікувалося їх поліпшення у зв'язку з початком дії низької бази порівняння) та повільнішим відновленням сектору послуг.

Падіння ВВП передусім зумовлено суттєвим збільшенням від'ємного внеску чистого експорту (до 9.6 в. п.). Через подальше зростання споживчого попиту та ділової активності стрімко збільшувався імпорт товарів проміжного споживання та засобів виробництва¹¹. У результаті загальний імпорт зріс на 3.7% р/р. Водночас спад експорту поглибився до 17.4% р/р унаслідок нижчих минулорічних врожаїв, посилення конкуренції на окремих ринках (продукції ГМК) та подальшого падіння обсягів транзиту газу.

У розрізі видів діяльності в I кварталі за більшістю секторів збереглося падіння. Скорочення експорту стало вагомим чинником спаду в промисловості, а складна ситуація в тваринництві – падіння в сільському господарстві. Менші, ніж торік, витрати бюджету на дорожнє господарство та складніші погодні умови зумовили повернення показників будівництва до падіння. Все це позначилося на результатах оптової торгівлі та транспорту.

Через посилення карантинних обмежень надалі скорочувалася ВДВ "контактних" секторів послуг¹²,

Графік 2.2.3. Споживання СЗДУ та приватне споживання, % р/р



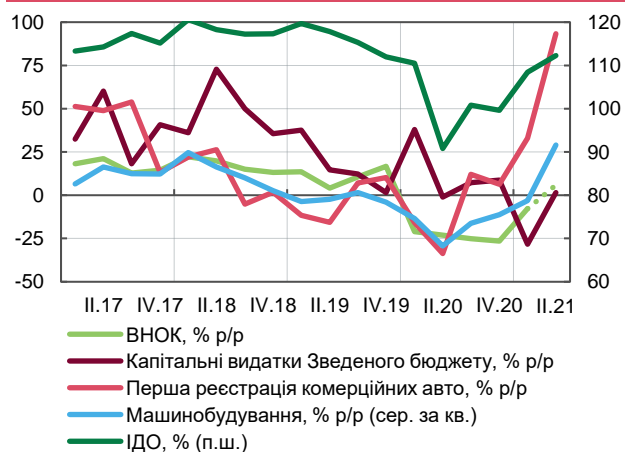
* Включає кінцеві споживчі витрати домогосподарств та некомерційних організацій, що обслуговують домогосподарства.
Джерело: ДССУ.

Графік 2.2.4. Окремі індикатори споживчого попиту



* Нові та вживані, без урахування розмитнення авто на іноземній реєстрації, ввезених із порушенням митного режиму.
Джерело: ДССУ, Info Sapiens, Укравтопром.

Графік 2.2.5. Окремі індикатори інвестиційного попиту



Джерело: ДССУ, ДКСУ, НБУ, Укравтопром.

зокрема готельно-ресторанного бізнесу, адміністративного та допоміжного обслуговування (оренда, прокат, туристичні послуги). Однак стабільна робота банківського сектору та стійкий попит на послуги сфери ІТ та фінансові послуги сприяли швидкому зростанню ВДВ у цих видах діяльності. Пожвавилася й сфера операцій із нерухомим майном.

Приватне споживання стрімко зростало

Основну підтримку економіці надавало споживання домогосподарств. Кінцеві споживчі витрати домогосподарств зросли на 4.4% р/р завдяки подальшому збільшенню їх доходів (детальніше – у розділі "Ринок робочої сили та доходи домогосподарств" на стор. 19) та поширенню онлайн-сервісів. Водночас карантинні заходи дещо сповільнили зростання приватного споживання в I кварталі 2021 року порівняно з попереднім.

Збільшення кінцевих споживчих витрат СЗДУ також сповільнилося (до 3.2% р/р) унаслідок стриманішої фінансової політики на початку року. Помірне зростання витрат бюджету на загальнодержавні функції¹³ зумовило відновлення падіння колективних споживчих витрат СЗДУ та ВДВ у держуправлінні та обороні. Натомість видатки соціального напрямку залишалися пріоритетними (детальніше – у розділі "Фінансовий сектор" на стор. 21), тому зростання індивідуальних споживчих витрат СЗДУ¹⁴ пришвидшилося. Зокрема, збільшилося бюджетне фінансування охорони здоров'я на тлі підвищення захворюваності на COVID-19 на початку року. Відповідно зросла і ВДВ сфери охорони здоров'я. Таким чином, фактичне споживання домогосподарств (тобто купівля ними товарів та послуг як за власні кошти, так і за рахунок бюджетного фінансування) незначно прискорило зростання.

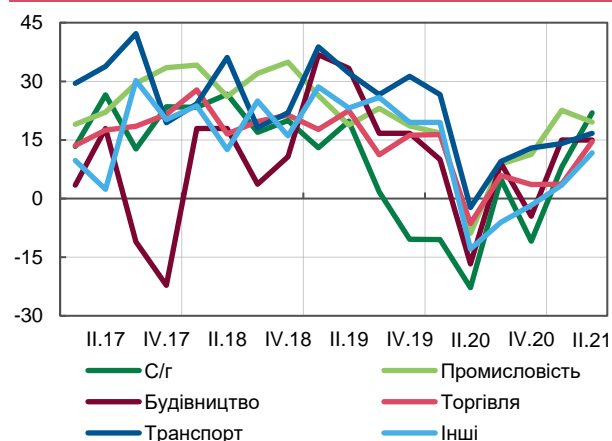
Високочастотні індикатори свідчать, що попит залишався стійким і в II кварталі, незважаючи на карантин у квітні. Так, прискорилося зростання роздрібної торгівлі та імпорту споживчих товарів, рекордними залишаються продажі автомобілів, надалі поліпшувалися споживчі настрої, зростала кількість авіаперельотів та пожвавився туризм.

Інвестиційна активність поступово поживається

Інвестиційна діяльність на окремих підприємствах¹⁵ активізувалася завдяки поліпшенню фінансових результатів¹⁶, однак падіння валового нагромадження основного капіталу в I кварталі збереглося, хоча й суттєво сповільнилося (до 7.8% р/р). Подальше падіння передусім зумовлене скороченням інвестицій у житлове

¹³ Включають, зокрема, витрати на оборону, громадський порядок, судову владу, екологію, ЖКГ, дослідження та розробки.
¹⁴ Включають витрати на товари та послуги індивідуального використання, зокрема у сферах охорони здоров'я, духовного та фізичного розвитку, освіти, соціального захисту, соціального забезпечення та соціального страхування.
¹⁵ У I кварталі відновилося зростання капітальних інвестицій у с/г, транспорті, професійній та науковій діяльності, більше ніж у два рази зросли інвестиції в охороні здоров'я. Окремі види промисловості також відновили інвестування: кокс та нафтопереробка, фармацевтика, машинобудування (зокрема виробництво електричного устаткування та автомобілів), гумові і пластмасові вироби, виробництво меблів.
¹⁶ До прибуткової діяльності повернулися більшість видів діяльності (за рахунок збільшення прибутків та суттєвого зменшення збитків).

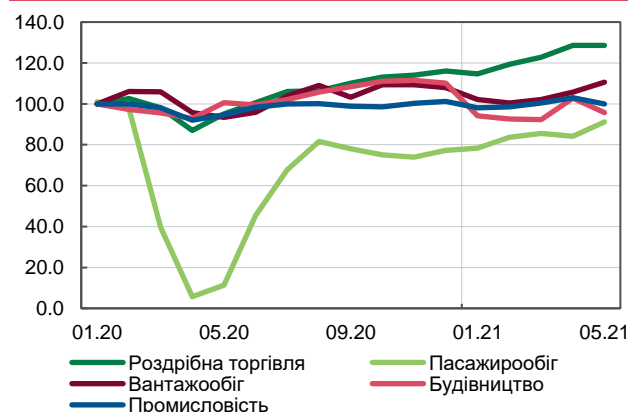
Графік 2.2.6. Баланс очікувань* підприємств щодо інвестицій в обладнання у наступні 12 місяців, %



* Різниця між часткою відповідей зростає та зникає.

Джерело: НБУ.

Графік 2.2.7. Виробництво в окремих видах діяльності, с/с, індекс 01.2020=100%



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.8. Індекс очікувань ділової активності (ІОДА), п.



Джерело: НБУ.

будівництво, нежитлові будівлі (комерційна нерухомість зокрема) та інженерні споруди.

У II кварталі про поживлення інвестицій свідчать поліпшення ділових очікувань підприємств, динаміка окремих підгалузей машинобудування, поліпшення фінансування капітальних видатків бюджету, а також зростання імпорту товарів інвестиційного призначення.

Економічна діяльність у II кварталі поживилася, хоча і нерівномірно за секторами, як свідчать сезонно скориговані показники

У II кварталі річні показники перебували під значним впливом низької бази порівняння. Минулого року найжорсткіші карантинні обмеження діяли саме в II кварталі та спричинили найглибше падіння реального ВВП. Цьогоріч обмеження були м'якшими та запроваджувалися лише в окремих областях. Водночас населення та бізнес значною мірою пристосувалися до роботи в умовах карантину. Тож навіть сезонно скориговані показники за наявними секторами свідчать про подальше відновлення економіки, хоча нерівномірне поміж секторів. Так, надалі зростала роздрібна торгівля та вантажообіг. Завдяки сприятливій зовнішній кон'юктурі, поживленню інвестиційної активності, нарощенню бюджетних витрат та стійкому споживчому попиту тривало відновлення в окремих секторах промисловості (машинобудуванні, добувній галузі) та будівництві. Це також підтримало вантажообіг.

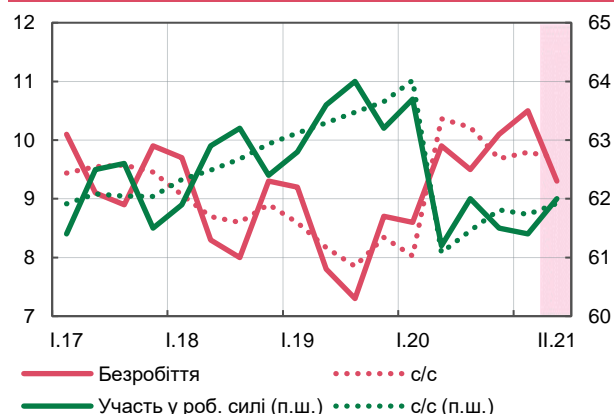
Активно в II кварталі відновлюються і сектори послуг унаслідок пом'якшення обмежень на роботу "контактних" видів діяльності, зокрема, спорту, культури та відпочинку. Завдяки низьким цінам на пакетні тури збільшується кількість авіаперельотів та поживилося надання туристичних послуг. Високий попит на онлайн-послуги підтримував фінансову сферу та ІТ. Унаслідок нарощення житлового будівництва тривало зростання й сфери операцій із нерухомим майном.

Водночас зберігався негативний вплив нижчого минулорічного врожаю на експорт, харчову промисловість та сільське господарство (зокрема, тваринництво через зниження рентабельності внаслідок подорожчання кормів). Негативно вплинув на сільське господарство і пізніший на тиждень старт жнив. Обсяги зібраного врожаю в червні, [за оперативними даними](#), були нижчими, ніж торік (хоча показники врожайності – значно вищими). Як наслідок, оцінку ВВП у II кварталі погіршено до 7.5% р/р.

2.3. Ринок робочої сили та доходи домогосподарств

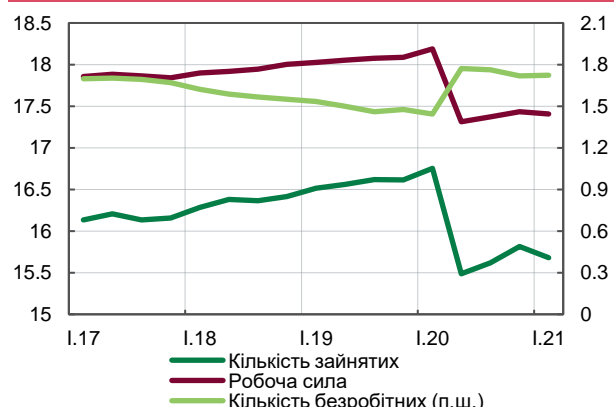
- Через посилення карантину та послаблення ділової активності у I кварталі 2021 року відновлення зайнятості пригальмувало.
- У II кварталі очікується поліпшення стану ринку праці та прискорене зростання номінальних доходів завдяки поживленню економічної активності.

Графік 2.3.1. Рівень безробіття за МОП* та рівень участі в робочій силі, %**



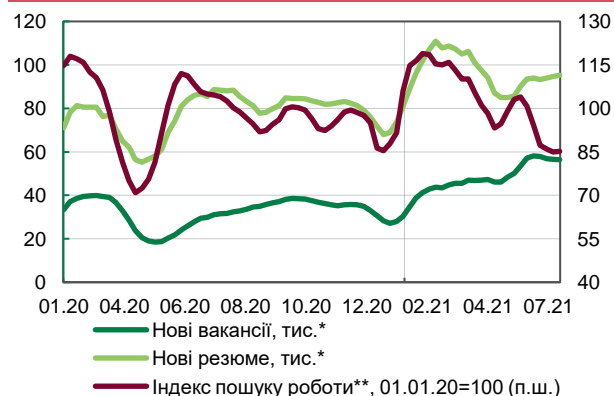
* У % до робочої сили віком 15–70 років.
 ** У % до всього населення віком 15–70 років.
 Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.2. Окремі показники ринку праці, млн осіб, с/с



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.3. Індикатори попиту і пропозиції робочої сили (4-тижнева плинна)



* Дані із сайта work.ua.
 ** Включає запити про пошук роботи українською та російською мовами, індекс – перший тиждень 2020 = 100.0.
 Джерело: ДССУ, work.ua, Google Trends, розрахунки НБУ.

У I кварталі ситуація на ринку праці тимчасово погіршилася

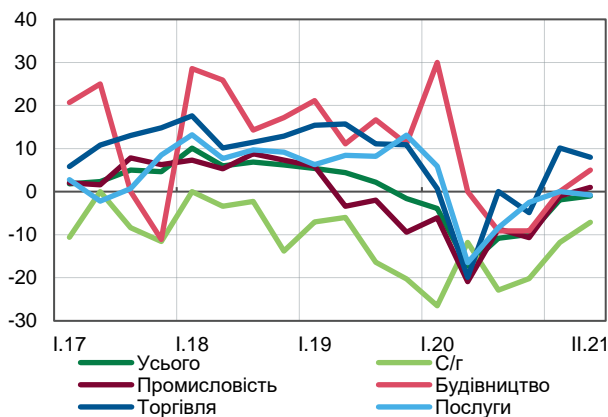
На ринок праці вагомий вплив мала ситуація із захворюваністю та карантинні обмеження. Нові хвилі захворюваності на COVID-19 наприкінці 2020 року та на початку 2021 року були дуже потужними, на піку сягаючи близько 100 тис. нових хворих на тиждень. У відповідь уряд запровадив жорсткі карантинні обмеження в січні та березні-квітні. Це разом із послабленням економічної активності в низці ВЕД у I кварталі (у тому числі через несприятливі погодні умови, що обмежило роботу будівництва та транспорту, а також спричинило пізніший початок посівної) негативно позначилося на динаміці зайнятості.

Як і минулого року, частина тих, хто втратив роботу, перейшли в економічно неактивні (не стали шукати роботу). Проте порівняно з минулим роком, загалом громадяни не стали чекати послаблення карантину, а активно шукали роботу навіть під час весняного локдауну. Про це свідчили індекс пошуку роботи за Google trends та зростання кількості резюме на сайтах пошуку роботи. Як наслідок, рівень безробіття в сезонно скоригованому вимірі збільшився порівняно з попереднім кварталом, хоч і незначно (до 9.8%). Утім, через сезонно слабшу економічну активність на початку року в нескоригованому вимірі (10.5%) він перевищив кризові рівні.

Зміна поведінки економічних агентів викликана як певним пристосуванням до нових умов, так і вірогідним зниженням запасу фінансової міцності домогосподарств, особливо серед молодих сімей. Згідно з даними ДССУ, у I кварталі 2021 року майже половина обсягів падіння кількості зайнятого населення зумовлена зниженням зайнятості серед молоді (до 35 років, здебільшого серед жінок). Утім, значна їх частина вибула з робочої сили через навчання.

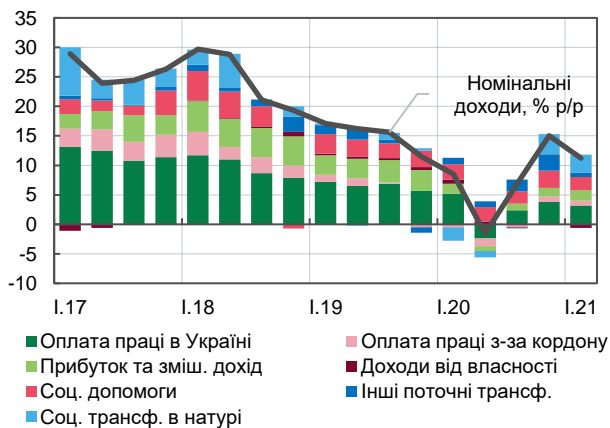
Відчутне зменшення зайнятості серед жінок у віці 30–39 років, вірогідно, пов'язане із потребою в догляді за дітьми та громадянами похилого віку. Серед причин незайнятості в жінок, які не є учнями/студентами чи пенсіонерами, переважає виконання домашніх і сімейних обов'язків, тоді як у чоловіків – зневіра в пошуку роботи та незнання, де її шукати. Скоротилася і зайнятість осіб передпенсійного віку (50–70 років), імовірно через важчий перебіг хвороби в цьому віці.

Графік 2.3.4. Очікування щодо зміни кількості працівників у наступні 12 міс. за видами діяльності (баланс відповідей), в. п.



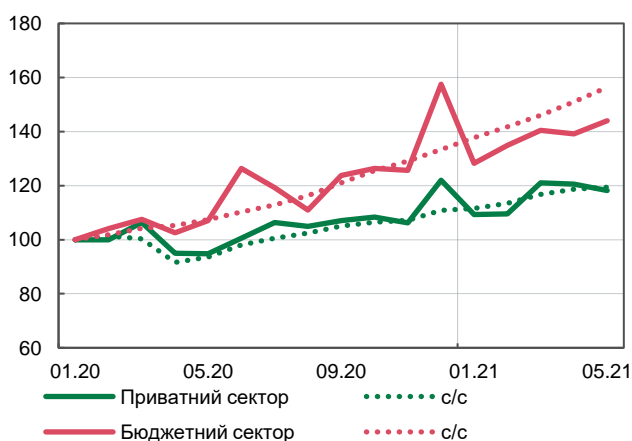
Джерело: НБУ.

Графік 2.3.5. Внески в річну зміну номінальних доходів населення, в.п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.6. Зарплата в бюджетному та приватному секторі, індекс 01.20=100



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Попри карантин попит на робочу силу й надалі посилювався, очікується поліпшення ситуації із зайнятістю у II кварталі

Ще до зниження рівня захворюваності та пом'якшення обмежень, яке розпочалося в травні, почали зростати і кількість запитів на пошук роботи, і резюме. Також з початку року щомісячно збільшується кількість вакансій. Вагому роль зіграло і загальне поживлення економічної активності, хоча воно й було нерівномірним за видами діяльності (детальніше – у розділі "Попит та випуск" на стор. 16). Так, за результатами [опитування щодо ділових очікувань](#), у II кварталі підприємства усіх ВЕД поліпшили очікування щодо найму працівників. Зокрема, впевнено очікують збільшення зайнятості підприємства торівлі, а також будівництва, відображаючи стійкий споживчий попит та нарощення бюджетних витратів на інфраструктурні проекти. Додаткову підтримку зайнятості, а також доходам населення в II кварталі надавали і [державні програми з часткового безробіття](#)¹⁷.

У II кварталі 2021 року очікується поліпшення стану ринку праці. Водночас через нерівномірне відновлення за видами діяльності та очікуване повернення до пошуку роботи частини економічно неактивних, скорочення сезонно скоригованого рівня безробіття буде поступовим.

Зростання доходів населення прискорилося після сповільнення на початку року

У I кварталі 2021 року зростання доходів населення сповільнилося (до 11% р/р у номінальному вимірі та 1% р/р у реальному наявному вимірі). Це зумовлювалося зниженням темпів зростання заробітних плат через послаблення економічної активності та зайнятості на початку року, а в реальних вимірах – також суттєвим пришвидшенням інфляції. Утім, зростання заробітних плат залишалося значним, перевищуючи темпи відновлення економіки. Збільшення доходів підтримувалося і соціальними виплатами. Крім того, попри карантинні обмеження, зростав прибуток та змішаний дохід, зокрема доходи ФОПів, що свідчить про подальше пристосування малого бізнесу до карантину¹⁸.

Поліпшення ситуації на ринку праці на тлі ефекту низької бази II кварталу 2020 року зумовили високі темпи зростання номінальної зарплати (у квітні-травні – на майже 30% р/р). Утім, зростання відображало також поживлення економічної активності, підвищення МЗП, перегляд зарплат у охороні здоров'я й освіті, доплати медикам. Тривало і збільшення соціальних виплат: з 01 березня [відбулася щорічна індексація пенсій](#) (на 11%) для понад 2/3 усіх пенсіонерів. З квітня перераховано пенсії працюючим пенсіонерам. Водночас прискорення інфляції стримувало зростання реальних доходів.

¹⁷ Підприємці та наймані працівники, діяльність яких призупинена на час перебування регіону, у якому вони працюють, у "червоній" зоні, [могли отримати допомогу від держави](#) у сумі 8 тис. грн. Станом на 07 червня [zareestrovano майже 340 тис. заявок](#) на отримання такої допомоги та виплачено понад 2.7 млрд грн.

¹⁸ Після незначного сезонного скорочення активних ФОПів на початку 2021 року з березня кількість нових відкритих ФОПів перевищує кількість закритих, що також свідчить про збільшення зайнятості на мікро-підприємствах.

2.4. Фіскальний сектор

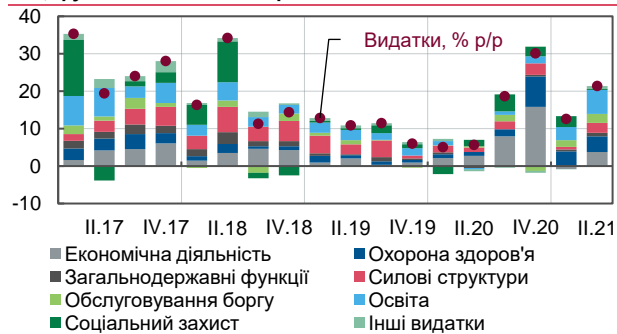
- Фіскальна політика в II кварталі пом'якшилася насамперед за рахунок прискорення зростання витрат, у тому числі капітальних видатків. Зазначене, з одного боку, підтримало відновлення економіки, а з іншого – виступило проінфляційним фактором.
- За рахунок поживлення економіки та високих цін тривало збільшення податкових надходжень. Утім, доходи бюджету зростали стримано через менші обсяги перерахування НБУ та дивідендів державних підприємств.
- Дефіцит фінансувався за рахунок зовнішніх залучень та гривневих коштів, накопичених раніше. У II кварталі державний та гарантований державою борг майже не змінився, а відносно ВВП продовжує знижуватися.

Графік 2.4.1. Сальдо СЗДУ за різними вимірами, % від ВВП та % від потенційного ВВП



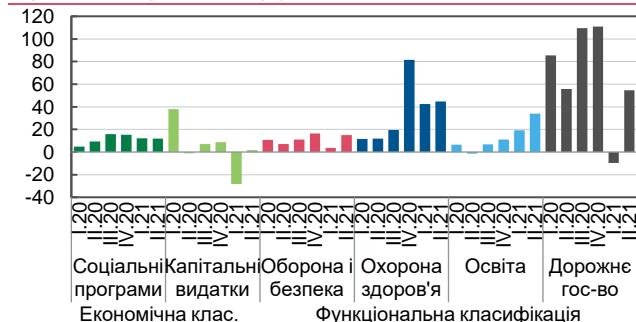
* Загальне сальдо (% від ВВП) – сальдо зведеного бюджету з урахуванням позичок з СКР, наданих Пенсійному фонду. ** Циклічно скориговане первинне сальдо (% від потенційного ВВП) – різниця між сезонно скоригованими доходами, у структурі яких податкові надходження коригуються на циклічні зміни ВВП, та сезонно скоригованими первинними видатками. З доходів вираховано одноразові надходження: кошти від спецфондфіскації, ефекти від рішення Стокгольмського арбітражу тощо. Від'ємне значення цього показника означає м'яку фіскальну політику. Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.2. Внески у річну зміну видатків зведеного бюджету, в.п., функціональна класифікація



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.3. Темпи зростання видатків зведеного бюджету за окремими напрямками, % р/р*



Соціальні програми вкл. оплату праці та соцзабезпечення. Оборона і безпека вкл. оборону, громадський порядок, безпеку та судову владу. Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Фіскальна політика пом'якшилася, що підтримало економічну активність

У II кварталі сформувався дефіцит зведеного бюджету, що доволі нетипово для цього періоду останніх років. Практично нульове циклічно скориговане первинне сальдо вказувало на пом'якшення фіскальної політики порівняно з попереднім кварталом. Це зумовлено передусім нарощуванням видатків майже за всіма напрямками, зокрема на економічну діяльність та капітальні проекти. Свій внесок у пом'якшення політики зробили і доходи. Попри послаблення карантинних обмежень та відновлення економіки продовжували діяти окремі податкові послаблення¹⁹ для мікро- та малого бізнесу, запроваджені наприкінці 2020 року. Крім того, порівняно з попереднім роком зменшилася частка перерозподілу ВВП через дохідну частину внаслідок нижчих неподаткових надходжень. Пом'якшення фіскальної політики підтримало відновлення економіки та ринку праці, але водночас підсилило тиск на внутрішні ціни через споживчий попит.

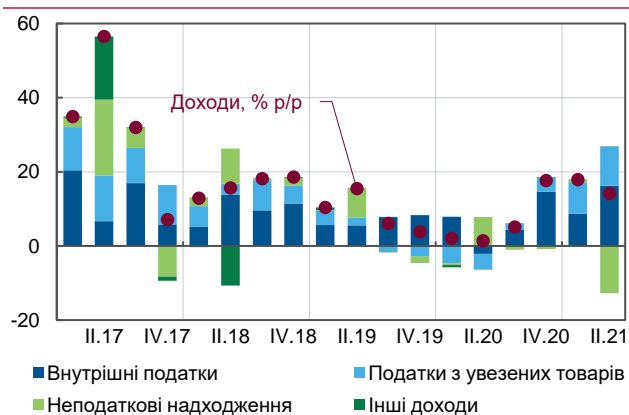
Зростання видатків стрімко прискорилося

Передбачувано ключовим напрямом залишалися видатки на охорону здоров'я. Зокрема, пришвидшилося зростання витрат на медикаменти, протиепідемічні та санітарно-профілактичні заходи, у тому числі на вакцинацію від захворюваності на COVID-19. Також поліпшилося фінансування колективних послуг, зокрема оборони й громадського порядку та судової влади. Зросли витрати на дорожню інфраструктуру як поточного ремонту, так і низки капітальних проектів. Тривало зростання видатків гуманітарного значення, зокрема на освіту, екологію, культуру та спорт. Розширення бюджетних видатків підтримало економічну активність як у виробничих видах діяльності, так і у сфері послуг.

Тривала соціальна підтримка населення. Зокрема надано одноразову **допомогу** мікро- та малому підприємству через втрату доходів від заборони діяльності під час карантину, збільшено субсидії населенню на оплату послуг ЖКГ разом із компенсацією у зв'язку з підвищенням тарифів на електроенергію. Надалі зростали видатки на оплату праці. Усе це підтримало приватне споживання, а відтак і тиск на ціни.

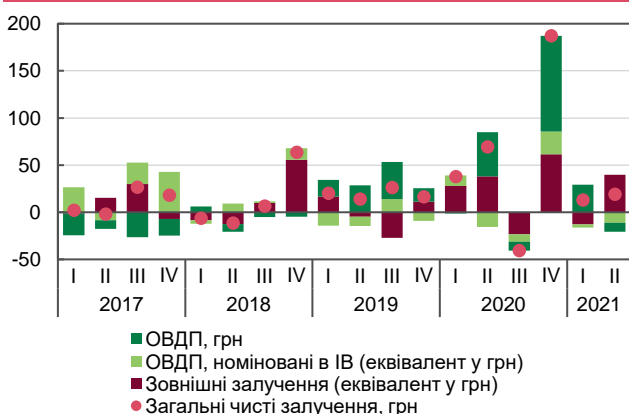
¹⁹ Не оподатковується ПДФО одноразова допомога в разі втрати доходів від заборони діяльності, звільнено від сплати єдиного податку та ЄСВ ФОП I групи з 01 грудня 2020 року до [31 травня 2021 року](#) з одночасним зарахуванням страхового стажу.

Графік 2.4.4. Внески в річну зміну доходів зведеного бюджету, в. п.



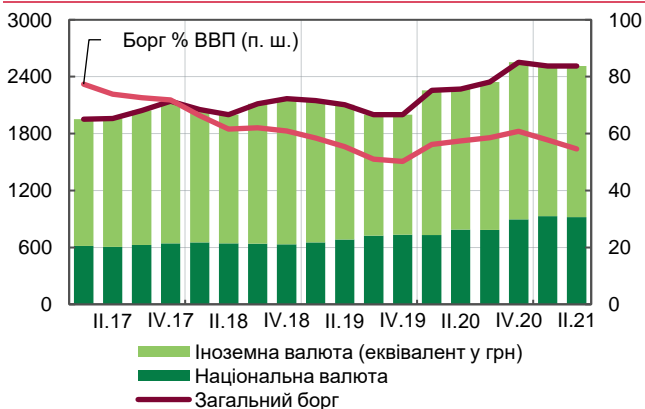
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.5. Чисті залучення державного бюджету*, млрд грн



*Запозичення 2017 року не включають випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу банків та коригування, запозичення III кв. 2020 року не включають випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу банків та ОЗДП для розрахунків за активною операцією з викупу на відкритому ринку державних деривативів, II кв. 2021 – не включають випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу ПАТ Експортно-кредитного агентства.
Джерело: ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.6. Державний та гарантований державою борг (у розрізі валют погашення), млрд грн та % від ВВП*



* ВВП за 2021 рік – оцінка НБУ на основі квартальних даних.
Джерело: МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Витрати на обслуговування боргу зросли через значні залучення на внутрішньому ринку наприкінці 2020 року та початку поточного року, що супроводжувалося певним підвищенням рівня дохідності. Водночас обсяги таких витрат були меншими порівняно з планом, зокрема через міцніший курс гривні відносно закладеного в бюджеті.

Податкові надходження пришвидшили зростання завдяки поживленню економіки та високим цінам на товарних ринках

Вагомими факторами зростання податкових надходжень стали адаптація бізнесу до роботи в умовах пандемії й послаблення карантину. Також високі ціни на сировинні товари сприяли збільшенню надходжень від рентних платежів та податку на прибуток підприємств разом із поліпшенням їх фінансових результатів. Завдяки підвищенню заробітних плат стало зростають обсяги податку на доходи фізичних осіб. Посилення внутрішнього попиту сприяло високим надходженням від податків на споживання – ПДВ та акцизів. Спад виробництва тютюнових виробів гальмував збільшення акцизу з вироблених товарів, утім, це було компенсоване підвищенням ставок акцизного податку на електронні сигарети (ТВЕНи) та їх значним імпортом. Зросли обсяги надходження й інших податків з імпорту.

Натомість неподаткові надходження скоротилися через менші перерахування до бюджету прибутку до розподілу НБУ та дивідендів від державних підприємств. Утім, більші, ніж передбачалося, податкові надходження та певне недовиконання видатків (у тому числі через економію на боргові) дали змогу зменшити порівняно з планом потребу в залученнях.

Дефіцит фінансувався передусім шляхом зовнішніх залучень та коштів у національній валюті, накопичених раніше. Завдяки зростанню економіки відношення боргу та ВВП знижувалося й надалі

Попит на державні цінні папери на внутрішньому ринку протягом кварталу порівняно з попередніми періодами дещо послабився. Роловер основних сум ОВДП в іноземній валюті та гривні становив відповідно 71% та 93%. Водночас у II кварталі отримано зовнішнє фінансування від офіційних партнерів та розміщено ОЗДП. Також потреби уряду частково профінансовано за рахунок коштів у національній валюті, накопичених на рахунках наприкінці I кварталу.

Через значні виплати чисті залучення залишалися помірними. Їх незначний приріст порівняно з попереднім кварталом був нівельований ефектом переоцінки внаслідок зміцнення курсу гривні. У результаті обсяг державного та гарантованого боргу майже не змінився, а його відношення до ВВП продовжувало зменшуватися (за оцінками НБУ – нижче 55%) завдяки зростанню економіки. Менший рівень боргу до ВВП є позитивним сигналом для іноземних інвесторів, утім, із точки зору довгострокової стійкості він лишається високим.

Вставка 3. Середньострокова бюджетна декларація – новація в Україні та міжнародний досвід

Наприкінці травня 2021 року Уряд України вперше схвалив Бюджетну декларацію на 2022–2024 роки²⁰ (далі – Бюджетна декларація 2024), яку Верховна Рада [затвердила](#) 15 липня. Бюджетна декларація вважається базовим стратегічним документом бюджетного планування, який визначає середньострокові цілі державної політики та інструменти їх досягнення, бюджетні показники та є основою для складання проєкту бюджету на наступний рік. Її ухвалення вважається кращою міжнародною практикою з управління державними фінансами. Попри це, документ містить низку викликів. Зокрема, ґрунтується на поточному законодавстві та не враховує наявних ініціатив, тож окремі кількісні показники можуть втратити актуальність. Значна кількість цілей без пріоритетизації за роками та деталізації також може ускладнити їх реалізацію.

Середньострокове бюджетне планування визнане кращою міжнародною практикою управління державними фінансами та широко застосовується іншими країнами. В Європі воно набуло поширення наприкінці 1980-х – у середині 1990-х років у відповідь на стрімке збільшення видатків та розширення фіскальних дефіцитів, а також економічні кризи. На початку 2000-х років середньострокове планування застосовувала більшість країн – членів ЄС, а після фінансової кризи 2008 року його елементи були присутні вже в 132 країнах.

Бюджетна декларація може мати різні назви та форми, проте її основною метою є приведення у відповідність потреб для реалізації державних стратегій розвитку до наявних ресурсів. Розробка та ухвалення такого стратегічного документа – гарний сигнал для економічних суб'єктів, оскільки це сприятиме більшій прогнозованості як бюджетної, так і економічної політики уряду в цілому.

Ступінь участі законодавчих органів у середньостроковому бюджетному плануванні істотно різниться серед країн світу. Наприклад, у Фінляндії уряд лише інформує громадськість і парламент про середньострокові бюджетні цілі, тоді як у Швеції декларація затверджується парламентом. У Великій Британії проводяться дебати і безпосередньо перед початком фінансового року проєкт бюджетної резолюції стає законопроектом. Участь парламенту є важливою, оскільки таким чином встановлюється політичне зобов'язання дотримуватися оголошених цілей та показників.

У законодавстві України чітко не визначено подальшої долі бюджетної декларації після її надходження до парламенту: парламентарі можуть взяти її до відома та/або надати свої рекомендації щодо бюджетної політики до 15 липня, або взагалі не приймати рішення²¹. Її ухвалення ВРУ цього року істотно посилює значення декларації як стратегічного документа і свідчить про серйозність зобов'язань дотримуватися її параметрів.

Попри загальну схожість підходів, окремі елементи середньострокового бюджетного планування можуть суттєво різнитися між країнами. Так, середньострокові бюджетні рамки держав-членів ЄС відрізняються залежно від політичних зобов'язань, горизонту планування,

охоплення та рівня деталізації, формулювання цілей, порядку перенесення та обов'язковості дотримання.

Як правило, параметри бюджетної декларації є обов'язковими на перший рік та індикативними – на решту. Підхід до планування може бути гнучким, тобто передбачати щорічне коригування цілей відповідно до розвитку економіки або змін у фіскальній політиці або ж фіксованим, коли цілі не змінюються протягом усього горизонту планування за відсутності форс-мажорних обставин. Утім, зміна стелі дефіциту чи боргу зазвичай має аргументуватися, хоча на наступні періоди ці показники частіше є індикативними.

В Україні Бюджетна декларація 2024 наближена до міжнародних стандартів. Наступного року уряд має знову подавати бюджетну декларацію, але у разі зміни показників повинні бути оприлюднені аргументи на їхню користь²².

Крім традиційних положень (макроекономічні параметри, основні завдання податкової та бюджетної політики, стелі дефіциту державного бюджету, обсягів державного боргу), Бюджетна декларація 2024 містить:

- граничні показники видатків та надання кредитів і цілі державної політики для кожного головного розпорядника бюджетних коштів, показники досягнення результату;
- оцінку фіскальних ризиків;
- фіскальний простір.

Фіскальний простір є новацією для України. Це певний "резерв політики", який зазвичай використовується для фінансування нових ініціатив після отримання запитів на [витрати](#) у разі реалізації фіскальних ризиків чи потреби позапланово збільшити окремі видатки. Однак, в Україні враховуючи очікуваний їх розподіл під час підготовки бюджету на плановий рік, фактично він нічим не відрізнятиметься від звичайних видатків.

Встановлення стелі на видатки також є поширеною [практикою](#). Так [Нідерланди](#) фіксують стелі бюджетних видатків у реальному вимірі. Це забезпечує міцне підґрунтя для управління бюджетом та виконання запланованих заходів політики, незважаючи на коливання

²⁰ Декларація на середньострокову перспективу розроблялася й у попередні періоди, зокрема була розроблена у 2019 році, проте вона не пройшла всіх етапів її ухвалення. У 2020 році уряд утримався від її розроблення через невизначеність, пов'язану з пандемією COVID-19.

²¹ Стаття 152 Бюджетного кодексу, п.6: "...Якщо Верховною Радою в установлені частиною п'ятою цієї статті строки не розглянуто питання щодо Бюджетної декларації або не прийнято рішення щодо нього, таке питання в подальшому не потребує розгляду".

²² Стаття 33 Бюджетного кодексу: "КМУ... подає до Верховної Ради України Бюджетну декларацію разом із фінансово-економічним обґрунтуванням, включаючи пояснення відмінностей від Бюджетної декларації, схваленої в попередньому бюджетному періоді..."

доходів. Натомість Швеція має номінальні стелі на трирічний термін, а цільовий показник сальдо СЗДУ переглядається кожного другого [виборчого періоду](#). У країнах Південно-Східної Азії таке обмеження загальних видатків практично не використовується, частіше воно стосується організаційних витрат на рівні міністерств. Утім, наявність та дотримання таких стель дає змогу поліпшити прогнозованість та ефективність видатків, посилити бюджетну дисципліну. Це також сприяє зміні підходів до витрачання бюджетних коштів — переходу від фінансування бюджетних установ до надання ними якісних державних послуг.

Водночас Бюджетна декларація 2024 містить низку викликів, що може ускладнити її ефективну реалізацію. Зокрема, документ громіздкий та має переважно описовий характер. Крім того, декларацію розроблено на основі чинного законодавства, тоді як у першому читанні вже ухвалено [законопроект](#) із низкою податкових ініціатив різноспрямованої дії. Так, деякі податкові зміни, вірогідно, полегшать виконання заявлених показників (оскільки передбачають збільшення податкових надходжень²³), водночас зміни [методологічних підходів до визначення та розрахунку прожиткового мінімуму](#) можуть суттєво збільшити видатки бюджету. Іншим викликом є значна кількість пріоритетів бюджетної політики та їх певна розпорошеність. Зокрема, визначено 11 пріоритетів, але без чіткого часового розмежування. Це робить їх ефективну реалізацію в усіх напрямках малоюмовірною. Більшість пріоритетів також потребує чіткішої деталізації. Щодо кількісних показників Бюджетної декларації 2024, то вони ґрунтуються на консистентному середньостроковому макроекономічному прогнозі з дещо оптимістичним поглядом на зростання економіки у 2023–2024 роках.

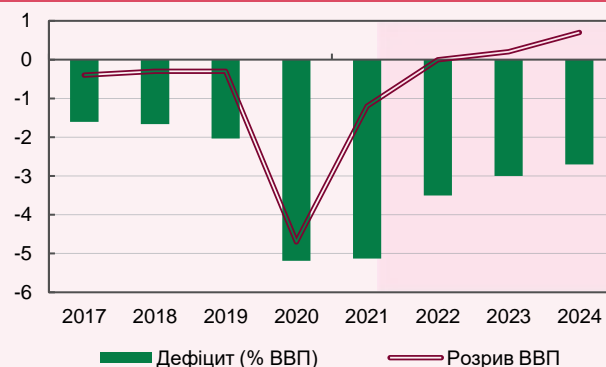
Таблиця 1. Основні макроекономічні параметри бюджетної декларації

| Показник | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|--------|--------|-------|
| Номінальний ВВП, млрд гривень | 5368.7 | 5993.9 | 6651 |
| ВВП реальний, % | 3.8 | 4.7 | 5.0 |
| Індекс споживчих цін, % (грудень/грудень) | 6.2 | 5.3 | 5.0 |
| Експорт товарів і послуг (млрд дол. США) | 70.3 | 75.7 | 81.7 |
| Імпорт товарів і послуг (млрд дол. США) | 78.9 | 86.3 | 93.8 |
| Обмінний курс, грн/дол (середній) | 28.6 | 28.8 | 29.2 |
| Номінальна середня заробітна плата, грн | 15258 | 17159 | 19063 |

Джерело: МЕРТ, МФУ.

Передбачено скорочення дефіциту державного бюджету до 2.7% ВВП та, відповідно, державного та гарантованого державою боргу до 51% ВВП у 2024 році. Такі параметри є виваженим кроком у напрямі забезпечення макрофінансової стабільності на етапі відновлення економіки після кризи. Утім, з огляду на прогнозний розвиток економіки та дефіцит бюджету, особливо у 2024 році, фіскальна політика видається недостатньо контрциклічною, що ускладнить забезпечення додаткового фіскального простору.

Графік 1. Дефіцит державного бюджету та розрив ВВП*



* Розрив ВВП — оцінка МЕРТ.

Джерело: ДКСУ, МФУ, МЕРТ, розрахунки НБУ.

Таблиця 2. Основні параметри державного бюджету*, млрд грн

| Показник | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Доходи | 1076.0 | 1097.5 | 1219.6 | 1333.2 | 1451.6 |
| %, річна зміна | 7.8 | 2.0 | 11.1 | 9.3 | 8.9 |
| % ВВП | 25.7 | 22.8 | 22.7 | 22.2 | 21.8 |
| Податкові надходження | 851.1 | 949.5 | 1064.5 | 1176.6 | 1295.0 |
| %, річна зміна | 6.4 | 11.6 | 12.1 | 10.5 | 10.1 |
| % ВВП | 20.3 | 19.7 | 19.8 | 19.6 | 19.5 |
| Неподаткові надходження | 213.0 | 134.6 | 142.0 | 142.0 | 139.8 |
| %, річна зміна | 14.0 | -36.8 | 5.5 | 0.1 | -1.6 |
| % ВВП | 5.1 | 2.8 | 2.6 | 2.4 | 2.1 |
| Видатки | 1288.1 | 1335.2 | 1394.2 | 1497.0 | 1614.1 |
| %, річна зміна | 19.8 | 3.7 | 4.4 | 7.4 | 7.8 |
| % ВВП | 30.7 | 27.8 | 26.0 | 25.0 | 24.3 |
| Кредитування | 5.5 | 9.0 | 13.5 | 16.0 | 17.1 |
| % ВВП | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| Сальдо | -217.6 | -246.6 | -188.0 | -179.8 | -179.6 |
| % ВВП | -5.2 | -5.1 | -3.5 | -3.0 | -2.7 |

* Використано прогноз МЕРТ на 2021 рік (зокрема ВВП) відповідно до [таблиці](#) Основні макропоказники економічного та соціального розвитку України у 2020 – 2024 роках згідно з Бюджетною декларацією на 2022 – 2024 роки, 8-9 стор. При затвердженні закону [про державний бюджет](#) на 2021 рік оцінка ВВП – 4505.9 млрд грн та дефіциту – 5.5% ВВП.

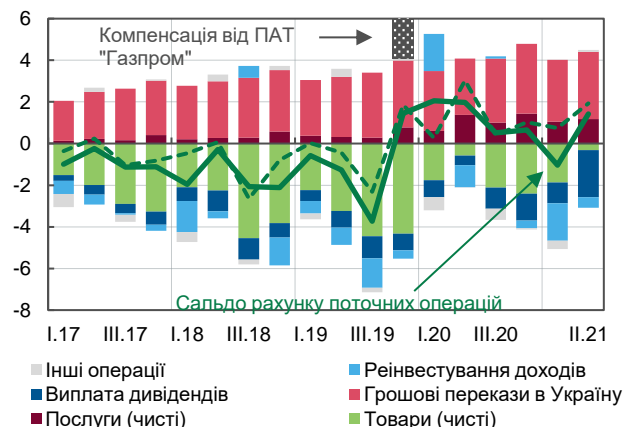
Джерело: ДКСУ, ВРУ, МФУ, розрахунки НБУ.

²³ На розгляді у ВРУ перебуває законопроект щодо змін до Податкового кодексу та інших законодавчих актів, внесений КМУ. Мета цього законопроекту – збалансувати бюджетні надходження шляхом підвищення ефективності використання економічних ресурсів країни, а також усунення прогалин чинного законодавства. Законопроект передбачає індексацію ставок, розширення бази оподаткування, поліпшення адміністрування податків та зборів. За оцінками Уряду України, ці зміни дадуть змогу збільшити надходження на 34 млрд грн з 2022 року.

2.5. Платіжний баланс

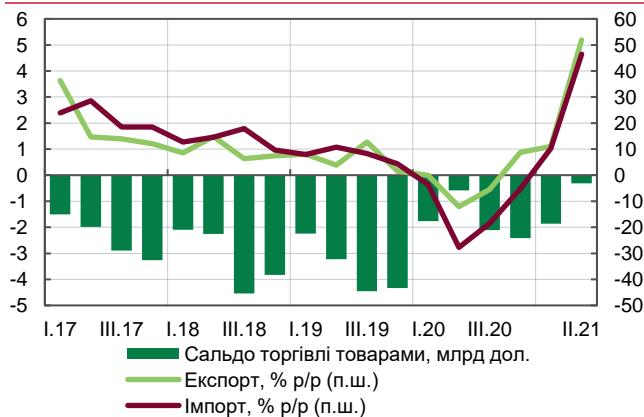
- У II кварталі сформувався профіцит поточного рахунку внаслідок звуження дефіциту торгівлі товарами. Утім, профіцит був меншим, ніж рік тому, через вищі виплати дивідендів та поступове відновлення імпорту послуг.
- Зростання експорту прискорилося завдяки похваленню світової економіки, що супроводжувалося підвищенням цін на товарних ринках, тоді як збільшення імпорту товарів стримувалося нижчими закупівлями енергоносіїв.
- Значні залучення державного сектору майже повністю компенсували подальший відплив капіталу з приватного сектору. Попри відплив капіталу за фінансовим рахунком платіжний баланс був зведений з профіцитом, а міжнародні резерви зросли до 28.4 млрд дол.

Графік 2.5.1. Сальдо рахунку поточних операцій, млрд дол.



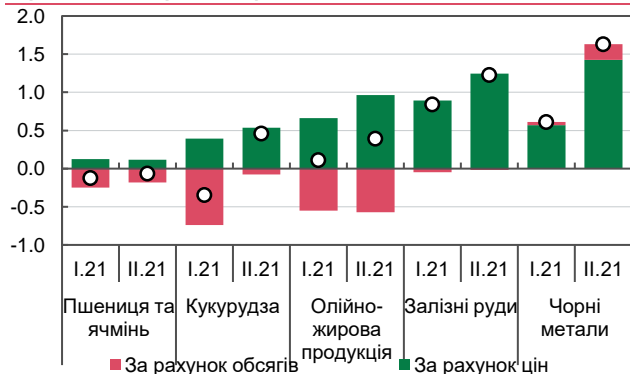
Пунктиром – без урахування реінвестованих доходів
Джерело: НБУ.

Графік 2.5.2. Торгівля товарами



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.3. Абсолютна річна зміна цін та обсягів експорту за окремими* товарами, млрд дол.



* 68% в експорті товарів.
Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Високі ціни лишилися основним чинником зростання експорту, однак відновлення світового попиту сприяло і нарощуванню поставок окремих товарів

Зростання цін на основні товари українського експорту було ключовим чинником прискорення зростання експорту в II кварталі (до 51.9% р/р). Водночас розширення попиту, особливо з боку європейських країн, сприяло нарощуванню поставок окремих товарів, насамперед продукції ГМК. Так зростання експорту металургійної продукції суттєво прискорилося за рахунок як цін, так і обсягів на тлі [глобального дефіциту сталі](#). Завдяки сприятливій ціновій кон'юктурі вартісні обсяги експорту залізних руд третій квартал поспіль оновлювали історичний рекорд. Порівняно з попередніми періодами у II кварталі 2021 року зросли і їхні фізичні обсяги: розширення попиту з боку європейських металургів переважило скорочення поставок до Китаю, зумовлене зокрема посиленням конкуренції [з боку Бразилії](#).

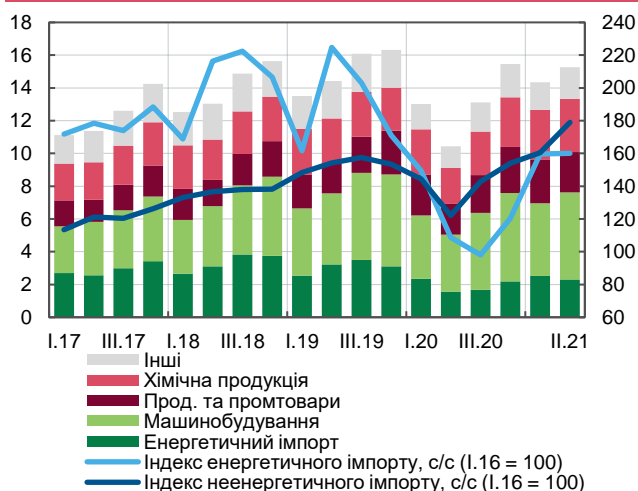
Відновилося зростання експорту продовольчих товарів. Сталий попит з боку Китаю забезпечив значні поставки кукурудзи, тоді як [переорієнтація частини імпортерів із дорогої кукурудзи на фуражну пшеницю](#) сприяла збільшенню порівняно з попереднім кварталом поставок пшениці. Також зріс експорт м'яса завдяки [дозволу ЄС на поставки курятини](#). Водночас послаблення попиту на соняшникову олію через надвисокі ціни стримувало нарощування її [експорту](#). Разом з ефектами нижчого минулорічного врожаю це обмежувало зростання експорту продовольчих товарів у цілому.

Підвищення цін на хімічну продукцію, зумовлене подорожчанням газу і [сталим попитом на добрива](#), прискорило зростання вартісних обсягів її експорту. Поставки аміаку та пластмас зросли на тлі обмеженої глобальної пропозиції, а експорт вогнетривких глин – завдяки розширенню попиту з боку ЄС. Останнє також сприяло збільшенню поставок окремого промислового та електричного обладнання (холодильних вітрин, підшипників, електронагрівальних приладів) та зростанню експорту продукції машинобудування.

Неенергетичний імпорт продовжував зростати через сталий внутрішній попит, тоді як енергетичний стримувався меншими закупівлями енергоносіїв

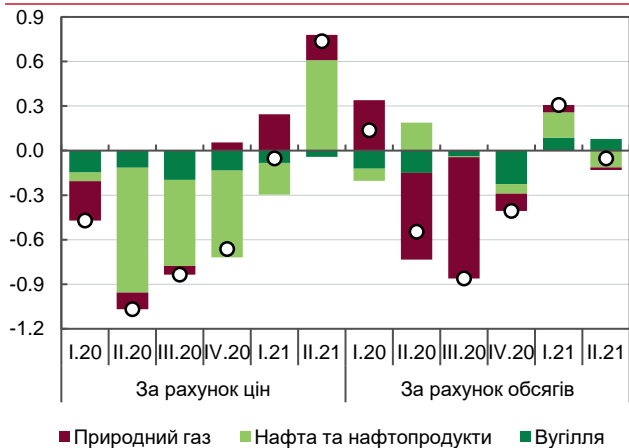
Високі темпи зростання імпорту товарів у II кварталі (46.4% р/р) визначалися насамперед ефектом низької

Графік 2.5.4. Імпорт товарів, млрд дол.



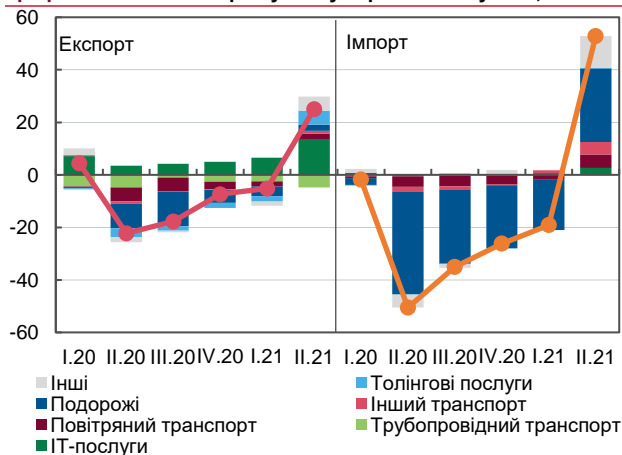
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.5. Абсолютна річна зміна імпорту енергоносіїв, млрд дол.



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.5.6. Внески в річну зміну торгівлі послугами, в.п.



Джерело: розрахунки НБУ.

бази порівняння минулого року. Водночас неенергетичний імпорт збільшився за рахунок як цін, так і обсягів попри квітневе посилення карантину. Поліпшення фінансових результатів та ділових очікувань спонукало підприємства до нарощування інвестицій. Зокрема значно збільшилися закупівлі сільськогосподарської техніки та промислового обладнання, а закупівлі легкових та вантажних автомобілів перевищили докризовий рівень. Однак на відновленні імпорту продукції машинобудування, як і раніше, негативно позначалося скорочення інвестицій в устаткування для альтернативної енергетики. Імпорт хімічної продукції сягнув найвищого рівня з 2013 року. Зокрема збільшилися закупівлі фармацевтичних виробів (у т.ч. вакцин проти COVID-19), а зростання імпорту пластмас і добрив прискорилося внаслідок значного їх подорожчання на зовнішніх ринках. Сталий споживчий попит підтримував високі обсяги імпорту продовольчих та промислових товарів.

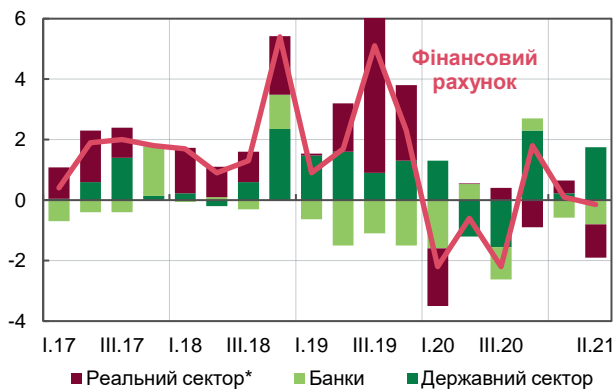
Водночас зростання імпорту товарів стримувалося скороченням закупівель енергоносіїв. Так закупівлі нафтопродуктів з Білорусі зменшилися через [плановий ремонт на Мозирському НПЗ](#), а невизначеність навколо української ділянки трубопроводу "Самара – Західний напрям" зумовила [скорочення поставок дизпалива з РФ](#). Крім того, закупівлі природного газу також тимчасово знизилися [через високі ціни на європейських газових хабах](#). У підсумку імпорт енергоносіїв у вартісному вимірі скоротився порівняно з попереднім кварталом, попри подальше їх подорожчання на світовому ринку.

Незважаючи на відновлення імпорту послуг, зберігався профіцит торгівлі послугами, що разом зі зростанням переказів дещо компенсувало нарощування виплат дивідендів

У II кварталі 2021 року тривало відновлення імпорту послуг унаслідок його нарощування за статтею "подорожі" на тлі поступового відкриття кордонів для українських туристів. Однак експорт послуг також збільшився, попри очікуване скорочення надходжень від транзиту газу. Цьому сприяло як подальше нарощування експорту ІТ-послуг, так і відновлення зростання експорту толінгових послуг завдяки активізації промислового виробництва в ЄС. У результаті профіцит торгівлі послугами залишився високим, хоча дещо зменшився порівняно з минулим роком. Крім того, подальше пожвавлення економік основних країн – реципієнтів українських трудових мігрантів сприяло зростанню грошових переказів.

Зазначені чинники частково компенсували рекордні обсяги репатріації дивідендів, забезпечені кращими фінансовими результатами підприємств на тлі надвисоких світових цін на сировинні товари. Значні прибутки підприємств з іноземними інвестиціями зумовили перегляд даних щодо реінвестованих доходів у 2020 році та I кварталі 2021 року (див. вставку "Реінвестовані доходи: практика перегляду даних та вплив на показники платіжного балансу" на стор. 28).

Графік 2.5.7. Фінансовий рахунок: чисті зовнішні зобов'язання, млрд дол.



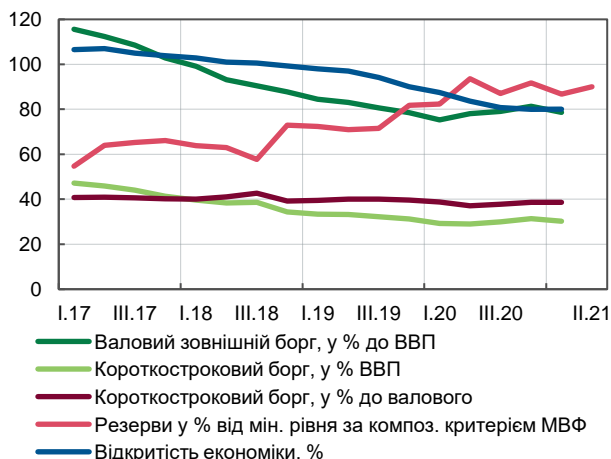
* Разом з помилками та упущеннями.
Джерело: НБУ.

Графік 2.5.8. Чисті зовнішні залучення СЗДУ, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Графік 2.5.9. Окремі показники зовнішньої стійкості



Джерело: розрахунки НБУ.

За фінансовим рахунком збільшення залучень державним сектором майже повністю компенсувало подальший відплив капіталу з приватного сектору

У II кварталі тривав відплив капіталу з приватного сектору. Так зростали зовнішні активи банківського сектору, у тому числі через погашення урядом ОВДП в іноземній валюті. А зростання заборгованості нерезидентів за торговими кредитами, передусім за експорт товарів, та зниження зобов'язань за ними ж компаній-резидентів, серед іншого, зумовило значний відплив капіталу з реального сектору. Після вагомого припливу ПІІ на початку року, передусім за рахунок реінвестованих доходів підприємствами з іноземними інвестиціями, у II кварталі він був помірним. Це зумовлено, зокрема, значними виплатами дивідендів і відповідно меншими обсягами реінвестованих доходів.

Водночас збільшився приплив капіталу до державного сектору: чисті надходження досягли 1.7 млрд дол. передусім завдяки [виходу України](#) на міжнародні ринки капіталу, [позики від МБРР](#) та відновленню інтересу нерезидентів до ОВДП. Останньому сприяли зниження військової напруги вздовж кордонів України та збереження привабливої дохідності порівняно з країнами-аналогами.

Значне додатне сальдо поточного рахунку перевищило відплив капіталу за фінансовим, а платіжний баланс було зведено з профіцитом (1.3 млрд дол.). Це дало змогу наростити валові міжнародні резерви до 28.4 млрд дол.

Попри погіршення умов на світових фінансових ринках на початку року, зовнішня позиція України залишалася стійкою

Планове здійснення значних виплат за зовнішніми зобов'язаннями протягом I кварталу (1.9 млрд дол.) в умовах зростання номінального ВВП та порівняно стабільного курсу гривні дали змогу поліпшити окремі відносні показники зовнішньої стійкості України. Так співвідношення валового та короткострокового боргу до ВВП знизилася, а достатність валових міжнародних резервів залишалася на високому рівні.

Завдяки зовнішнім залученням у II кварталі та активізації запозичень на внутрішньому ринку міжнародні резерви зросли, а показники їх достатності поліпшилися. Станом на кінець червня їх обсяг перевищив 90% від мінімально необхідного за композитним критерієм МВФ.

Водночас потреби в зовнішньому фінансуванні для України залишаються високими. В умовах нормалізації монетарної політики центробанками та посилення конкуренції серед позичальників на світових ринках капіталу здійснення залучень за вигідними умовами вимагатиме підтримання макрофінансової стабільності, подальшої співпраці з міжнародними кредиторами та структурних реформ.

Вставка 4. Реінвестовані доходи: практика перегляду даних та вплив на показники платіжного балансу

У червні НБУ переглянув дані щодо реінвестованих доходів у 2020 році та в I кварталі 2021 року. Зокрема, сальдо поточного рахунку зменшилося, фінансового – відповідно збільшилося. Практика перегляду даних є звичною в країнах, які здійснюють оперативну оцінку статистичних показників. Це зумовлено особливостями методології, різницею в термінах подання звітності підприємствами та строках складання платіжного балансу, високою волатильністю показників, особливо під час криз, та нетиповістю поточної кризи. В Україні суттєвий перегляд зумовлювався значно кращими, ніж очікувалося, фінансовими результатами підприємств наприкінці 2020-го та на початку 2021 року.

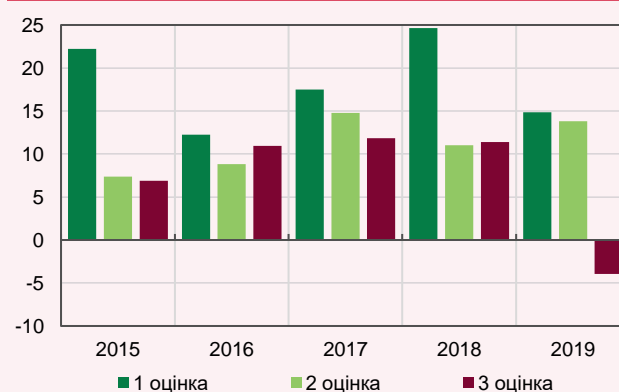
Практика перегляду даних. [НБУ удосконалив методологію](#) складання платіжного балансу, включивши реінвестовані доходи нефінансових корпорацій у 2020 році²⁴. Згідно з визначенням реінвестовані доходи – це нерозподілений прибуток, який залишається у власності підприємства з іноземними інвестиціями, збільшуючи його капітал. У платіжному балансі вони відображаються дзеркально: у виплатах за статтею первинних доходів у поточному рахунку та як компонент прямих іноземних інвестицій – у фінансовому рахунку. Будь-які зміни показника не мають впливу на загальне сальдо платіжного балансу та, відповідно, на валові міжнародні резерви.

Залежно від обсягу та наявності даних кожна країна обирає найбільш прийнятний метод урахування реінвестованих доходів. Їх розрахунок ускладнюється тим, що значна кількість країн складає платіжний баланс на щомісячній основі, тоді як звітність щодо фінансових результатів підприємств є кварталною або навіть річною і подається з великим часовим лагом. Обрана методика має відповідати міжнародним стандартам та обговорюється з міжнародними організаціями. Окремі країни розбивають реінвестовані доходи рівномірно за місяцями кварталу ([Чехія](#)). Інші країни використовують метод екстраполяції річного показника минулого року, який може уточнюватися за результатами отримання нової річної звітності. Цікавим є приклад [Фінляндії](#), яка розраховує показники платіжного балансу на місячній основі без урахування реінвестованих доходів, які докляються до статистики лише після отримання річної звітності. Окремі країни (Україна, Угорщина) проводять розрахунок на щомісячній основі, який ґрунтується на аналізі даних попередніх періодів та експертних оцінках щодо поточного економічного стану підприємств.

Не дивно, що за всіх підходів дані переглядаються та уточнюються після надходження інформації зі статзвітності підприємств, систем обліку міжнародних операцій, дзеркальної статистики тощо. При цьому, кінцеві результати можуть суттєво відрізнятись не лише за обсягом, а й за часом і знаком операції. Крім того, перегляд даних може здійснюватися під впливом методологічних змін. Перегляди здійснюються із дотриманням усіх методологічних вимог. Вони

поліпшують достовірність даних та сприяють підвищенню довіри до них.

Графік 1. Перегляд реінвестованих доходів у статистиці платіжного балансу Сполученого Королівства, млрд фунтів стерлінгів



Джерело: Офіс національної статистики Сполученого Королівства.

Фактори впливу на реінвестовані доходи. Різноманітність підходів до розрахунку зумовлена не лише відсутністю оперативної звітності щодо фінансових результатів підприємств, а й високою волатильністю показників, які визначають динаміку реінвестованих доходів. У дослідженні [Lundan](#) (2006) виділено три групи таких факторів:

- ті, що сприяють реінвестуванню: високі темпи економічного зростання та рівня доходів, сприятливий інвестиційний клімат;
- які стимулюють репатріацію заробітку: обмінний курс та ставки корпоративного оподаткування;
- які впливають з агентських відносин: інституційна спроможність країни, політична нестабільність.

Крім того, згідно з [різноманітними дослідженнями](#) динаміку реінвестованих доходів можуть визначати й інші чинники: якість робочої сили, відносна конкурентна перевага, рівень державного споживання, вплив/наслідки рішень ТНК тощо.

Вищезазначені фактори можуть відрізнятись високою мінливістю. Особливо це стосується економік, ринки яких розвиваються, через високий рівень відкритості, сировинний характер, політичну нестабільність, економічну невизначеність. Крім того, до турбулентності та погіршення передбачуваності показників можуть

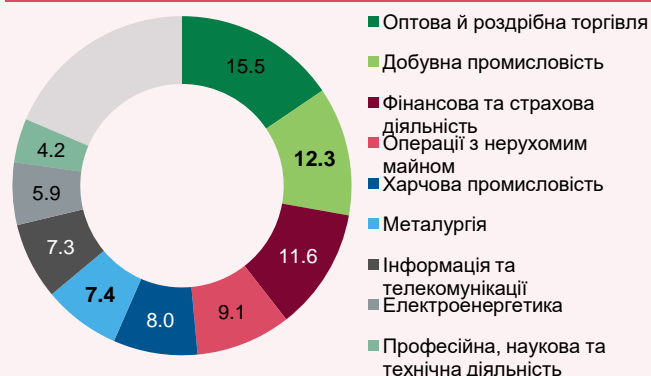
²⁴ Детальніше – у Вставці 4 "Реінвестовані доходи підприємств: вплив на показники платіжного балансу" в [Інфляційному звіті за жовтень 2020 року](#) на стор. 27-28 і в матеріалі ["Зміни в методології складання платіжного балансу України: врахування реінвестованих доходів підприємств"](#).

призводити економічні кризи, які часто супроводжуються структурними змінами, а отже оцінки, здійснені на історичних даних, можуть мати значні похибки.

Причини перегляду даних Україною. Оперативна оцінка реінвестованих доходів в Україні ґрунтується на прогнозних показниках рівня економічної активності й усереднених показниках прибутковості підприємств у попередні періоди. Цей метод відповідає міжнародній практиці та дає гарні результати в період макроекономічної стабільності, проте має велику похибку в кризові періоди, особливо якщо перебіг кризи нетиповий, як у 2020 році. Криза була спровокована не економічними чи фінансовими дисбалансами, а зовнішніми непередбачуваними факторами. Карантинні заходи та глобальна невизначеність щодо перебігу пандемії призвели до стрімкого падіння економічної активності в усьому світі. Утім, і відновлення було доволі стрімким у другому півріччі, хоча нерівномірним за країнами. Це на тлі наявних розривів у ланцюгах постачання й обмеженої пропозиції зумовило значне підвищення цін на світових товарних ринках наприкінці 2020-го та на початку 2021 року.

Показники умов торгівлі рідко використовуються для прогнозування реінвестованих доходів, оскільки згідно з дослідженнями напрямом та щільністю їхнього зв'язку з ПІІ все ще залишаються невизначеними. Утім, саме цей чинник відіграв провідну роль у перегляді статистичних оцінок реінвестованих доходів. Неочікувано стрімке зростання світових цін на основні товари українського експорту зумовило формування значних прибутків підприємств, орієнтованих на зовнішній ринок.

Графік 2. Структура залишків ПІІ: інструменти участі в капіталі без урахування нерозподілених інвестицій станом на кінець 2020 року, %



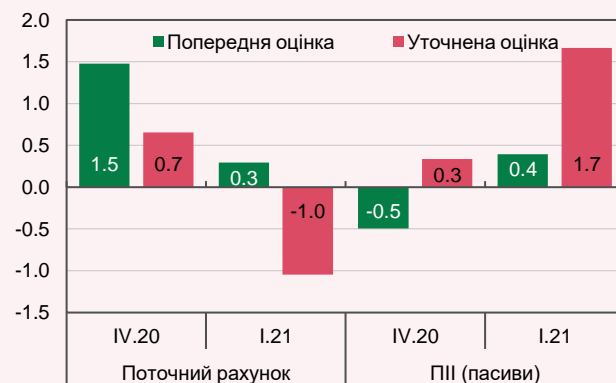
Джерело: НБУ.

Світові ціни на залізні руди та чорні метали на початку 2021 року сягнули найвищого за останні 10 років рівня. Навіть в умовах скорочення фізичних обсягів поставок та посилення конкуренції на світових ринках вартісні обсяги експорту цих товарів у I кварталі 2021 року збільшилися в півтора раза в річному вимірі. Крім того, зростання цін позначилося й на прибутках підприємств оптової торгівлі, фінансової діяльності і транспорту, які забезпечують функціонування торговельної діяльності експортерів. З огляду на значну частку в цих галузях підприємств з іноземними інвестиціями це призвело до неочікувано високих значень реінвестованих доходів як наприкінці 2020 року, так і на початку 2021-го.

Утім, зростання світових цін на зернові культури та олію слабо позначилося на фінансових показниках підприємств харчової промисловості через нижчі врожаї минулого року і деякі разові фактори (обмеження на поставки курятини до ЄС, нарощування поставок російськими експортерами напередодні запровадження експортних мит).

Вплив перегляду на дані платіжного балансу. Через високі фінансові результати підприємств ГМК та пов'язаних із ними галузей було переглянуто оцінку реінвестованих доходів у IV кварталі 2020 року (+0.8 млрд дол.) та в I кварталі 2021 року (+1.3 млрд дол.). Такий перегляд дещо знизив сальдо поточного рахунку, одночасно збільшивши оцінки щодо припливу ПІІ, та не мав впливу на загальне сальдо платіжного балансу.

Графік 3. Перегляд даних платіжного балансу, млрд дол.

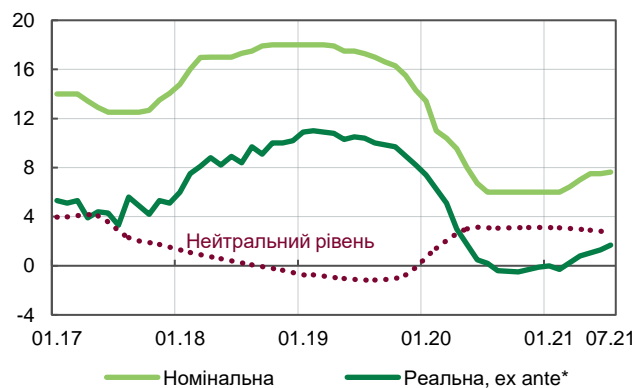


Джерело: НБУ.

2.6. Монетарні умови та фінансові ринки

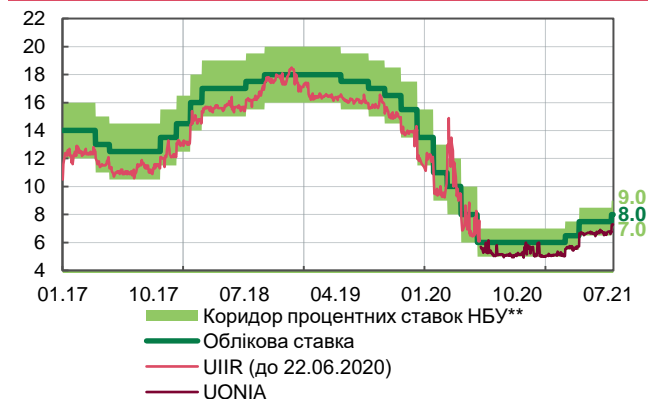
- НБУ продовжив посилення монетарної політики: ключову ставку підвищено до 8%, розпочато поступове згортання антикризових монетарних заходів та вжито низку інших заходів для послаблення інфляційного тиску.
- Банки повільно підвищують ставки за окремими гривневими продуктами, реагуючи на зростання ключової ставки. Дохідність гривневих ОВДП після зростання наприкінці квітня надалі практично не змінювалася через збільшення попиту на них.
- Курс гривні зміцнився: у II кварталі 2021 року на валютному ринку пропозиція здебільшого переважала попит завдяки сприятливій зовнішній ціновій кон'юктурі та відновленню інтересу нерезидентів до гривневих ОВДП.

Графік 2.6.1. Ключова ставка НБУ, середня за місяць, %



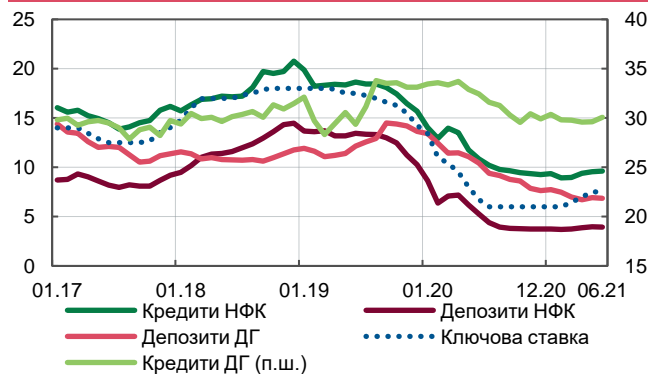
* Дефльована на очікування фінансових аналітиків щодо інфляції через 12 місяців (медіана).
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.6.2. Процентні ставки НБУ та UIIR/UONIA*, %



* Останні дані – за 27.07.2021.
** Верхня межа – процентні ставки за кредитами овернайт, нижня – за ДС овернайт.
Джерело: НБУ.

Графік 2.6.3. Середньозважені гривневі процентні ставки за новими кредитами та депозитами, %



Джерело: НБУ.

Посилення монетарної політики зумовлене підвищенням інфляційного тиску та необхідністю утримання під контролем інфляційних очікувань

У 2021 році НБУ перейшов до циклу посилення монетарної політики, підвищивши облікову ставку сукупно на 2 в. п. – до 8% річних. Зокрема в липні [облікова ставка](#) зросла на 0.5 в. п. Реальна ключова ставка також зростала, поступово наближаючись до свого нейтрального рівня.

Для посилення ефекту від підвищення облікової ставки НБУ з липня розпочав [поступове згортання](#) антикризових монетарних інструментів. Крім того, з 23 липня додатково [збільшено вартість кредитів рефінансування](#) як на строк до 90 днів, так і до трьох років. Зокрема, їх вартість установлена на рівні "облікова ставка + 1 в.п." за умови проведення кількісного тендера та не нижче цього рівня – за умови проведення процентного тендера. Також [зменшені](#) планові обсяги щоденних інтервенцій із купівлі валюти на міжбанківському валютному ринку з 20 млн дол. до 5 млн дол.

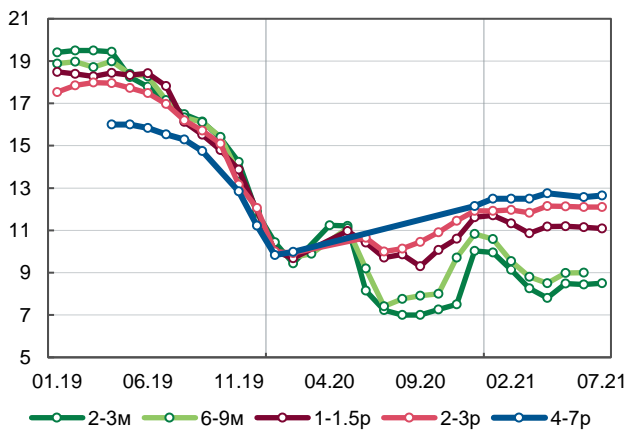
Ці заходи сприятимуть поступовому послабленню фундаментального інфляційного тиску, зокрема через процентний та валютний канали, та поліпшенню інфляційних очікувань.

Підвищення облікової ставки поки що мало обмежений вплив на ринкові ставки, зокрема через високий рівень ліквідності й відмінності у дії трансмісійного механізму

Вартість міжбанківських ресурсів і надалі тісно корелювала з динамікою ключової ставки. Збереження значного профіциту ліквідності в банківській системі утримувало [UONIA](#) практично на рівні нижньої межі коридору ставок НБУ.

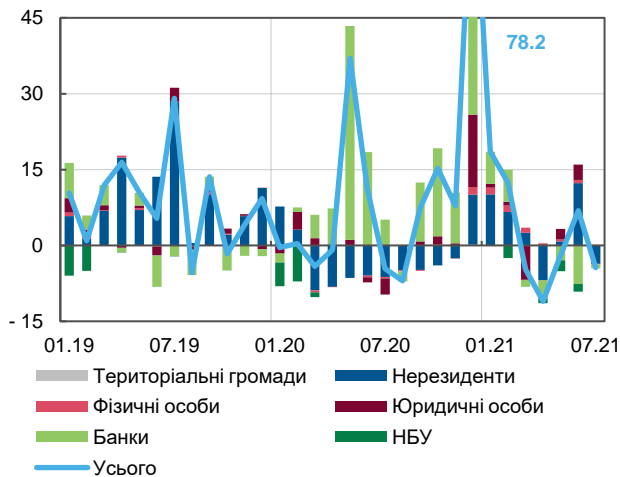
Головними чинниками зростання ліквідності у II кварталі 2021 року були валютні інтервенції НБУ, видатки уряду та кредити рефінансування. Збільшення попиту на кредити рефінансування, переважно довгострокові, пояснюється очікуваннями згортання НБУ екстрених заходів із підтримки банків. Вплив цих чинників на ліквідність був частково нівельований традиційним зростанням обсягів готівки поза банками напередодні "довгих" травневих свят, а також під час посиленого карантину.

Графік 2.6.4. Дохідність гривневих ОВДП на первинному ринку, середньозважена за місяць, % річних



Джерело: НБУ.

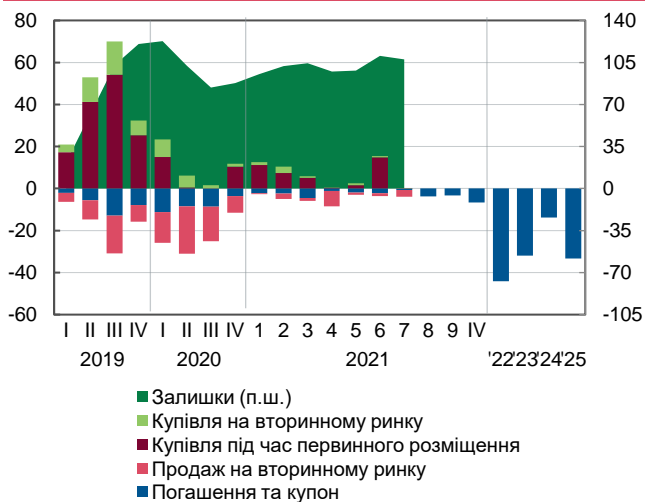
Графік 2.6.5. Зміна обсягу гривневих ОВДП в обігу в розрізі власників*, млрд грн



* Останні дані – за 27.07.2021.

Джерело: НБУ.

Графік 2.6.6. Операції нерезидентів та графік погашення ОВДП*, млрд грн



* Останні дані – за 22.07.2021.

Джерело: НБУ.

Поступове підвищення НБУ облікової ставки протягом поточного року ще не повною мірою позначилося на динаміці ставок банків за клієнтськими операціями. Найбільше відреагувала вартість кредитів для нефінансових корпорацій, що пояснюється їх доволі сильним та статистично значущим зв'язком із динамікою облікової ставки. Так, середньозважена ставка за кредитами до року (питома вага яких становить близько 80%) зростає з 7.8% у березні до 8.5% у червні. Водночас дія трансмісійного механізму на різні фінансові інструменти може відрізнитися під впливом багатьох факторів. Зокрема, ставки за кредитами домогосподарств реагують повільніше, враховуючи їх відчутно вищий рівень. Інертність ставок за депозитами, особливо на вимогу, пояснюється значним припливом таких коштів до банківської системи та, відповідно, відсутністю стимулів у банків підвищувати ставки. Утім, ефект трансмісії ключової ставки проявився в припиненні зниження середньозважених ставок за строковими депозитами, як для домогосподарств, так і для нефінансових корпорацій.

Відновлення інтересу іноземних інвесторів до гривневих ОВДП та значний додатний диференціал між дохідністю останніх та обліковою ставкою стримували дію трансмісійного механізму

Дохідність гривневих ОВДП після підвищення наприкінці квітня в подальшому практично не змінювалася. Цьому сприяло відновлення інтересу іноземних інвесторів до гривневих цінних паперів. Приваблива дохідність (серед країн ЄМ) та стабілізація ситуації вздовж українського кордону з РФ сприяли поверненню нерезидентів на вітчизняний ринок державних запозичень. У результаті у червні уряд залучив значні обсяги коштів без підвищення їх вартості.

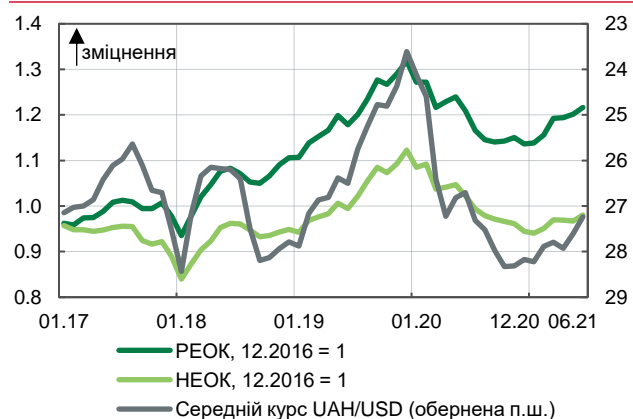
Збереження значного (у середньому близько 4 в. п.) додатного диференціала між дохідністю за гривневими ОВДП та обліковою ставкою також сприяло збереженню привабливості цінних паперів та послаблювало дію трансмісійного механізму.

Переважає пропозиції іноземної валюти над попитом сприяло зміцненню гривні та дало змогу НБУ й надалі поповнювати міжнародні резерви

Унаслідок послаблення військової напруги вздовж кордону з РФ та сприятливих зовнішніх цінових умов зміцнення гривні з кінця квітня відновилося. Надалі ця тенденція підтримувалася також чистим продажем валюти населенням, нарощуванням її пропозиції з боку бізнесу напередодні сплати квартальних податків, а також інвестиціями іноземних інвесторів в ОВДП.

Під впливом ситуативних чинників курс гривні в окремі періоди коригувався, зокрема наприкінці II кварталу. Збільшення попиту на іноземну валюту зумовлювалося значними бюджетними виплатами, збільшенням волатильності на світових фінансових ринках та купівлею валюти для сплати дивідендів.

Графік 2.6.7. Індекси РЕОК і НЕОК та офіційний обмінний курс гривні



Для згладжування надмірних коливань обмінного курсу НБУ протягом II кварталу 2021 року здійснював операції як із продажу іноземної валюти, так і з її купівлі. Сальдо інтервенцій у II кварталі 2021 року було додатним і становило 0.5 млрд дол. (з початку року – 0.8 млрд дол).

За підсумками II кварталу 2021 року офіційний обмінний курс гривні до долара зміцнився на 1.4% в середньому за квартал та на 3.9% – з початку року. У результаті зміцнився як номінальний, так і реальний обмінний курс гривні, враховуючи вищу, ніж у країн-партнерів інфляцію.

Така ситуація дала змогу продовжити лібералізацію валютного ринку. Упродовж останніх місяців НБУ:

- спростив залучення бізнесом зовнішнього фінансування шляхом [розміщення єврооблігацій](#);
- [розширив можливості](#) банківських послуг у сфері торгівлі готівковими валютними цінностями та інвестування громадян і бізнесу за кордон у межах е-лімітів;
- [дозволив](#) юридичним та фізичним особам-підприємцям купувати валюту в межах ліміту 100 тис. євро (в еквіваленті) на день без наявності підстав та зобов'язань і без подання до банку підтвердних документів.

Тривало зростання гривневих депозитів у банківській системі. Кредитна активність повільно відновлюється

У II кварталі 2021 року зберігалися високі річні темпи припливу гривневих депозитів у банківську систему. Утім, їх темпи дещо сповільнилися через ефект бази порівняння. Найбільшим попитом як серед домогосподарств, так і серед нефінансових корпорацій користувалися депозити на вимогу.

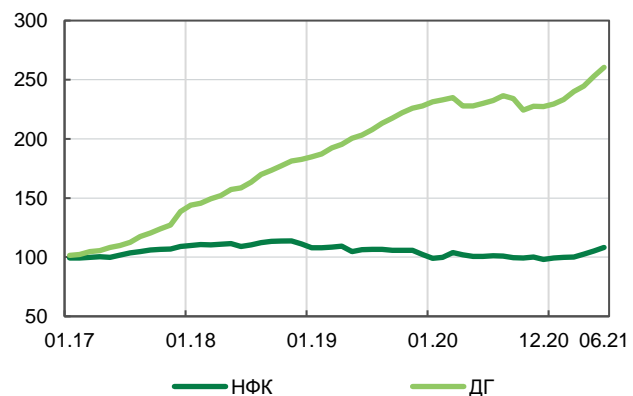
Кредитна активність банків продовжує поступово відновлюватися. Протягом II кварталу поточного року найбільше зросли гривневі кредити, надані підприємствам сільського господарства та на операції з нерухомим майном. У строковій структурі переважають кредити до року, втім, також прискорилося кредитування на термін від одного до п'яти років, особливо у сільському господарстві.

Кредитування домогосподарств у гривні також помітно пришвидшилося. У червні зростання споживчих кредитів у річному вимірі становило 11%, у тому числі на придбання транспортних засобів – 20%. Банки активно нарощують також іпотечне кредитування. Кредити на придбання, будівництво та реконструкцію нерухомості зросли на 21% р/р (зростання з початку року на 18%, тоді як за весь минулий рік – лише на 2%).

Графік 2.6.8. Депозити в національній валюті, 12.2016 = 100



Графік 2.6.9. Кредити в національній валюті, 12.2016 = 100



Частина 3. Економіка України: прогноз

3.1. Інфляційний розвиток

- Інфляція сягне піку восени, відображаючи високі ціни на світових товарних ринках і подальше відновлення внутрішнього попиту.
- Наприкінці року інфляція почне уповільнюватися і повернеться до цільового діапазону 5% ± 1 в.п у 2022 році. Цьому сприятимуть ужорсточення монетарної політики, більші врожаї сільськогосподарських культур, корекція світових цін на сировинні товари та вичерпання ефектів низької бази порівняння минулого року.

Графік 3.1.1. ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.1.2. Внески в річну зміну ІСЦ за компонентами, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Інфляція повернеться до цілі 5% наприкінці 2022 року після сплеску у 2021 році, спричиненого зростанням світових цін та відновленням попиту

Як і раніше, НБУ очікує пікових значень інфляції у III кварталі поточного року, зокрема через низьку базу порівняння минулого року. Прогноз інфляції на кінець 2021 року підвищено з 8.0% до 9.6%. Це пов'язано з пришвидшенням зростання світових цін на продовольство та енергоресурси, а також посиленням фундаментального тиску на тлі збереження високого споживчого попиту та зростання виробничих витрат підприємств, у тому числі на оплату праці.

Наприкінці року інфляція почне сповільнюватися завдяки надходженню нового врожаю та коригуванню глобальних цін на енергоносії. Посилення монетарної політики НБУ також дасть змогу утримати під контролем інфляційні очікування та послабити фундаментальний інфляційний тиск. Стримуватимуть інфляцію й неповне завантаження виробничих потужностей та поступова фіскальна консолідація. Бюджетна декларація передбачає помірне підвищення мінімальної заробітної плати, яке не створюватиме значного тиску на ціни. Знижуватиметься й імпортована інфляція на тлі відносної стабільності на валютному ринку та згасання світової інфляції. У другому півріччі 2022 року інфляція повернеться до цілі 5% і надалі перебуватиме в цільовому діапазоні.

Порівняно з попереднім прогнозом, зниження інфляції до цілі буде тривалішим. Це насамперед зумовлюється вищими цінами продовольчих товарів і енергоносіїв на прогнозному горизонті. Натомість монетарна політика буде жорсткішою, ніж припускалося раніше.

Базова інфляція знизиться у 2022 році завдяки корекції цін на продовольство та посиленню монетарної політики

Базова інфляція у другому півріччі 2021 року пришвидшиться до 7–8% через вторинні ефекти від подорожчання продовольства, а також унаслідок відновлення економічної активності. Зростання заробітних плат посилюватиме споживчий попит, але й збільшить виробничі витрати. Бізнес компенсуватиме це підвищенням цін, особливо у сфері надання послуг.

Посилений тиск найближчим часом створюватиме імпортована інфляція. Різке відновлення світового попиту спричинило дефіцит окремої продукції, наприклад напівпровідників, що є складовою багатьох товарів кінцевого споживання. Це посилює сплеск світової

Графік 3.1.3. Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.1.4. Ціни на сири продовольчі товари, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.1.5. Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

інфляції. Очікується, що цей шок буде короткостроковим та вичерпається в першому півріччі 2022 року.

У міру вичерпання цих шоків і посилення монетарної політики базова інфляція знизиться до 4% у 2022 році та залишатиметься на цьому рівні й надалі. Щоб досягнути інфляційної цілі в 5% у 2022 та 2023 роках, базова інфляція має бути нижчою (4%) для компенсації вищих темпів адміністративної компоненти ІСЦ.

Після тимчасового сплеску в поточному році надалі продовольча інфляція знизиться через достатню пропозицію та корекцію світових цін

Через подорожчання продовольства у світі інфляція сирих продуктів в Україні пришвидшиться у 2021 році. На це вплине й збільшення виробничих витрат унаслідок підвищення заробітних плат, подорожчання кормів для тваринництва та енергоносіїв.

Надалі тиск на ціни продовольства послабиться. Цьому сприятимуть збільшення врожаїв, і, відповідно, пропозиції продовольства на внутрішньому ринку, а також корекція світових цін. У 2022–2023 роках прогнозується сповільнення продовольчої інфляції нижче 4%.

Адміністративна інфляція поступово спадатиме, проте залишатиметься високою (8–14% у рік) через подорожчання тютюнової продукції та електроенергії

Адміністративна інфляція в усьому прогнозному періоді залишатиметься найвищою серед складових ІСЦ. У 2021 році вона пришвидшиться насамперед через зростання цін на електроенергію та природний газ, а також залежні від нього послуги централізованого опалення та гарячого водопостачання (ГВП).

Очікується, що в III кварталі 2021 року зростуть ціни на електроенергію для населення з диференційованими тарифами залежно від обсягів споживання. Таке підвищення додасть 0.3 в. п. внеску до ІСЦ. У 2022–2023 роках темпи зростання цін на електроенергію також будуть одними з найвищих серед компонентів інфляції через приведення їх до економічно обґрунтованих рівнів. За підсумками 2021 року середньозважена ціна газу буде близькою до поточної завдяки впровадженню річних тарифних планів для населення. Проте тарифи на опалення та ГВП підвищаться, оскільки вони не коригувались у 2020 році. Інші житлово-комунальні послуги також подорожчають під впливом збільшення заробітних плат працівникам та інших виробничих витрат. Як і очікувалося, продовжиться заплановане в Податковому кодексі підвищення ставок акцизів на тютюнову продукцію, що призведе до її подорожчання на 16–17% щороку.

Ціни на паливо в поточному році зростуть майже на 20% через подорожчання нафти. Це суттєво вплине на загальну інфляцію, оскільки позначиться на собівартості інших споживчих товарів, зокрема через транспортні затрати. У 2022–2023 роках очікувана корекція світових цін на нафту в умовах помірної волатильності обмінного курсу призведе до уповільнення темпів зростання паливної складової інфляції нижче 5%.

Вставка 5. Як дизайн інфляційного таргетування впливає на відхилення інфляції від цілі та цільового діапазону²⁵

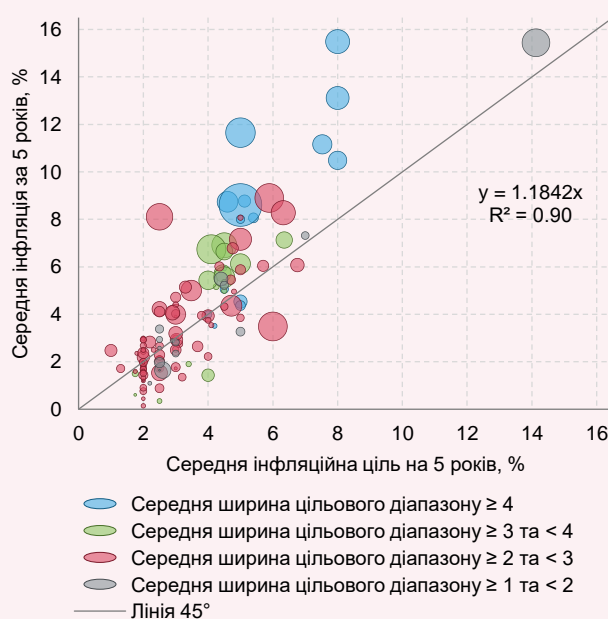
Інфляційне таргетування (ІТ) передбачає чітке та публічне оголошення центральним банком дизайну політики на середньострокову перспективу, зокрема щодо рівня інфляційної цілі та/або діапазону допустимих коливань інфляції. Дизайн ІТ у різних країнах часто відрізняється, а також може зазнавати змін із плином часу. Зазвичай зі зниженням інфляційної цілі зменшується і відхилення інфляції від неї. Водночас у країнах з вищою інфляційною ціллю фактична інфляція частіше відхиляється від цілі саме в бік її перевищення. Розширення цільового діапазону зовсім не гарантує того, що інфляція утримається в ньому. Це підтверджує задокументоване в економічній літературі спостереження щодо прямої залежності між інфляційним середовищем та волатильністю інфляції, яка зі свого боку збільшує невизначеність та шкодить економічному зростанню.

Низька та стабільна інфляція є однією з основних передумов сталого економічного розвитку в довгостроковій перспективі. Помірне інфляційне середовище зменшує ризики невизначеності та дає змогу населенню та фірмам ефективніше прогнозувати та розподіляти економічні ресурси, що зі свого боку поліпшує їх добробут уже сьогодні. Саме тому центральні банки світу часто застосовують політику ІТ, яка спрямована на досягнення цінової стабільності.

Дизайн політики ІТ часто відрізняється між країнами²⁶ як за рівнем установленої інфляційної цілі, так і за ступенем її деталізації. Початковий вибір, а також можливий подальший перегляд дизайну ІТ часто мотивується особливими економічними характеристиками країни. Так, розвинені економіки є стійкішими до негативних шоків та мають нижчі цілі. Натомість країни, ринки яких розвиваються, є більш схильними до непередбачуваних потрясінь, а тому обирають вищі інфляційні цілі. Одні країни встановлюють лише центральне значення інфляційної цілі, а інші – цільовий діапазон, який звертає увагу економічних агентів на умови, за яких монетарна політика центрбанку має бути нейтральною щодо інфляційних коливань. Інколи використовується як цільове значення, так і його діапазон.

З часу запровадження інфляційного таргетування більшість центрбанків вдало утримували інфляцію навколо інфляційної цілі в середньостроковій перспективі. На графіку 1 зображено залежність між середньою інфляцією та середньою інфляційною ціллю в країнах – інфляційних таргетерах за п'ятирічні періоди з початку використання ІТ. Незважаючи на те, що кореляція між інфляцією та інфляційною ціллю є досить сильною, у країнах із вищими інфляційними цілями фактична інфляція здебільшого відхилялася вище цілі. Натомість у країнах із нижчими цілями інфляція перебуває нижче неї.

Графік 1. Залежність між середньою інфляцією (вісь у), середньою інфляційною ціллю (вісь х), а також волатильністю інфляції (розмір бульбашок*) у країнах світу** з різною шириною цільового діапазону інфляції



* Розмір бульбашок пропорційно відображає рівень волатильності інфляції, яка розрахована як стандартне відхилення інфляції.

** На основі даних 41 країни з початку ІТ до кінця 2019 року, розділених на п'ятирічні періоди без урахування викидів надмірної інфляції (загалом 132 спостережень).

Джерело: розрахунки НБУ на основі даних ДССУ, МВФ та вебсторінок центральних банків світу.

Крім того, між рівнем інфляційної цілі та волатильністю інфляції спостерігається тісний прямо пропорційний зв'язок. Так, країни в періоди високої інфляційної цілі характеризуються вищою волатильністю інфляції, а також мають зазвичай ширший цільовий діапазон. Огляд емпіричних даних щодо результативності досягнення цілей центрбанками світу та, зокрема, НБУ також описано в квітневому випуску [Інфляційного звіту](#) НБУ за 2021 рік (вставка 2).

²⁵ Вставку підготовлено на основі дослідження Олександра Фарини, Сергія Ніколайчука та Віктора Козюка, яке буде оприлюднено пізніше.

²⁶ Згідно зі щорічним звітом МВФ за 2019 рік [The Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions \(AREAER\)](#) до переліку країн – інфляційних таргетерів входить 41 країна: Австралія, Албанія, Бразилія, Великобританія, Вірменія, Гана, Гватемала, Грузія, Домініканська республіка, Ізраїль, Індія, Індонезія, Ісландія, Казахстан, Канада, Колумбія, Корея, Коста Ріка, Мексика, Молдова, Нова Зеландія, Норвегія, Парагвай, Перу, Південна Африка, Польща, Російська Федерація, Румунія, Сербія, Тайланд, Туреччина, Уганда, Угорщина, Україна, Уругвай, Філіппіни, Чехія, Чилі, Швеція, Ямайка, Японія

Для кращого розуміння того, як обраний дизайн політики ІТ, а також інші особливості економічного та інституційного розвитку впливають на інфляційні процеси в країнах світу, проведено економетричний аналіз чинників відхилення інфляції від цілі на основі панельних даних.²⁷ Методом випадкових ефектів²⁸ оцінено рівняння такого вигляду:

$$y_{it} = Level_{it} + Size_{it} + Age_{it} + Controls_{it} + c + e_i + u_{it},$$

де y_{it} – відхилення інфляції вище/нижче від цілі/діапазону для країни "i" у році "t"; $Level_{it}$ – рівень інфляційної цілі; $Size_{it}$ – ширина цільового діапазону; Age_{it} – років застосування ІТ; $Controls_{it}$ – вектор контрольних макроекономічних та інституційних змінних; e_i – випадкові ефекти; u_{it} – залишки оціненого рівняння; c – константа.

Для врахування можливої нелінійності чинників впливу описане вище рівняння оцінено окремо для відхилень інфляції вище і нижче цілі та цільового діапазону. Підсумкові результати оцінки в таблиці 1.

Таблиця 1. Підсумкові* результати моделювання факторів відхилення інфляції вище та нижче від цілі та діапазону

| Фактори впливу | Абсолютне відхилення інфляції від | | | |
|--|-----------------------------------|-------|-----------|-------|
| | цілі | | діапазону | |
| | вище | нижче | вище | нижче |
| 1. Дизайн політики ІТ | | | | |
| Рівень цілі | + | сн | + | - |
| Ширина діапазону | + | сн | сн | сн |
| Тривалість ІТ | - | сн | - | сн |
| 2. Макроекономічні характеристики | | | | |
| Зміна реального ВВП | - | сн | сн | сн |
| Рівень розвитку економіки | + | + | + | + |
| Дефіцит платіжного балансу | + | + | + | + |
| Зміна обмінного курсу | + | - | + | - |
| Умови торгівлі сировиною | сн | сн | + | + |
| Торгова відкритість | сн | сн | сн | сн |
| Фінансова відкритість | сн | сн | сн | сн |
| 3. Індекси інституційної якості | | | | |
| Якість регулювання ²⁹ | - | сн | - | сн |
| Відкритість центробанку ³⁰ | сн | - | сн | - |
| Незалежність центробанку ³¹ | + | - | + | - |
| Пояснювальна здатність ** | 0.32 | 0.05 | 0.31 | 0.08 |
| Кількість спостережень | 212 | 228 | 179 | 176 |

Позначення "+", "-" та "сн" відображають відповідно прямий, обернений та статистично незначимий зв'язок. * Усереднені результати на основі оцінки 288 моделей з альтернативним набором пояснювальних змінних. ** Середній скоригований коефіцієнт детермінації R².

Джерело: розрахунки НБУ на основі моделей з випадковими ефектами та річних даних ДССУ, МВФ та вебсторінок центральних банків світу.

Згідно з результатами оцінки високий рівень цілі асоціюється з більшим відхиленням інфляції саме вище центрального значення цілі. Коливання інфляції поза межами діапазону також притаманні країнам із вищими інфляційними цілями. Водночас ширший діапазон очікувано збільшує відхилення інфляції від центру цілі, але не гарантує її утримання в зазначених межах. Натомість чинником, який дає змогу знизити відхилення вище як цілі, так і діапазону, є тривалість застосування ІТ. Це відображає важливість послідовної монетарної політики для закорення інфляційних очікувань суспільства.

Інституційний розвиток країни також є вагомим чинником досягнення інфляційних цілей. Важливо поліпшувати загальні індикатори якості регулювання, які включають інституційні особливості не лише центробанку, але й інших органів влади. Натомість відкритість центрального банку набуває особливого значення для уникнення відхилень інфляції нижче цілі та діапазону. Досить нетривіальними виявилися результати щодо впливу юридичної незалежності центрального банку. У країнах, де вона вище, інфляція більше відхиляється вище цілі, тоді як відхилення нижче цілі знижуються. Автори індексу пояснюють це тим, що рівень де-юре незалежності центробанку, визначеної законодавством, може не відповідати де-факто незалежності в менш розвинених демократіях. Відповідно юридична незалежність справді знижує волатильність інфляції, але лише за умови дотримання верховенства права в країні.

Серед інших макроекономічних чинників, які пояснюють відхилення інфляції, є рівень розвитку економіки відносно світу, дефіцит платіжного балансу, зміна обмінного курсу, а також умови торгівлі сировинними товарами. Водночас фінансова та торговельна відкритість значення не мають.

Таким чином, аналіз досвіду країн – інфляційних таргетерів свідчить про те, що обраний дизайн політики ІТ має значний вплив на особливості інфляційних процесів у країні. Нижча інфляційна ціль сприяє зниженню волатильності інфляції, а, отже, поліпшує умови для сталого економічного розвитку. Натомість за вищої інфляційної цілі волатильність інфляції збільшується, а інфляція частіше перевищує ціль. Розширення цільового діапазону не забезпечує утримання інфляції у визначених межах. Для мінімізації волатильності інфляції важливим є поліпшення якості інституцій та здійснення послідовної та прогнозованої політики.

²⁷ Річні дані 41 країни з початку ІТ до 2019 року. 2020 рік було виключено для очищення даних від неординарного ефекту пандемії.

²⁸ Вибір методу оцінки випадкових ефектів (від англ. random effects) зумовлений особливістю вибірки, а також переліком змінних основного інтересу (тобто, рівень цілі, ширина діапазону, досвід застосування ІТ), які мало змінюються в часі в окремих країнах. За таких умов використання методу фіксованих ефектів, за якого згладжуються сталі крос-секційні відмінності, може спотворити отримані результати. Водночас для більшості специфікацій моделей вибір оцінки випадкових ефектів підтверджено економетричними тестами.

²⁹ Індекс розраховується Світовим банком (World Governance Indicators) та відображає здатність держави формулювати та здійснювати ефективну економічну політику для розвитку приватного сектору.

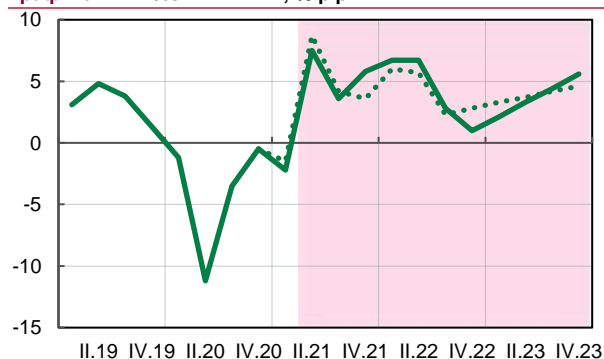
³⁰ Індекс запропоновано Bodea and Hicks (2015).

³¹ Індекс, який відображає юридичні аспекти незалежності центробанку, запропоновано Dincer & Eichengreen (2014).

3.2. Попит і випуск

- Економіка України зростатиме через відновлення внутрішнього попиту, спричиненого послабленням карантинних обмежень, та сприятливу зовнішню кон'юнктуру.
- Приватне споживання залишиться головним драйвером зростання ВВП внаслідок збільшення доходів населення та поліпшення споживчих настроїв.
- Поліпшення фінансових результатів та ділових очікувань підприємств стимулюватимуть інвестиційну діяльність. Високий внутрішній попит значною мірою задовольнятиметься зростанням імпорту.

Графік 3.2.1. Реальний ВВП, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.2.2. Внески в річну зміну реального ВВП за категоріями кінцевого використання, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Стійкий споживчий попит та сприятливі умови зовнішньої торгівлі компенсують втрати економіки України через посилення карантину взимку та навесні. Зважаючи на це, НБУ зберіг прогноз зростання реального ВВП у 2021 році на рівні 3.8%.

Надалі економіка зростатиме на близько 4.0% щороку. Крім високого приватного споживання, цьому сприятимуть значний попит на товари українського експорту, а також поживлення інвестиційної діяльності підприємств.

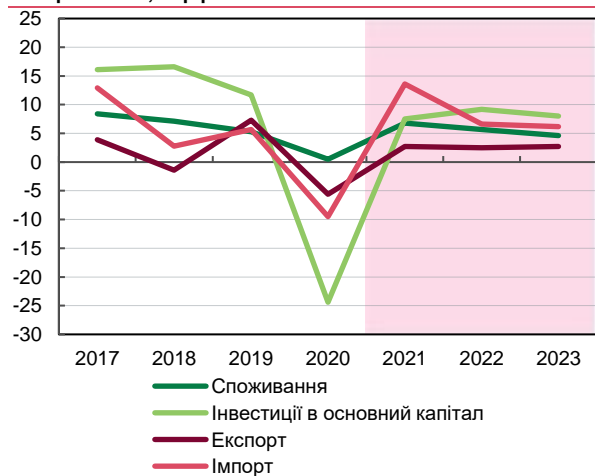
Цей макропрогноз ґрунтується на припущенні про збереження адаптивного карантину і в найближчому майбутньому. Очікується, що темпи вакцинації проти коронавірусу суттєво пришвидшаться, що дозволить охопити всіх охочих вакцинуватися в наступному році. Обмеження не стосуватимуться заборон для економічної діяльності, а лише вимог до посилених антиепідемічних заходів на регіональному рівні.

ВВП у 2021 році зросте на 3.8% завдяки підвищенню зовнішнього попиту, а також відсутності жорстких карантинних обмежень у другому півріччі

Українська економіка в 2021 році активно відновлюватиметься. Основним рушієм відновлення залишатиметься споживчий попит унаслідок підвищення реальних доходів населення. Відсутність жорстких карантинних обмежень та зменшення рівня невизначеності сприятимуть поліпшенню споживчих настроїв та активізації бізнесу в другому півріччі. Нарощування темпів вакцинації в Україні дасть змогу швидше відновитися найбільш постраждалому від карантину сектору послуг та пасажирських перевезень. Ті сектори, які найменше постраждали від карантинних обмежень (зокрема промисловість, сільське господарство), основний поштовх отримають від зростання зовнішнього попиту. Крім того, результати агропромислового комплексу суттєво покращаться внаслідок очікуваної високої врожайності за більшістю культур. Сприятливі умови торгівлі дадуть змогу поліпшити фінансовий стан експортерів та відновити інвестиційну активність.

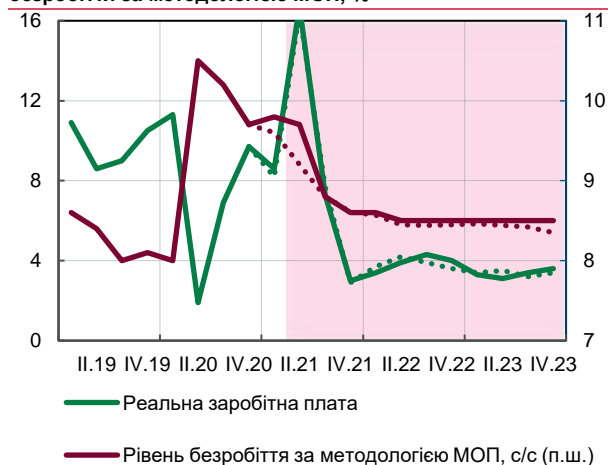
Надалі ВВП України зростатиме на 4% щороку. Стійке відновлення світової економіки збільшуватиме попит на товари українського експорту. Поліпшення фінансових результатів підприємств та активізація кредитування сприятиме зростанню інвестиційної діяльності. Разом зі

Графік 3.2.3. Компоненти ВВП за категоріями кінцевого використання, % р/р



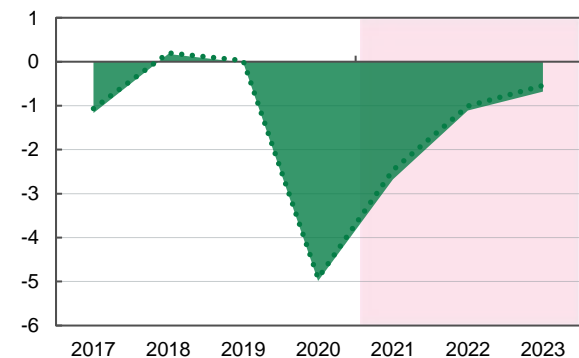
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.2.4. Реальна заробітна плата, % р/р та рівень безробіття за методологією МОП, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.2.5. Розрив ВВП, % потенційного ВВП



Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ.

збільшенням приватного споживання це стимулюватиме нарощування імпорту.

Приватне споживання зростатиме завдяки збільшенню доходів населення та поліпшенню споживчих настроїв

Споживчі витрати й надалі активно зростатимуть на прогнозованому періоді за рахунок збільшення реальних доходів населення. У поточному році номінальна заробітна плати зросте майже на 20% завдяки відновленню економіки, що підвищуватиме попит на робочу силу, а також підняттю мінімальної заробітної плати. У результаті приватне споживання пришвидшиться на 8% та буде основним драйвером росту ВВП.

Ситуація на ринку праці також поліпшуватиметься завдяки відновленню економіки. Рівень безробіття знизиться та наблизиться до нейтрального рівня 8,5% у наступному році.

У середньостроковій перспективі разом зі зниженням темпів росту заробітних плат дещо уповільниться і зростання приватного споживання (5–6,5% на рік). Водночас його підтримає подальше поліпшення споживчих настроїв та активізація кредитування.

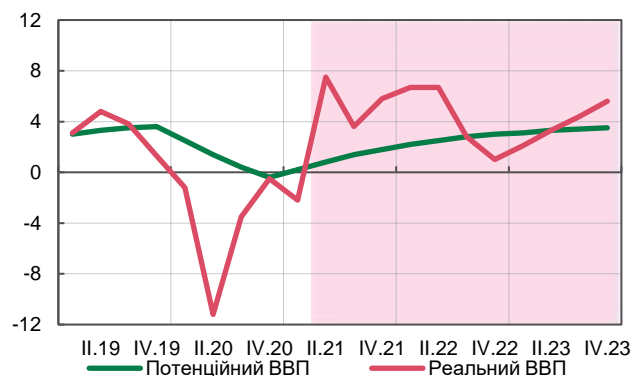
Відновлення інвестиційної активності після різкого зниження в минулому році стимулюватиметься поліпшенням фінансового стану та ділових очікувань підприємств

Цьому сприятиме зменшення невизначеності щодо подальших карантинних обмежень завдяки вакцинації. Сприятливі умови торгівлі дадуть змогу наростити фінансові ресурси в експортерів, що збільшує їх потенціал до інвестицій в основний капітал. Потреба в оновленні виробничих потужностей (насамперед у металургії) лежить у площині посилення екологічних вимог для експорту до країн ЄС. Тому очікується, що в 2021 році зростання інвестицій забезпечуватиметься не лише державними програмами, а і коштами приватного сектору. На всьому прогнозованому періоді інвестиції в основний капітал зростатимуть на 8–9% щороку, однак їх частка у ВВП – зростатиме досить повільно – з 13% у 2020 році до 14% у 2023 році. Такі низькі рівні інвестицій до ВВП в Україні спостерігались лише один раз під час кризи 2014–2015 років, і пояснюються суттєвим зростанням невизначеності щодо майбутнього.

Високий внутрішній попит значною мірою реалізовуватиметься через зростання імпорту

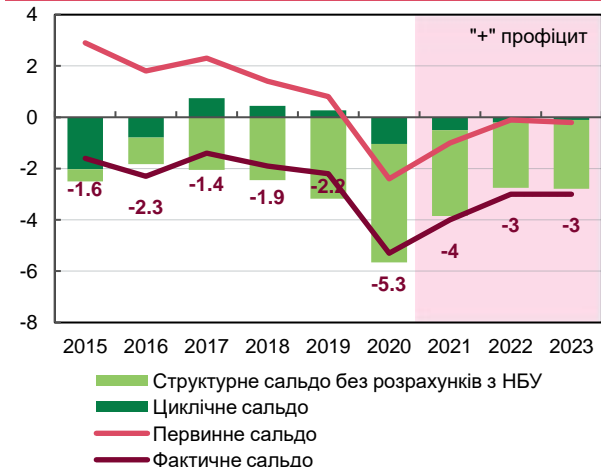
Відновлення споживчого та інвестиційного попиту визначатиме значне зростання обсягів імпорту. У поточному році імпорт підвищиться на 13% у реальному вимірі, надалі темпи зростання уповільняться до 6–7% на рік. Цьому також сприятиме поживавлення закордонного туризму. Збільшиться попит на імпортовані енергоносії. Експорт теж зростатиме, хоча і меншими темпами (2–3%).

Графік 3.2.6. Реальний та потенційний ВВП, % р/р



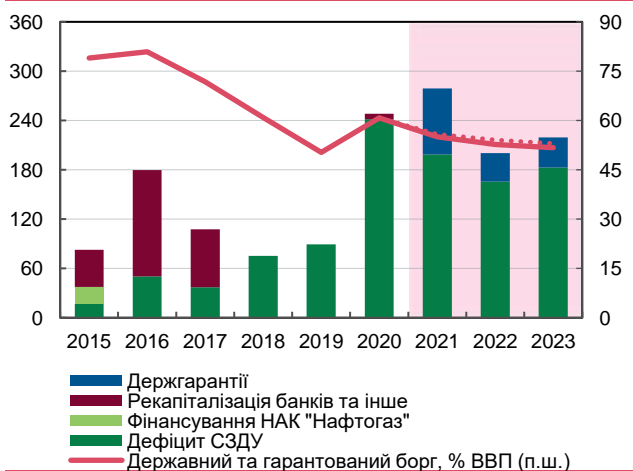
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.2.7. Зведений бюджет, % ВВП



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.2.8. Широкий дефіцит СЗДУ, млрд грн, і державний та гарантований державою борг, % ВВП



Джерело: МВФ, ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

Нарощуванню експортних поставок сприятиме відновлення світового попиту на сировинні товари.

Від'ємний розрив ВВП скорочуватиметься до 2023 року на тлі відновлення внутрішнього попиту

Зменшення розриву ВВП у 2021 році зумовлюватиметься відновленням економічної активності, рекордним врожаєм зернових та сприятливими умовами торгівлі. У 2022–2023 роках розрив скорочуватиметься й надалі через відновлення інвестиційної діяльності та зростання споживчого попиту. Унаслідок зменшення розриву випуску дезінфляційний тиск спадатиме.

Основними чинниками зростання потенційного ВВП залишатиметься підвищення продуктивності праці завдяки використанню бізнесом переваг дистанційної роботи та активному оновленню основних фондів на тлі високих фінансових результатів діяльності підприємств.

Фіскальна політика в міру виходу економіки з кризи стане стриманішою, дефіцит бюджету та борг поступово скорочуватимуться

Високі темпи зростання економіки в номінальному вимірі сприятимуть наповненню дохідної частини бюджету 2021 року. Доходи СЗДУ зростуть на 11% насамперед завдяки податковим надходженням. Найвищими темпами (18–20%) збільшаться доходи від ПДФО та відрахування в Пенсійний фонд України через пришвидшення росту заробітних плат. Поліпшення фінансових результатів підприємств дасть змогу наростити надходження від податку на прибуток. Помірніше (на 10%) зростатиме збір податків на товари та послуги (ПДВ, акцизний податок), що відобразить загальне відновлення сукупного попиту. Водночас неподаткові надходження знизяться за рахунок меншого обсягу перерахування прибутку НБУ до державного бюджету.

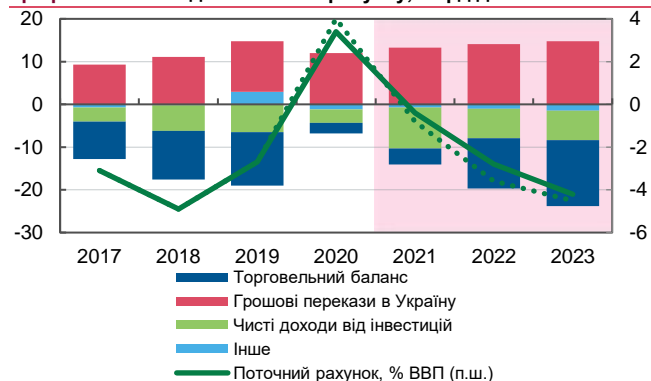
Нарощування видатків бюджету на антикризові програми в поточному році буде не таким швидким, як у 2020 році. Найбільше зростуть видатки соціального характеру як через підвищення соціальних стандартів, так і для підтримки населення в умовах карантинних обмежень. Дещо сповільняться темпи зростання капітальних видатків для збереження обсягів дефіциту бюджету, який реалістично профінансувати.

Дефіцит бюджету СЗДУ в 2021 році залишатиметься все ще значним – близько 4% ВВП. У наступні роки в умовах сталого економічного зростання потреби в додатковому бюджетному стимулюванні економіки не буде. Відповідно очікується скорочення дефіциту бюджету до 3% ВВП. Це дасть змогу знизити рівень державного та гарантованого державою боргу до 52% ВВП на кінець 2023 року.

3.3. Платіжний баланс

- У 2021 році поточний рахунок повернеться до дефіциту через зростання внутрішнього попиту, відновлення закордонного туризму та вищі обсяги виплат дивідендів. Водночас його розмір обмежуватиметься сприятливими умовами торгівлі та рекордним урожаєм зернових.
- Подальше розширення дефіциту поточного рахунку у 2022–2023 роках зумовлюватиметься корекцією світових цін, подальшим поштовхом споживчого та інвестиційного попиту.
- Дефіцит поточного рахунку буде профінансовано залученнями інвестиційного та боргового капіталу завдяки збереженню привабливої доходності українських активів. За умови продовження співпраці з МВФ міжнародні резерви зростуть до 31 млрд дол. наприкінці 2021 року та зберігатимуться на цьому рівні надалі.

Графік 3.3.1. Сальдо поточного рахунку, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

Відновлення економічної активності зумовлюватиме повернення дефіциту поточного рахунку у 2021 році та поступове його розширення в 2022–2023 роках

У 2021 році поточний рахунок буде зведено з дефіцитом 0.4% ВВП унаслідок збільшення внутрішнього попиту, у тому числі на закордонні подорожі, та доходів від інвестицій нерезидентів у вітчизняні активи. Ці чинники будуть лише частково компенсовані сприятливими умовами торгівлі та високим урожаєм зернових.

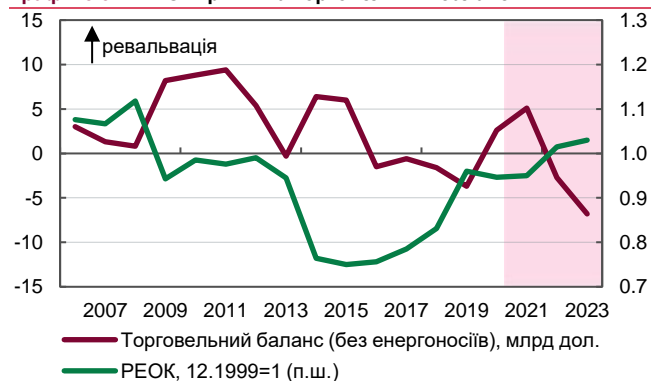
У 2022–2023 роках дефіцит поточного рахунку розшириться внаслідок зростання споживчого та інвестиційного імпорту на тлі значних експортних надходжень. Іншими чинниками будуть менш сприятливі умови торгівлі, відновлення міжнародного туризму та очікуване зниження доходів від транзиту газу.

У 2021 році як експорт, так й імпорт товарів перевищать докризовий рівень. Динаміка експорту на прогнозованому горизонті визначатиметься насамперед ціновою компонентою. Вартісні обсяги експорту зростуть у 2021 році та знизяться в 2022–2023 роках відповідно до корекції світових цін. Водночас фізичні обсяги стабільно збільшуватимуться.

Імпорт зростатиме у 2021–2023 роках насамперед за рахунок неенергетичної складової. Це зумовлюватиметься швидким відновленням внутрішнього попиту на тлі зростання реальних доходів населення, високих фінансових показників експортерів, а також ефектами від укріплення РЕОКу гривні. Додатковим чинником будуть подальші закупки фармацевтичної продукції та медичного устаткування в умовах боротьби з пандемією. Енергетичний імпорт зросте лише у 2021 році за рахунок сплеску цін, у т.ч. на газ. У 2022–2023 роках попит на енергоресурси залишатиметься стабільним, водночас зростання власного видобутку газу зумовить поступове зниження залежності від імпорту.

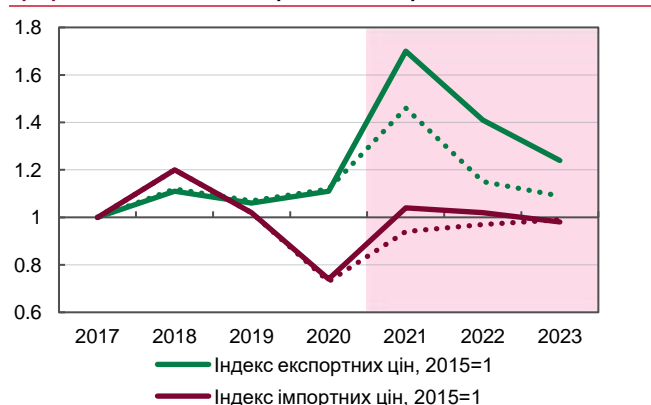
Профіцит торгівлі послугами у 2021–2022 роках дещо звузиться через відновлення подорожей, а також зменшення обсягів транзиту газу. У 2021 році транзит буде на 10 млрд м³ вищим, ніж законтрактовано завдяки високому попиту в Європі, а надалі – відповідатиме контракту (40 млрд м³ щорічно з 2021 по 2024 рік). Імпорт подорожей перевищить докризовий рівень лише у 2022 році. Поступове збільшення експорту послуг

Графік 3.3.2. РЕОК гривні та торговельний баланс



Джерело: розрахунки НБУ.

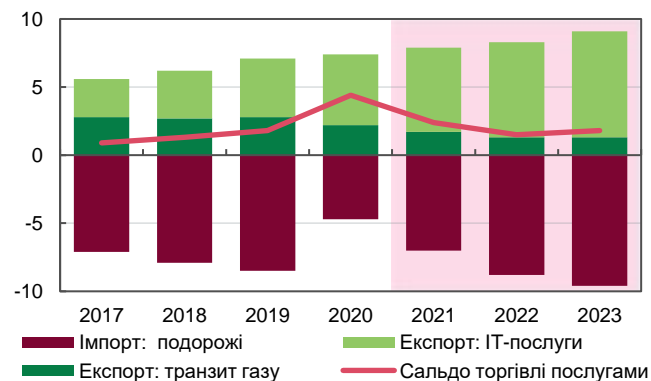
Графік 3.3.3. Індекси експортних та імпортних цін*



Джерело: розрахунки НБУ.

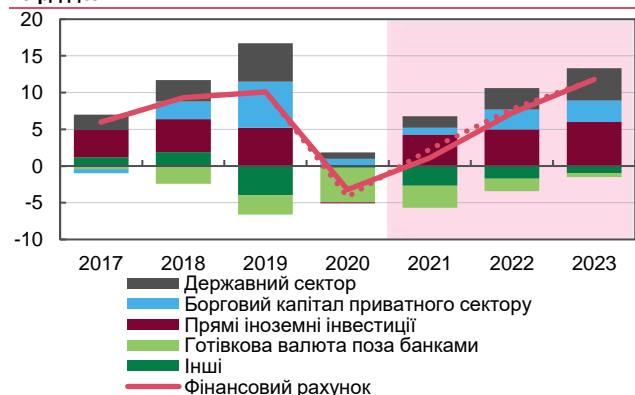
* Індекс експортних цін розраховується на основі цін на залізну руду, чорні метали, пшеницю, кукурудзу та соняшникову олію, а імпортних цін – на основі цін на вугілля, нафтопродукти та газ.

Графік 3.3.4. Окремі показники торгівлі послугами, млрд дол



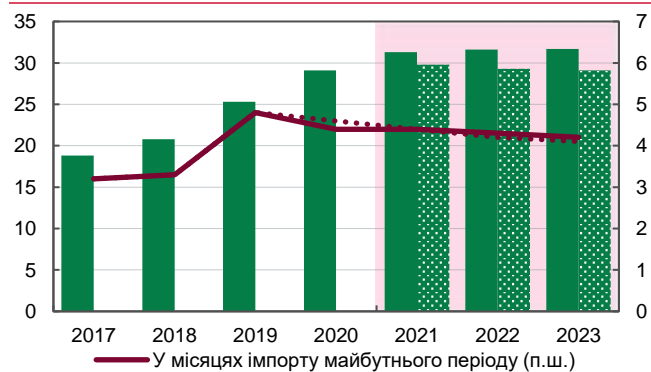
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.3.5. Фінансовий рахунок: чисті зовнішні зобов'язання, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.3.6. Міжнародні резерви, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

забезпечуватиме насамперед ІТ-сектор, який зростає навіть у кризовому 2020 році.

Грошові перекази у 2021 році зростуть на 11% завдяки відновленню економічної активності на тлі швидкої вакцинації в Європі. У наступних роках темпи росту переказів знизяться внаслідок помірнішого зростання економік та попиту на робочу силу в країнах-реципієнтах.

Обсяги репатріації дивідендів у 2021 році зростуть передусім через високі фінансові результати підприємств ГМК. Надалі виплати дивідендів дещо знизяться, але залишатимуться вищими, ніж у попередні роки.

Міжнародні резерви досягнуть мінімально достатнього рівня наприкінці 2021 року завдяки залученням приватного та державного секторів за умови продовження співпраці з МВФ

В умовах відновлення економічної активності приплив інвестиційного та боргового капіталу в приватний сектор поступово зростатиме, а вплив готівкової валюти поза банки – знизиться.

Очікується продовження співпраці з МВФ за поточною програмою та отримання державним сектором 2.7 млрд дол. завдяки новому розподілу СПЗ. Проведення реформ за умовами програми SBA дасть змогу отримати офіційні залучення від Світового банку та ЄС, а також сприятиме нижчим ставкам за ОЗДП та стійкому попиту нерезидентів на гривневій ОВДП.

У результаті залучень державного та приватного секторів міжнародні резерви України наприкінці 2021 року зростуть до 31 млрд дол. (що становитиме майже 100% від мінімально достатнього рівня за метрикою МВФ) та перебуватимуть на цьому рівні надалі.

Порівняно з попереднім прогнозом дефіцит поточного рахунку майже не зазнав змін. Так, кращі, ніж очікувалося умови торгівлі та перегляд врожаю в бік підвищення позитивно відображалися на сальдо поточного рахунку. Це значною мірою компенсувалося зростанням інвестиційного імпорту, активнішим відновленням закордонного туризму та вищими обсягами доходів нерезидентів від прямих інвестицій в Україну.

Прогноз припливу капіталу за фінансовим рахунком залишиться на попередньому рівні: збільшення попиту з боку нерезидентів на ОВДП компенсується дещо нижчим припливом боргового капіталу в приватний сектор.

Вставка 6. Рівноважне значення сальдо поточного рахунку: оцінки для України

Значний дефіцит поточного рахунку або його стрімке розширення є одними з найпоширеніших сигналів щодо вразливості зовнішньоекономічної позиції країни та високої вірогідності валютної кризи. У прикладному аналізі для оцінювання такої вірогідності використовуються індикатори рівноважного сальдо поточного рахунку. Такі оцінки для України свідчать, що останніми роками цей дефіцит становить 3–4% ВВП. Значення цього рівня є функцією від довгострокових тенденцій у структурі зовнішньої торгівлі, демографії, фіскальної політики та темпів зростання економіки.

Рівноважне значення поточного рахунку, або як його називають в іноземній літературі “*current account norm*” (далі – CA norm), є індикатором зовнішньої стійкості економіки. Воно вказує на гранично допустимий розмір дефіциту, який є безпечним для зовнішньої позиції держави, та не потребує коригування обмінного курсу. Значні за розміром та тривалі в часі перевищення фактичного дефіциту поточного рахунку свого рівноважного рівня є ознакою формування надмірного боргового навантаження на економіку та потенційних проблем з його фінансуванням у майбутньому. Тому відсутність значних дисбалансів є важливим фактором забезпечення макрофінансової стабільності.

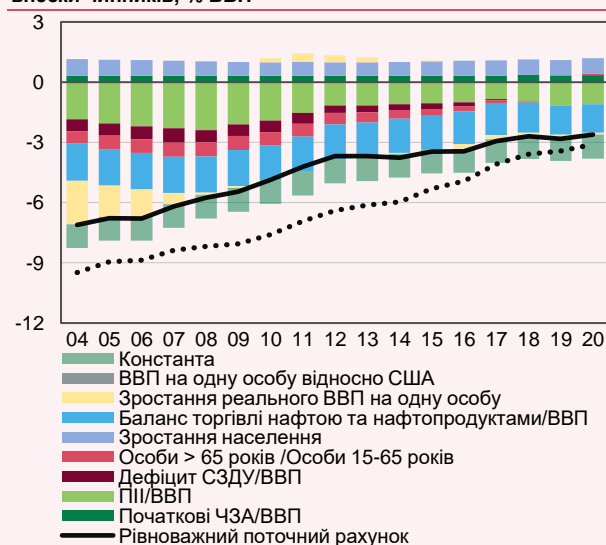
Також показник CA norm застосовується для аналізу економічної політики, наприклад для визначення розміру відхилення реального обмінного курсу від рівноваги. Більший за рівноважний дефіцит поточного рахунку свідчить про те, що реальний валютний курс є переоціненим, що має низку негативних наслідків для економіки. Така ситуація, згідно з оцінками НБУ (детальніше – у Вставці 6 “Оцінка тренду РЕОК для України: BEER підхід” [Інфляційного звіту за липень 2020 року](#)³² на стор. 43–44) була у 2008 та 2011–2013 роках. Це мало наслідком накопичення економічних дисбалансів, які підсилили негативний вплив криз 2008–2009 та 2014–2015 років на економіку та призвели до втрати міжнародних резервів.

Одним з підходів до оцінки CA norm є побудова залежностей поточного рахунку від фундаментальних чинників, що визначають його у середньо- та довгостроковій перспективі. Такі залежності оцінюються за допомогою панельних регресій, що включають дані окремих груп країн, об’єднаних за належністю до економічних союзів, за ступенем економічного розвитку тощо ([Lee et al, 2008](#); [Medina et al, 2010](#); [Mano et al, 2019](#)). Для оцінки рівноважного сальдо поточного рахунку України використано результати панельної регресії з

[Communale \(2015\)](#), побудованої на даних економік країн центральної та східної Європи. Специфікація регресії відповідає тій, що запропонована в [Medina et al, 2010](#). Змінні та коефіцієнти, використані для оцінки рівноважного поточного рахунку для України, наведено в таблиці 1³³.

Для оцінки CA norm змінні, що визначають його стан, також мають перебувати на своїх рівноважних значеннях. Зазвичай для цього використовуються 5 або 7-річні прогнози, що робилися кожного року в режимі реального часу³⁴. Оскільки для України прогнозів на такі горизонти немає, для більшості років наявної вибірки даних було використано 7-річні ковзні середні обраних чинників.

Графік 1. Оцінка рівноважного поточного рахунку України та внески чинників, % ВВП³⁵



Джерело: НБУ.

На поточному етапі розвитку української економіки рівноважний дефіцит поточного рахунку оцінено в 3–4% ВВП. Цей показник є доволі стабільним в останні роки та суттєво скоротився порівняно з оцінкою для середини 2000-х років. Схожі тенденції спостерігалися і в

³² Повний опис дослідження міститься у [Vdovychenko \(2021\). Empirical estimation of REER trend for Ukraine. IHEID Working Papers 06-2021, Economics Section, The Graduate Institute of International Studies.](#)

³³ Змінні сформовані на підставі річних даних для періоду 2004–2020 років. Дані щодо початкового значення чистих зовнішніх активів (ЧЗА) взято з оновленої бази даних *External Wealth of Nations* ([Lane and Milesi-Ferretti, 2007](#)). Джерелом даних щодо ПІІ, нафтового балансу є платіжний баланс України, що складається НБУ. База даних МВФ (WEO) була джерелом даних щодо ВВП України та торговельних партнерів, доходів та видатків уряду. Зміна кількості населення, кількість людей похилого та працездатного віку взято зі статистики Світового банку (WDI). Реальні темпи зростання ВВП у розрахунку на одну особу сформовано на основі статистики UNCTAD. Для оцінки відносних змінних до даних ОТП застосовувалися ті самі вагові коефіцієнти, що і для оцінки РЕОК (детальніше – у [Vdovychenko \(2021\)](#)).

³⁴ Це значить, що для оцінки рівноважного значення змінної, наприклад у 2010 році, треба використовувати її 5-річний прогноз, зроблений у 2010 році.

³⁵ Дослідження, використані для оцінки рівноважного рівня поточного рахунку в Україні, включали лише вплив балансу торгівлі нафтою та нафтопродуктами. Утім, особливістю України була її історично висока залежність від імпорту природного газу. Тому здійснені альтернативні обчислення із урахуванням балансу торгівлі природним газом. Це збільшує рівноважний дефіцит (відображено на графіку 1 пунктирною лінією) до 3–4% ВВП в останні роки. Водночас ці результати мають бути інтерпретовані з обережністю, оскільки врахування нових даних мало б змінити й оцінені коефіцієнти, на підставі яких здійснювалися розрахунки.

окремих країнах Балтії, зокрема Литви та Латвії, після набуття членства в ЄС ([Comunale, 2015](#)).

Зниження рівноважного дефіциту поточного рахунку передусім зумовлене кількома чинниками. Перший – зміна вікової структури населення відносно торговельних партнерів. На початку періоду дослідження населення України було старшим відносно населення країн ОТП (розраховано як кількість людей похилого віку до працездатного населення), однак поступово цей показник вирівнявся. Це може частково пояснюватися поступовим зміщенням спрямованості зовнішньої торгівлі в бік країн ЄС починаючи з 2015 року³⁶. Вища частка осіб старшого віку в країнах ЄС веде до зниження норми заощаджень. Тому для забезпечення потреб у споживанні дефіцит поточного рахунку збільшується, а у торговельних партнерів, до яких належить й Україна, – зменшується. Таким чином “омолодження” структури населення у порівнянні з країнами ОТП веде до зниження рівноважного дефіциту поточного рахунку.

Другим чинником був перехід до режиму більш стійкої фіскальної політики після кризи 2014–2015 років. Було ліквідовано значний квазіфіскальний дефіцит, а система публічних фінансів набула більш виваженого характеру. Консервативніша фіскальна політика зумовила зростання норми заощаджень, і таким чином зменшила рівноважний дефіцит поточного рахунку.

Зниження надходжень ПІІ³⁷ у 2012–2018 роках підтримало тренд скорочення рівноважного дефіциту поточного рахунку. У 2019–2020 роках приплив ПІІ зріс,

що дало змогу фінансувати більший дефіцит поточного рахунку.

Рівень народжуваності в Україні є нижчим, ніж у торговельних партнерів, унаслідок чого фактор зростання кількості населення дозволяє підтримувати менший дефіцит поточного рахунку. Оскільки особи у віці до 15 років не заощаджують, збільшення їх частки в структурі населення означає зниження національних заощаджень, а отже – розширення дефіциту поточного рахунку в перспективі.

Найваріативнішим показником виявився відносний приріст ВВП на одну особу. У 2004–2009 та 2016–2020 роках цей показник в Україні був вищим, ніж у торговельних партнерів, тому знижував рівноважний поточний рахунок. Така конвергенція економіки до країн ОТП потребувала припливу інвестицій та розширення як інвестиційного, так і споживчого імпорту³⁸. Однак, економічні кризи 2008–2009 та 2014–2015 років пригальмували цей процес. У 2010–2015 зростання ВВП у розрахунку на одну особу різко скоротилося, підвищуючи значення рівноважного поточного рахунку.

У 2016–2019 роках фактичні значення дефіциту поточного рахунку були в діапазоні 2–5% ВВП³⁹, що відповідає оцінці рівноважного рівня для України, і, відповідно, сигналізує про відсутність значимих дисбалансів у зовнішньоекономічній позиції. Це, зокрема, є свідченням дієвості режиму плаваючого валютного курсу в забезпеченні більш збалансованого зростання економіки України.

Таблиця 1. Фундаментальні чинники формування балансу поточного рахунку та оцінені коефіцієнти⁴⁰

| Змінна | Очікуваний вплив | Коефіцієнт |
|--|---|------------|
| Початкове відношення чистих зовнішніх активів до ВВП (2004 рік) | (-) Країни з від’ємними чистими зовнішніми активами мають поліпшувати стан поточного рахунку для забезпечення платоспроможності в довгостроковій перспективі. | -0.0144 |
| Відношення ПІІ до ВВП | (-) ПІІ є досить стабільним видом інвестицій та менш схильними до раптових зупинок у разі коливань на зовнішніх ринках капіталу. Їх збільшення означає можливість фінансувати більший дефіцит поточного рахунку в майбутньому | -0.435 |
| Відношення дефіциту СЗДУ до ВВП (відносно ОТП) | (+) Жорсткіша фіскальна політика підвищує рівень заощаджень в економіці, що зменшує дефіцит поточного рахунку. | 0.258 |
| Відношення населення >65 років до населення 15–65 років (відносно ОТП) | (-) Люди похилого віку менше заощаджують, тому загальний рівень заощаджень знижується зі збільшенням частки таких осіб. | -0.297 |
| Темпи приросту населення (відносно ОТП) | (-) Більша кількість дітей стимулює витрати, що призводить до падіння рівня заощаджень в економіці. | -0.983 |
| Відношення балансу торгівлі нафтою та нафтопродуктами до ВВП | (+) Імпортери нафти на нафтопродуктів зазвичай мають більший дефіцит поточного рахунку. | 0.412 |
| Зростання реального ВВП на одну особу ⁴¹ (відносно ОТП) | (-) Високі темпи зростання пов’язані з розширенням дефіциту поточного рахунку через потребу інвестиційного імпорту та зростання доходів населення, що спрямовуються на імпорт. | -0.635 |
| ВВП на одну особу відносно США (за паритетом купівельної спроможності) | (+) Під час наближення відносного доходу до рівня провідних економік попит на імпорт та схильність до споживання спадають, підвищується норма заощаджень | 0.00927 |

Джерело: [Medina et al. \(2010\)](#), [Comunale \(2015\)](#).

³⁶ Зокрема, частка країн СНД у товарообороті знизилася з 39.8% у 2005–2009 роках до 19.6% у 2016–2020 роках, країн Європи – збільшилася з 31.3% до 38.9% відповідно.

³⁷ Часовий ряд прямих іноземних інвестицій уключає реінвестовані доходи з 2015 року.

³⁸ Зростання споживчого імпорту є наслідком збільшення доходів населення в період порівняно високих темпів економічного зростання.

³⁹ Дефіцит поточного рахунку в період між кризою 2014–2015 років та кризою 2020, викликаною пандемією COVID-19: 2016 – (-2% ВВП); 2017 – (-3.1% ВВП); 2018 – (-4.9% ВВП); 2019 – (-2.7% ВВП).

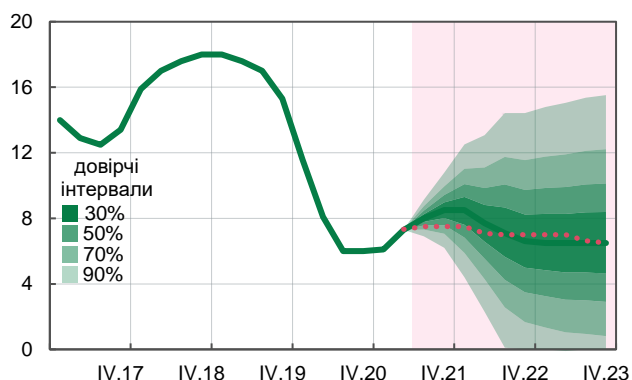
⁴⁰ Специфікація панельної регресії з [Medina et al. \(2010\)](#). Оцінка коефіцієнтів проведена в [Comunale \(2015\)](#) на річних даних для Болгарії, Хорватії, Чехії, Естонії, Угорщини, Латвії, Литви, Польщі, Румунії, Словаччини, Словенії за 2004–2015 роки.

⁴¹ Унаслідок економічних криз 2008–2009 та 2014–2015 років зміна ВВП на одну особу виявилася дуже волатильною. Для зменшення впливу цих девіантних значень на розрахунки ми згадали ріст ВВП на одну особу для України у 2009, 2014 та 2015 роках, узявши середнє значення за три попередні роки до відповідного року і три роки після.

3.4. Монетарні умови та фінансові ринки

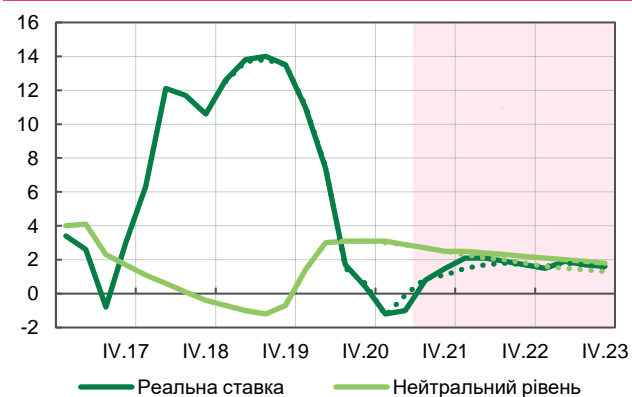
- Підвищення ключової ставки та згортання антикризових монетарних заходів сприятимуть поверненню інфляції до цілі 5% у 2022 році.
- У міру стабілізації інфляційних очікувань та стійкої дезінфляції НБУ перейде до циклу зниження ключової ставки вже наступного року.
- Вища, порівняно з країнами – ОТП, інфляція в Україні зумовлюватиме ревальвацію РЕОК гривні, що погіршуватиме конкурентоспроможність українських товарів. Проте зниження інфляції у наступні роки пригальмує тенденцію до укріплення РЕОК до прийнятних рівнів.

Графік 3.4.1. Облікова ставка НБУ*, середня, %



* Зниження облікової ставки обмежене нульовим рівнем.
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.4.2. Реальна процентна ставка* та її нейтральний рівень, %



* Дефльована на інфляційні очікування, отримані на основі КПМ.
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.4.3. Індекс РЕОК гривні, IV.2016 = 1



Джерело: розрахунки НБУ.

У центрі уваги – недопущення розбалансування інфляційних очікувань

Для зниження інфляції до цільового рівня та недопущення розбалансування інфляційних очікувань НБУ підвищить ключову процентну ставку до вищого, ніж передбачалося раніше, рівня. Жорсткіша монетарна політика зумовлюється низкою чинників: зростанням фундаментального інфляційного тиску, очікуваннями більш швидкої нормалізації монетарної політики у світі, повільнішою корекцією цін на продукти харчування та енергоносії.

Рішучіше підвищення ключової ставки та згортання антикризових монетарних заходів у 2021 році сприятиме формуванню стійкого дезінфляційного тренду та дасть змогу перейти до пом'якшення монетарної політики вже в II кварталі наступного року. Незважаючи на підвищення, облікова ставка певний час залишатиметься нижче свого нейтрального рівня і сягне його у 2022 році. Це зрештою забезпечить баланс між реакцією на інфляційні ризики та підтримкою зростання економіки.

РЕОК гривні посилюватиметься через сприятливі умови торгівлі та зростання продуктивності в сільському господарстві. Однак вичерпання ефекту сприятливих умов торгівлі та зниження інфляції в 2022 році обмежить укріплення РЕОК гривні. Тенденція до укріплення узгоджується з фундаментальними факторами, що також підтверджується прогнозованим дефіцитом поточного рахунку, близьким до стійкого рівня. Таким чином РЕОК гривні не відхилиться значно від свого рівноважного рівня та не створюватиме дисбалансів.

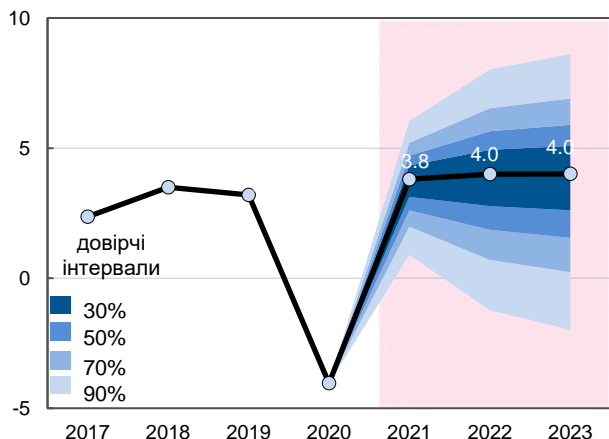
Зростання депозитів у національній валюті триватиме внаслідок відновлення економічної активності та подальшого збільшення доходів населення. Згортання антикризових монетарних інструментів посилить зацікавленість банків у ресурсах вкладників та спонукатиме до певного підвищення депозитних ставок. Це позитивно впливатиме на строкову структуру залучених банками коштів.

Зростання попиту на кредити з боку бізнесу й населення та готовність банків до помірного послаблення стандартів кредитування забезпечуватимуть подальше зростання гривневих позик. Утім, надалі банки будуть змушені пристосуватися до роботи в умовах нижчої процентної маржі.

3.5. Ризики прогнозу

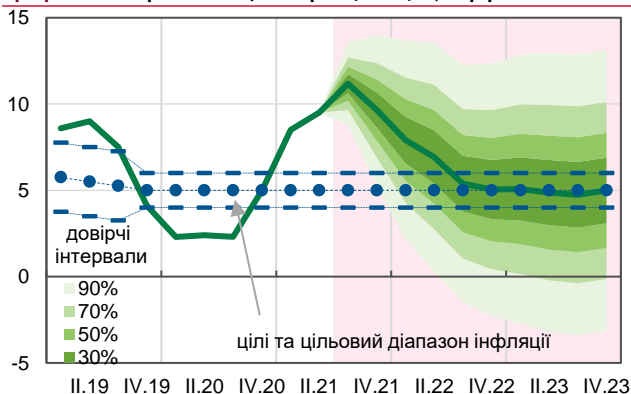
- Основним припущенням макропрогнозу залишається продовження співпраці з МВФ. Її припинення створює ризики для фінансування дефіциту державного бюджету та може призвести до погіршення очікувань, що змусить НБУ проводити жорсткішу монетарну політику
- Ключовими ризиками для макропрогнозу є посилення карантину в Україні та у світі, а також триваліший та суттєвіший, ніж передбачалося, інфляційний сплеск у світі.

Графік 3.5.1. Прогноз реального ВВП, % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.5.2. Прогноз ІСЦ та інфляційні цілі, % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

Прогноз наведено у вигляді віялової діаграми (FanChart). Такий тип графіка призначений для відображення невизначеності щодо майбутньої динаміки прогнозованої змінної. Наприклад, імовірність того, що інфляція перебуватиме в межах найтемнішої ділянки на графіку (навколо центральної лінії), становить 30%. Відповідна властивість зберігається й для інших зон графіка. Отже, ймовірність того, що інфляція не вийде за межі найсвітлішої зони, становить 90%.

Ключовим припущенням цього макропрогнозу є продовження програми співпраці з МВФ. Тривале гальмування виконання умов угоди про співпрацю з МВФ може негативно позначитися на макрофінансовій стабільності. Зокрема, це створюватиме проблеми з зовнішніми джерелами фінансування дефіциту державного бюджету. Спроба замінити їх значними залученнями на внутрішньому ринку може призвести до зростання вартості запозичень та посилення конкуренції МФУ з бізнесом за кошти банків. Водночас фіскальне витіснення гальмуватиме кредитування та економічне зростання. Призупинення програми з МВФ також може значно погіршити інфляційні та девальваційні очікування, що змусить НБУ проводити жорсткішу монетарну політику.

Важливим ризиком залишається триваліший строк пандемії та посилення карантину. Поширення нових мутацій коронавірусу, зокрема варіанта "Дельта", загрожуватиме черговою хвилею захворюваності та посиленням обмежувальних заходів у наступні місяці. Це сповільнить відновлення української економіки та збільшить потребу у фіскальних та монетарних стимулах. Водночас посилений карантин не матиме значного стримуючого впливу на інфляцію насамперед через збереження стійкого споживчого попиту. Втрати від можливого локдауну через розповсюдження варіанта "Дельта" в Україні оцінюються в 0.6% річного ВВП у разі його тривалості протягом одного місяця. Водночас у разі застосування лише карантину "червоних зон" втрати зменшаться до 0.4% ВВП за кожний місяць додаткових обмежень.

З боку зовнішнього середовища вагомим є ризик більш тривалої та сильної інфляції із розбалансуванням очікувань у розвинених країнах під впливом значних фіскальних та монетарних стимулів. Це створює ризики посилення імпорту інфляції в Україну та прискорення переходу провідних центральних банків до жорсткішої монетарної політики. Останнє може суттєво погіршити інтерес інвесторів до країн ЕМ та спричинити відплив капіталу. У таких умовах НБУ буде змушений вдатися до жорсткішої політики, ніж у базовому сценарії.

Значним ризиком є суттєвіше або стрімкіше погіршення умов торгівлі. Різне зниження світових цін на основні товари українського експорту з нинішніх досить високих рівнів або ж подорожчання енергоносіїв посилять девальваційний тиск на обмінний курс гривні. Це теж потребуватиме жорсткішої монетарної політики. Водночас тривале збереження сприятливих умов торгівлі

| | | Ймовірність настання ризику | | |
|------------------------------------|----------|---|---|--|
| | | Низька <15% | Середня 15%–25% | Висока 25%–50% |
| Ступінь впливу на базовий сценарій | Слабкий | Зростання волатильності світових цін на продовольство | | |
| | Помірний | Зниження врожаю основних с/г культур | Суттєве погіршення умов торгівлі | |
| | Сильний | | Ескалація військового конфлікту Гальмування співпраці з МВФ Відплив капіталу з ЕМ | Триваліший строк пандемії коронавірусу Інфляційний сплеск у світі |

або ж їх подальше поліпшення сприятимуть зміцненню гривні. Дезінфляційний тиск з боку валютного каналу дасть змогу НБУ проводити м'якшу монетарну політику порівняно з базовим сценарієм.

На всьому прогнозованому горизонті ризиком вважається можливе зниження врожаїв в Україні через несприятливі погодні умови. Це пришвидшить продовольчу інфляцію та призведе до додаткових втрат ВВП. Зменшення валютної виручки від аграрного експорту також посилить тиск на обмінний курс гривні та відповідно – на ціни непродовольчих товарів та послуг. Монетарна політика орієнтуватиметься на баланс між потребою в зниженні інфляційного тиску та мінімізацією втрат для економіки.

Є також ризик зростання волатильності світових цін на продовольство в умовах кліматичних змін. Через суттєву частку продуктів харчування в структурі ІСЦ чутливість очікувань інфляції до таких тимчасових шоків є досить значною. Це загрожуватиме відхиленням інфляції від цілі. Реакція монетарної політики зумовлюватиметься впливом шоку пропозиції на інфляційні очікування.

Зберігаються ризики ескалації військового конфлікту на сході країни, що можуть суттєво погіршити інвестиційну привабливість України та очікування всіх економічних агентів.

| Показники | Макроекономічний прогноз (липень 2021) | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------------|-------------|-------------|------------|-------------|--------------------------|------------|------------|------------|-------------|--------------------------|------------|
| | 2021 | | | | 2022 | | | | 2023 | | | | | | | | | | |
| | 2018 | 2019 | 2020 | I | II | III | IV | поточний прогноз 04.2021 | I | II | III | IV | поточний прогноз 04.2021 | I | II | III | IV | поточний прогноз 04.2021 | |
| РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Номинальний ВВП, млрд грн | 3560 | 3977 | 4192 | 1009 | 1128 | 1346 | 1492 | 4975 | 1152 | 1280 | 1464 | 1589 | 5485 | 5455 | 1238 | 1391 | 1607 | 1763 | 6000 |
| Реальний ВВП | 3.5 | 3.2 | -4.0 | -2.2 | 7.5 | 3.6 | 5.8 | 3.8 | 6.7 | 6.7 | 2.8 | 1.0 | 4.0 | 4.0 | 2.1 | 3.3 | 4.4 | 5.6 | 4.0 |
| Дефлятор ВВП | 15.4 | 8.2 | 9.8 | 20.7 | 20.0 | 12.0 | 8.4 | 14.3 | 13.8 | 7.0 | 6.4 | 5.6 | 5.4 | 6.0 | 5.2 | 5.2 | 5.2 | 5.1 | 5.1 |
| ІСЦ (середнє за період) | 10.9 | 7.9 | 2.7 | - | - | - | - | 9.4 | 8.5 | - | - | - | - | 6.6 | - | - | - | - | 4.9 |
| ІСЦ (на кінець періоду) | 9.8 | 4.1 | 5.0 | 8.5 | 9.5 | 11.2 | 9.6 | 9.6 | 8.0 | 7.9 | 6.9 | 5.3 | 5.0 | 5.0 | 5.1 | 4.9 | 4.7 | 5.0 | 5.0 |
| Базова інфляція | 8.7 | 3.9 | 4.5 | 5.9 | 7.3 | 7.8 | 7.3 | 7.3 | 6.5 | 6.2 | 4.8 | 4.1 | 4.0 | 4.0 | 3.9 | 4.0 | 3.9 | 4.0 | 4.0 |
| Небазова інфляція | 10.7 | 4.8 | 5.9 | 12.4 | 12.6 | 16.3 | 12.9 | 12.9 | 10.1 | 10.1 | 9.6 | 7.0 | 6.5 | 6.5 | 6.3 | 5.8 | 5.7 | 6.1 | 6.1 |
| Сирі продукти | 3.3 | 3.9 | 4.1 | 11.8 | 5.1 | 13.5 | 10.6 | 10.6 | 8.8 | 7.3 | 8.5 | 4.2 | 3.5 | 3.5 | 3.7 | 3.7 | 3.3 | 3.6 | 3.6 |
| Адміністративно регульовані ціни | 18.0 | 8.6 | 9.9 | 13.0 | 18.0 | 17.3 | 14.2 | 14.2 | 10.9 | 13.4 | 11.3 | 9.8 | 9.2 | 9.2 | 8.7 | 7.9 | 7.8 | 8.3 | 8.3 |
| ІЦВ (на кінець періоду) | 14.2 | -7.4 | 14.5 | 26.3 | 39.1 | 35.3 | 27.5 | 27.5 | 21.5 | 12.5 | 6.5 | 5.7 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.0 |
| Номинальна заробітна плата (в середньому за період) | 24.8 | 18.4 | 10.4 | 16.6 | 27.3 | 18.7 | 13.3 | 18.8 | 17.8 | 12.5 | 11.3 | 10.4 | 9.3 | 10.8 | 9.7 | 8.5 | 8.1 | 8.3 | 8.4 |
| Реальна заробітна плата (в середньому за період) | 12.5 | 9.5 | 7.4 | 8.6 | 16.7 | 7.3 | 3.0 | 8.7 | 8.6 | 3.4 | 3.9 | 4.3 | 4.0 | 3.9 | 3.3 | 3.1 | 3.4 | 3.6 | 3.4 |
| Безробіття, % (МОП, в середньому за період) | 8.8 | 8.2 | 9.5 | - | - | - | - | 9.1 | 9.1 | - | - | - | - | 8.5 | - | - | - | - | 8.5 |
| ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Зведений бюджет, сальдо, млрд грн | -67.8 | -87.3 | -22.4 | - | - | - | - | -200 | -199 | - | - | - | - | -165 | - | - | - | - | -181 |
| % від ВВП | -1.9 | -2.2 | -5.3 | - | - | - | - | -4.0 | -4.0 | - | - | - | - | -3.0 | - | - | - | - | -3.0 |
| Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд грн | -75.4 | -89.2 | -24.2 | - | - | - | - | -199 | -200 | - | - | - | - | -166 | - | - | - | - | -183 |
| % від ВВП | -2.1 | -2.2 | -5.8 | - | - | - | - | -4.0 | -4.0 | - | - | - | - | -3.0 | - | - | - | - | -3.0 |
| ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Поточний рахунок, млрд дол. | -6.4 | -4.1 | 5.2 | -1.0 | 1.2 | -0.8 | 0.0 | -0.7 | -1.4 | -0.3 | -1.3 | -2.3 | -1.7 | -5.6 | -1.5 | -2.7 | -2.8 | -2.1 | -9.1 |
| Експорт товарів та послуг, млрд дол. | 59.2 | 63.6 | 60.7 | 16.3 | 19.0 | 19.3 | 21.2 | 75.8 | 68.3 | 18.7 | 17.5 | 18.5 | 19.7 | 74.4 | 67.5 | 17.9 | 16.9 | 18.4 | 19.7 |
| Імпорт товарів та послуг, млрд дол. | 70.6 | 76.1 | 63.1 | 17.1 | 18.3 | 21.5 | 22.7 | 79.6 | 76.2 | 19.7 | 20.6 | 22.6 | 23.3 | 86.3 | 80.7 | 20.1 | 21.3 | 23.0 | 23.9 |
| Фінансовий рахунок, млрд дол. | -9.3 | -10.1 | 3.2 | -0.1 | 0.0 | 0.1 | -1.2 | -1.1 | -2.3 | -1.0 | -2.1 | -2.3 | -1.7 | -7.2 | -7.8 | -3.8 | -2.3 | -3.4 | -2.3 |
| Зведений баланс, млрд дол. | 2.9 | 6.0 | 2.0 | -1.0 | 1.2 | -0.9 | 1.1 | 0.4 | 0.9 | 0.8 | 0.9 | -0.1 | 0.0 | 1.5 | 0.8 | 2.4 | -0.4 | 0.6 | 0.2 |
| Валові резерви, млрд дол. | 20.8 | 25.3 | 29.1 | 27.0 | 28.4 | 29.6 | 31.3 | 31.3 | 29.8 | 32.1 | 32.7 | 31.8 | 31.6 | 31.6 | 29.3 | 33.1 | 32.4 | 32.0 | 31.7 |
| Місяців імпорту майбутнього періоду | 3.3 | 4.8 | 4.4 | 3.9 | 4.0 | 4.1 | 4.4 | 4.4 | 4.4 | 4.5 | 4.5 | 4.4 | 4.3 | 4.3 | 4.2 | 4.4 | 4.2 | 5.3 | 4.2 |
| МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Грошова база, % | 9.2 | 9.6 | 24.8 | 2.1 | 8.2 | 11.8 | 17.9 | 17.9 | 18.2 | 1.6 | 3.1 | 4.4 | 7.9 | 7.9 | 8.0 | 1.2 | 2.2 | 3.0 | 6.7 |
| Грошова маса, % | 5.7 | 12.6 | 28.6 | 0.1 | 3.4 | 7.2 | 13.8 | 13.8 | 16.7 | 1.0 | 3.4 | 5.3 | 10.9 | 10.9 | 11.2 | 3.2 | 4.1 | 6.0 | 11.5 |
| Швидкість обертання (на кінець року, разів) | 2.8 | 2.8 | 2.3 | - | - | - | - | 2.4 | 2.3 | - | - | - | - | 2.4 | 2.3 | - | - | - | 2.3 |

Абревіатури та скорочення

| | | | |
|-------------|--|--------|--|
| ВВП | Валовий внутрішній продукт | ОПЕК | Організація країн – експортерів нафти |
| ВДВ | Валова додана вартість | ОТП | Основні торговельні партнери |
| ВРУ | Верховна Рада України | ПАТ | Публічне акціонерне товариство |
| ГМК | Гірничо-металургійний комплекс | ПДВ | Податок на додану вартість |
| ДКСУ | Державна казначейська служба України | ПДФО | Податок та збір на доходи фізичних осіб |
| ДМСУ | Державна митна служба України | ПІІ | Прямі іноземні інвестиції |
| ДС | Депозитні сертифікати | РЕОК | Реальний ефективний обмінний курс |
| ДСЗУ | Державна служба зайнятості України | СЗДУ | Сектор загального державного управління |
| ДССУ | Державна служба статистики України | США | Сполучені Штати Америки |
| ЄКР | Єдиний казначейський рахунок | ТНК | Транснаціональна корпорація |
| ЄС | Європейський Союз | ФОП | Фізична особа-підприємець |
| ЄЦБ | Європейський центральний банк | ФРС | Федеральна резервна система США |
| ЖКГ | Житлово-комунальне господарство | ЦП | Цінні папери |
| ІСЦ | Індекс споживчих цін | ВоА | Bank of America |
| ІОДА | Індекс очікувань ділової активності | ЕСРІ | Індекс зміни світових цін на товари українського експорту |
| ІТ | Інформаційні технології | ЕМ | Emerging Markets, країни, ринки яких розвиваються |
| КМУ | Кабінет Міністрів України | ЕМВІ | Emerging Markets Bond Index |
| КПМ | Квартальна прогнозна модель | ІІФ | Institute of International Finance |
| МВФ | Міжнародний валютний фонд | РМІ | Purchasing Managers' Index, індекс ділової активності |
| МОП | Міжнародна організація праці | UAWCPI | Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України |
| МФУ | Міністерство фінансів України | UAWGDP | Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України |
| НБУ | Національний банк України | UIIR | Український індекс міжбанківських ставок |
| НЕОК | Номінальний ефективний обмінний курс | | |
| НФК | Нефінансові корпорації | | |
| ОВДП | Облігації внутрішньої державної позики | | |
| ОЗДП | Облігації зовнішньої державної позики | | |
| тис. | тисяча | в. п. | відсотковий пункт |
| млн | мільйон | бар. | барель |
| млрд | мільярд | р/р | у річному вимірі, річна зміна, до відповідного періоду попереднього року |
| грн | гривня | кв/кв | до попереднього кварталу, у квартальному вимірі |
| долар, дол. | долар США | с/с | у сезонно скоригованому вимірі |
| п. | пункт | м/м | до попереднього місяця, у місячному вимірі |
| б. п. | базисний пункт | п. ш. | права шкала |