



Національний  
банк України

# Макроекономічний прогноз і перспективи монетарної політики

**Сергій Ніколайчук**

директор Департаменту монетарної політики та  
економічного аналізу

Київ, 19 липня 2019 року



## Основні макроекономічні показники

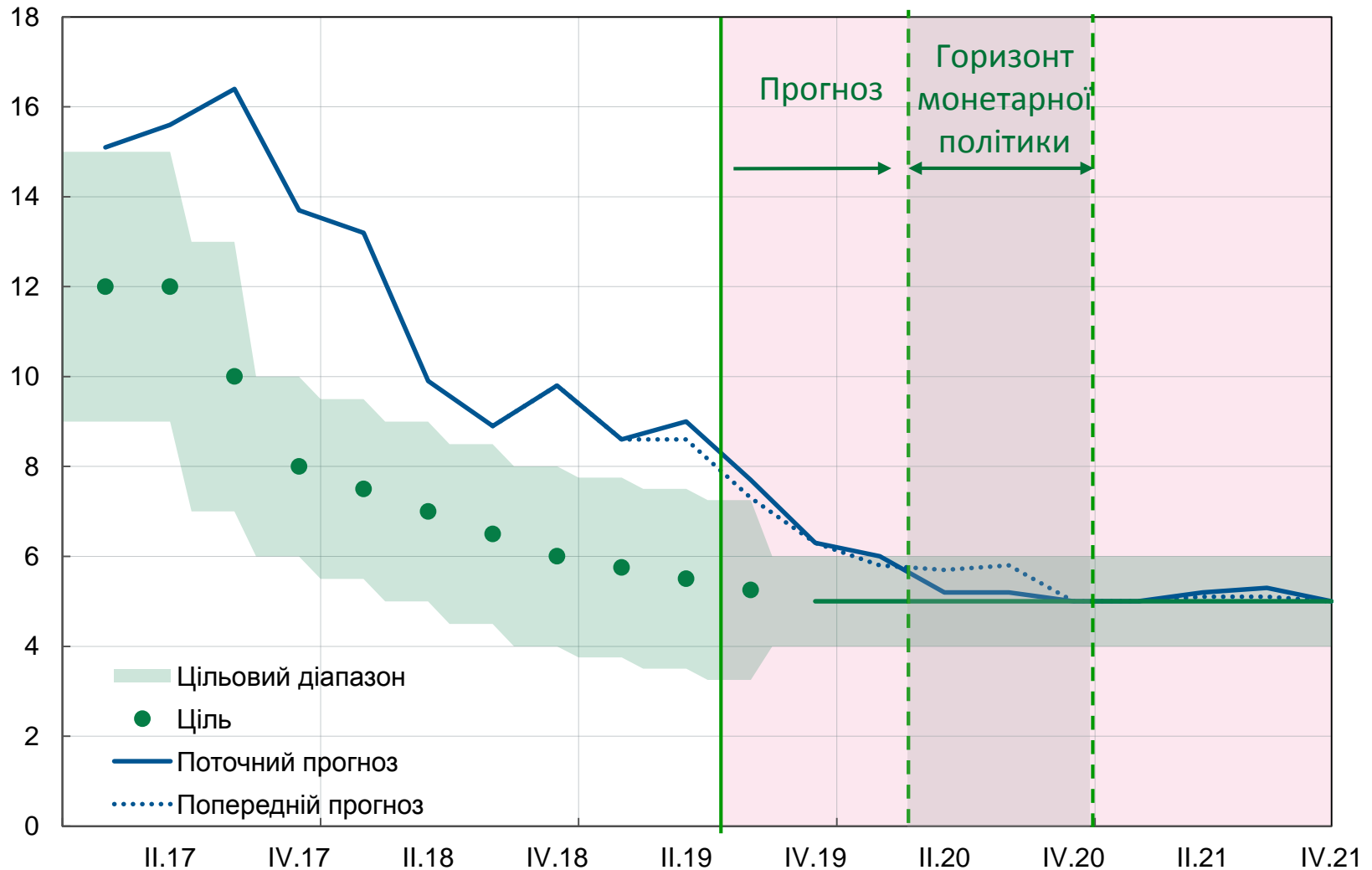
	2018 факт	2019 прогноз	2020 прогноз	2021 прогноз
<b>Реальний ВВП, зміна у %</b>	3.3	3.0 (2.5)	3.2 (2.9)	3.7 (3.7)
<b>Номінальний ВВП, млрд. грн.</b>	3 559	4 003 (3 970)	4 390 (4 342)	4 803 (4 750)
<b>ІСЦ, зміна у % (к.п.)**</b>	9.8	6.3 (6.3)	5.0 (5.0)	5.0 (5.0)
<b>Базовий ІСЦ, зміна у % (к.п.)</b>	8.7	5.5 (5.0)	3.8 (3.7)	3.8 (3.7)
<b>Сальдо поточного рахунку, млрд. дол. США</b>	-4.3 (-4.5)	-3.8 (-4.9)	-4.6 (-5.8)	-6.3 (-6.7)
<b>% ВВП</b>	-3.3 (-3.4)	-2.6 (-3.3)	-2.9 (-3.6)	-3.7 (-4.0)
<b>Сальдо зведеного платіжного балансу, млрд. дол. США</b>	2.9	0.6 (-0.3)	0.2 (-0.1)	-0.4 (-0.7)
<b>Міжнародні резерви, млрд. дол. США</b>	20.8	21.7 (21.2)	22.8 (21.9)	23.0 (21.8)

\* у дужках – попередній прогноз НБУ (Інфляційний звіт, квітень 2019)

\*\* «к.п.» – на кінець періоду (грудень до грудня попереднього року)

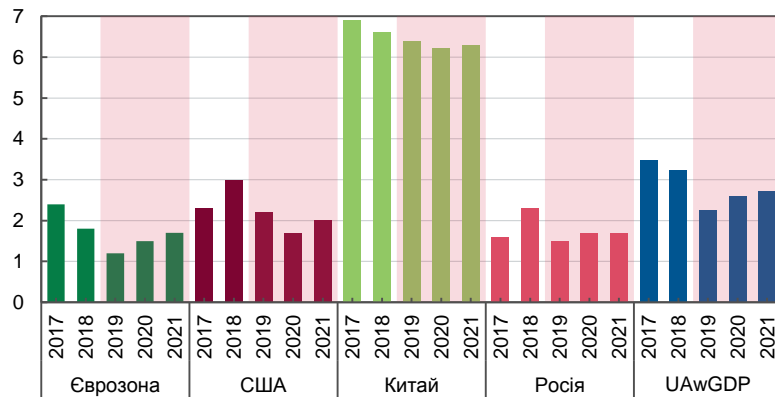
# Монетарна політика направлена на приведення інфляції до цільового діапазону в 2020 році

ІСЦ, %, р/р



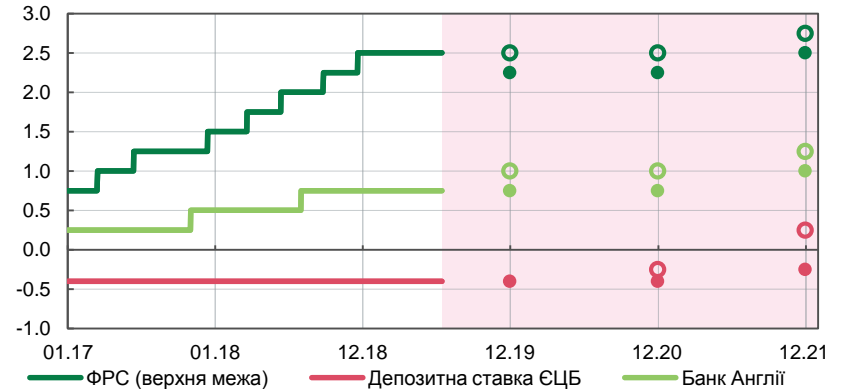
# Ключові припущення прогнозу

Реальний ВВП окремих країн та UAwGDP, %, р/р



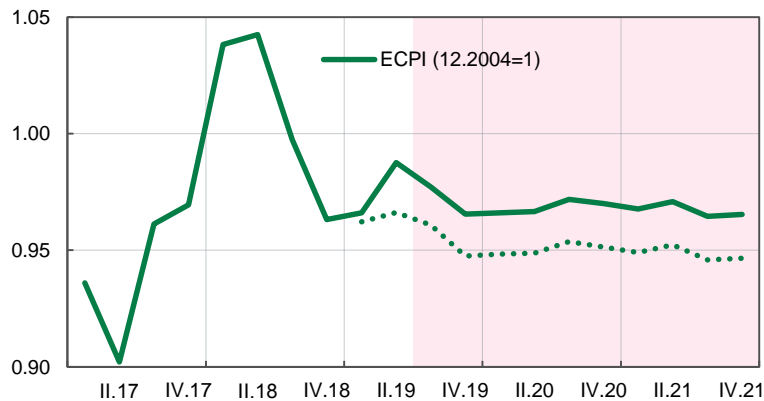
Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ

Ключові ставки провідних центральних банків, %



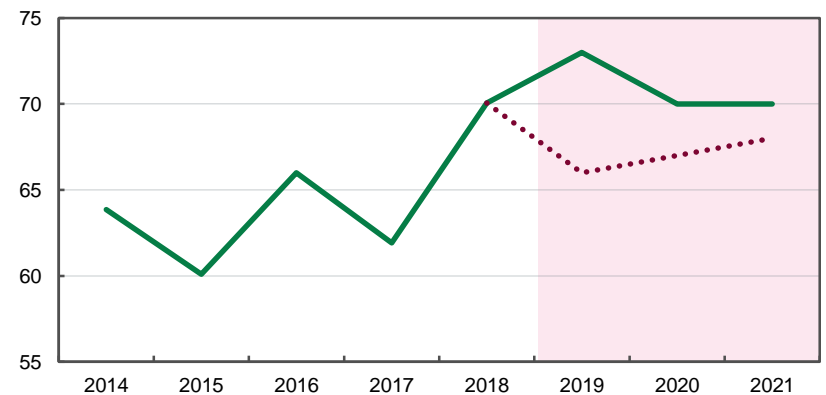
Джерело: Офіційні сторінки центральних банків, розрахунки НБУ на основі Bloomberg.

Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСPI)



Джерело: розрахунки НБУ.

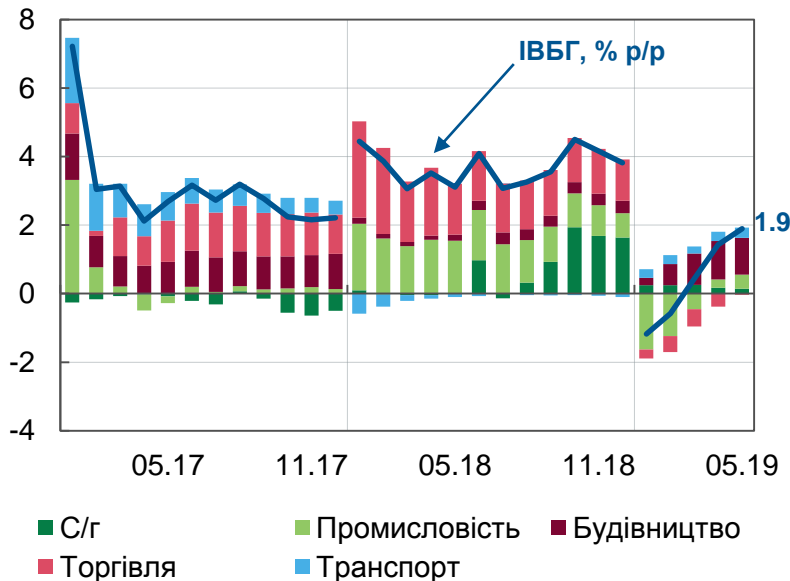
Урожай зернових, млн т



Джерело: Держстат, розрахунки НБУ.

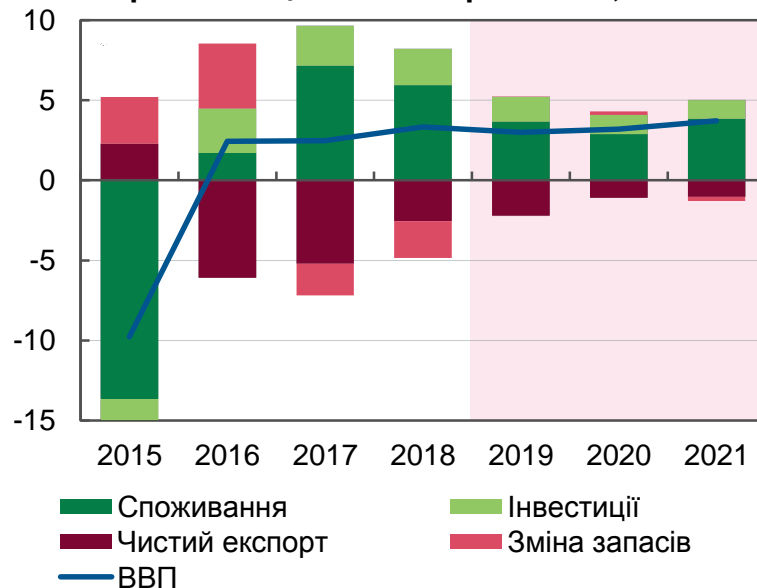
# Українська економіка зростає сталими темпами, незважаючи на військовий конфлікт

Індекс виробництва базових галузей, кумулятивно, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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

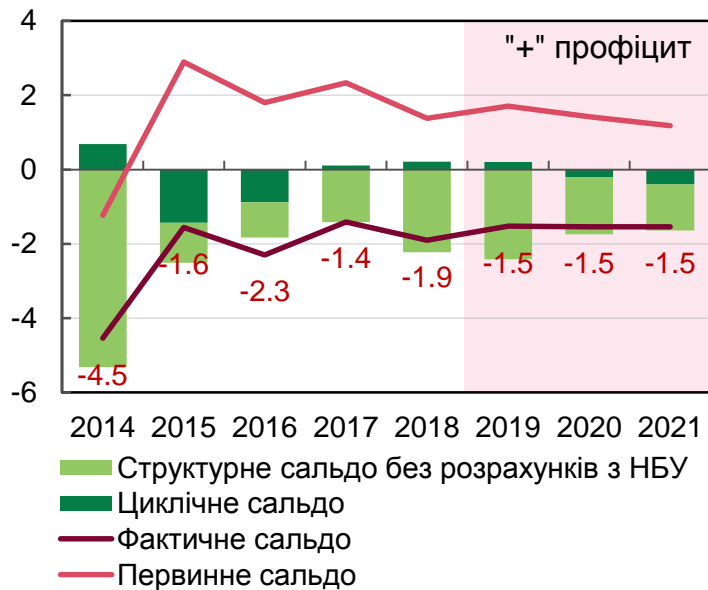


Джерело: ДССУ, розрахунки та прогноз НБУ (ІЗ за липень 2019).

- У 2019 році прогнозується тимчасове незначне уповільнення зростання – до 3% (з 3.3% у 2018 році) через звуження світового попиту на тлі геополітичних конфліктів та протекціоністських заходів, стриману фіскальну та монетарну політику
- У наступні роки зростання знову прискориться завдяки пом'якшенню монетарної політики, що стимулюватиме внутрішній попит. Стримуватиме зростання слабка економічна активність у світі та скорочення обсягів транзиту природного газу до Європи
- *Порівняно з квітневим прогнозом: кращі умови торгівлі, більш м'які глобальні фінансові умови, стійкий внутрішній попит, вищий урожай зернових*

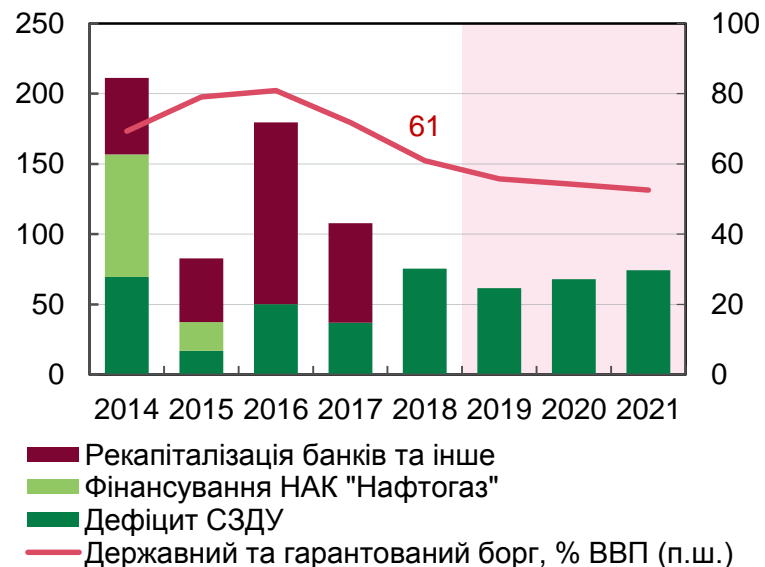
# Фіскальна політика залишатиметься стриманою, як і останні чотири роки, зважаючи на значні обсяги погашення боргу

Зведений бюджет, % ВВП



Джерело: МФУ, розрахунки НБУ та прогноз (Інфляційний звіт за липень 2019).

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

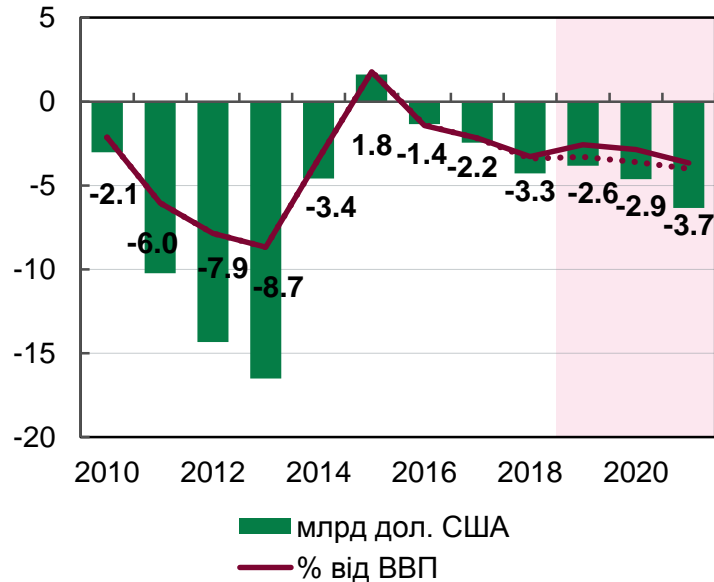


Джерело: МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ та прогноз (Інфляційний звіт за липень 2019).

- Дефіцит зведеного бюджету становитиме 1.5% ВВП, а структурний дефіцит (без урахування розрахунків з НБУ) щороку зменшуватиметься на тлі незначного від'ємного розриву ВВП. Відповідно, очікується від'ємний фіскальний імпульс, що стримуватиме зростання сукупного попиту та інфляцію
- Рівень державного боргу до ВВП продовжить знижуватися за рахунок збереження первинного профіциту бюджету, високих темпів зростання номінального ВВП на тлі низької волатильності обмінного курсу

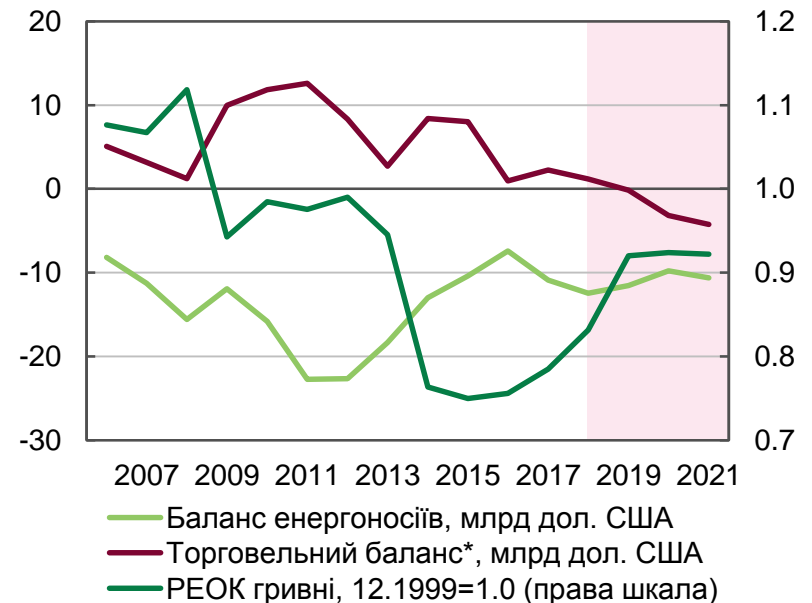
# Дефіцит поточного рахунку в 2019-2021 роках залишатиметься в прийнятних межах (3% ± 1% ВВП)

Дефіцит поточного рахунку



Джерело: НБУ, Інфляційний звіт липень 2019.

РЕОК гривні та торговельний баланс



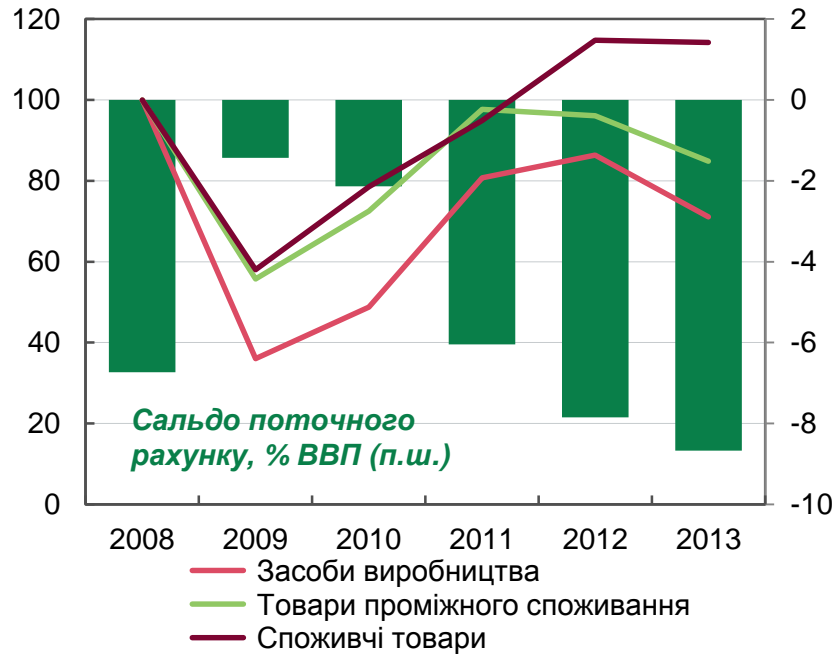
\* Без урахування енергоносіїв.

Джерело: НБУ, Інфляційний звіт липень 2019.

- У 2019 році дефіцит поточного рахунку скоротиться до 2.6% ВВП завдяки рекордному врожаю зернових, сприятливим умовам торгівлі, а також зниженню виплат дивідендів
- У 2020-2021 роках дефіцит поточного рахунку розширюватиметься унаслідок зниження обсягів транзиту газу, погіршення умов торгівлі та збільшення споживчого та інвестиційного імпорту, водночас дефіцит залишатиметься в прийнятних межах
- Порівняно з квітневим прогнозом зменшено дефіцит поточного рахунку на всьому горизонті з огляду на вищі очікування врожаю зернових, кращі умови торгівлі та зниження виплат дивідендів

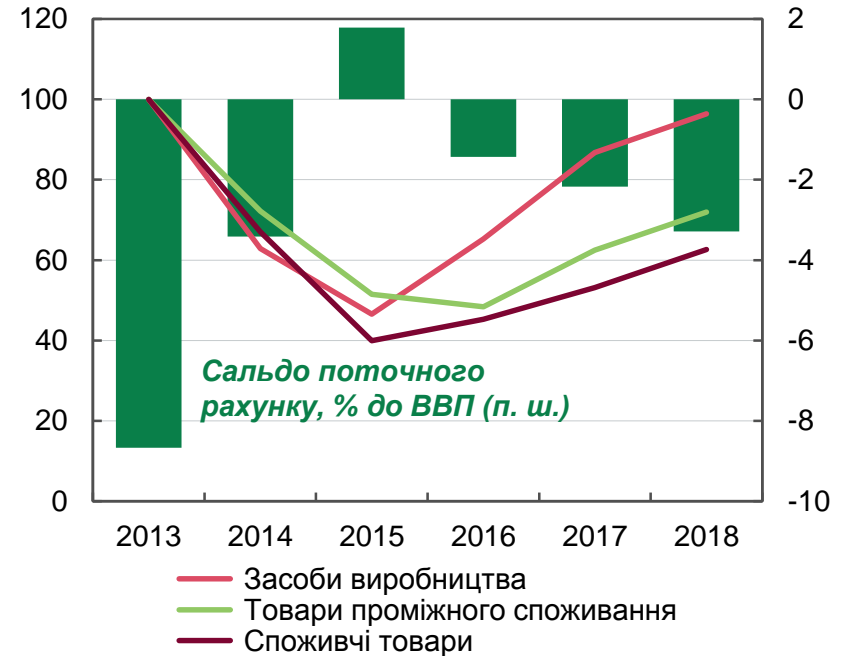
# Після кризи 2014-2015 років початковим драйвером росту імпорту був інвестиційний, а не споживчий попит

Сальдо поточного рахунку та імпорт за КШЕК, 2008=100



Джерело: НБУ.

Сальдо поточного рахунку та імпорт за КШЕК, 2013=100



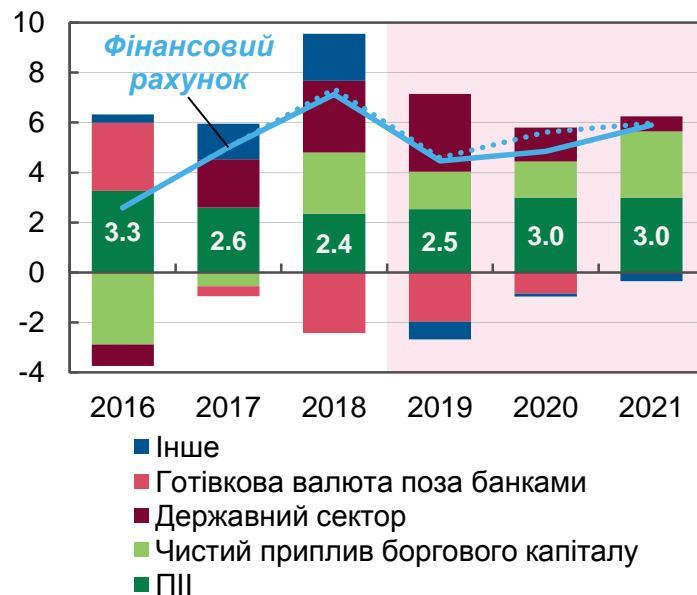
Джерело: НБУ.

- Протягом 2009-2013 років високий споживчий попит, переважно на автомобілі та товари короткочасного користування, був основним чинником розширення дефіциту поточного рахунку
- Додатковим фактором було збільшення інвестицій у 2011-2012 роках, серед іншого зумовлене підготовкою до чемпіонату Європи з футболу (Євро-2012)
- Після кризи 2014-2015 років тривало розширення дефіциту поточного рахунку. Однак, на відміну від попередніх періодів, це відбувалось передусім за рахунок високого інвестиційного попиту, в тому числі з боку аграрного сектору та альтернативної енергетики



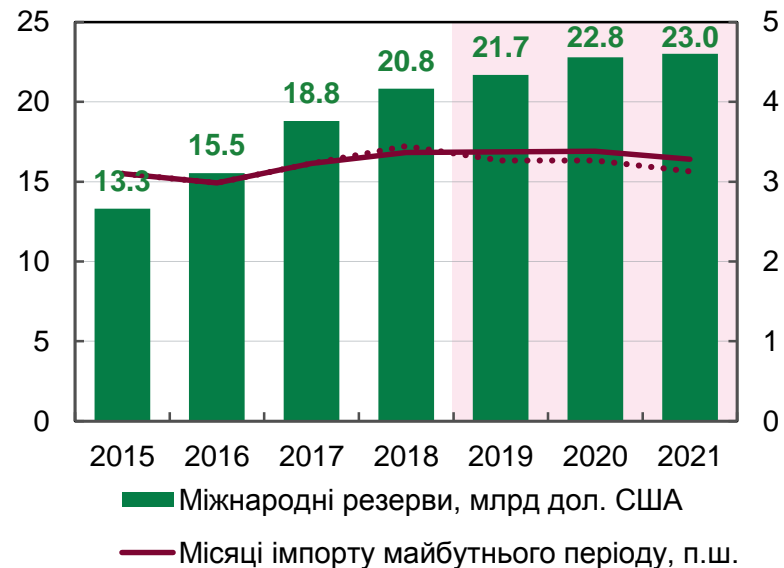
# Резерви продовжать зростати. Приплив капіталу триватиме як у державний, так і приватний сектори

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



Джерело: НБУ, Інфляційний звіт липень 2019.

Міжнародні резерви

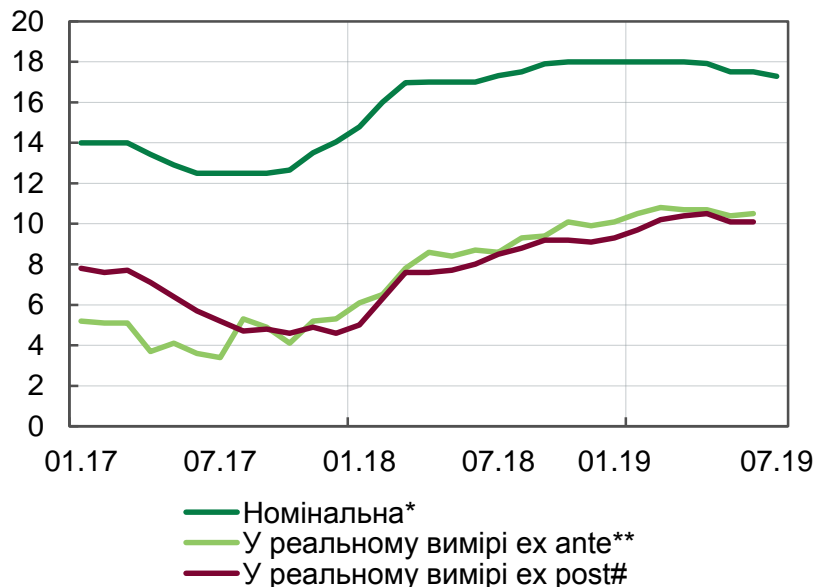


Джерело: НБУ, Інфляційний звіт липень 2019.

- Приплив капіталу за фінансовим рахунком повністю профінансує дефіцит поточного рахунку. Цьому сприятимуть збереження привабливих відсоткових ставок на тлі більш м'якої політики провідних центральних банків, а також підписання нової програми з МВФ
- Завдяки чистим надходженням коштів в рамках нової програми МВФ міжнародні резерви зростуть до 23 млрд дол. станом на кінець 2021 року
- Порівняно з квітневим прогнозом збільшено приплив капіталу в державний сектор за рахунок високого інтересу іноземних інвесторів до гривневих ОВДП та високої ліквідності у світі

# Реальні процентні ставки залишаються високими порівняно з іншими країнами, ринки яких розвиваються

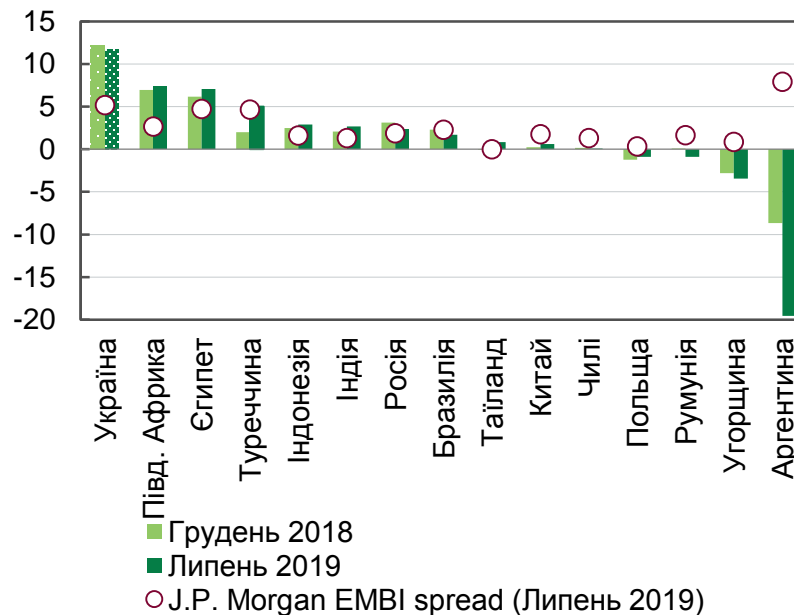
Ключова ставка НБУ та її реальні виміри, %



\* У середньому за місяць; \*\* Дефльована на очікування фінансових аналітиків щодо інфляції через 12 місяців; # Дефльована на фактичну річну базову інфляцію.

Джерело: НБУ.

Дохідність ДЦП у реальному вимірі та премія за ризик окремих країн EM\*, % річних



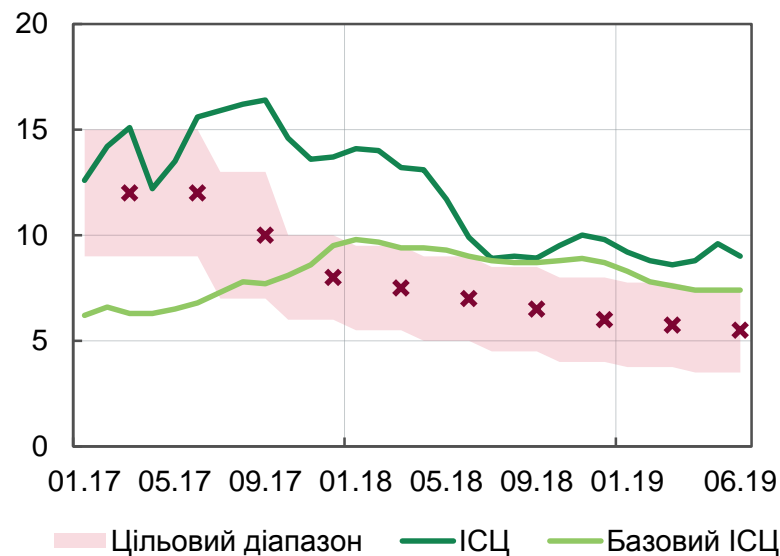
\* Різниця середньомісячної дохідності однорічних облігацій уряду на первинному ринку та прогнозу з інфляції на кінець 2019 року.

Джерело: DeKaBank, CB of Egypt, Thomson Reuters, Bloomberg, прогноз та розрахунки НБУ.

- Незважаючи на початок циклу зниження облікової ставки (з квітня 2019 року), у реальному вимірі ключова ставка коливається близько 10%, значно перевищуючи нейтральний рівень
- Реальна дохідність державних облігацій у гривні є однією з найвищих серед країн, ринки яких розвиваються
- Це свідчить про достатньо жорсткі монетарні умови, необхідні для забезпечення дезінфляційного тренду

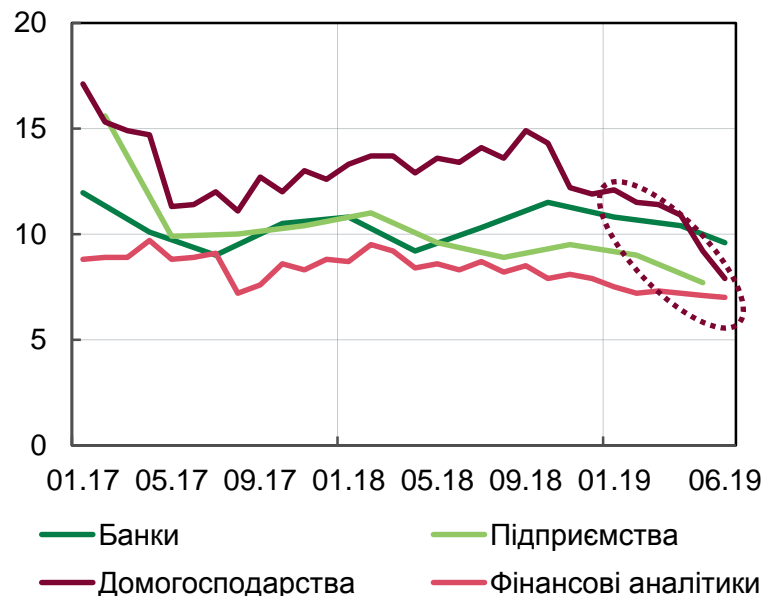
# У червні 2019 споживча інфляція відновила сповільнення після тимчасового прискорення у квітні-травні

Індекси споживчих цін\*, % р/р



Джерело: ДССУ, НБУ.

Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



Джерело: НБУ, GfK Ukraine.

- Вплив несприятливих факторів пропозиції овочів та палива, через які траєкторія інфляції відхилилась від прогнозу у квітні-травні, почав вичерпуватися в червні
- Базова інфляція також уповільнювалася на тлі зміцнення гривні, у тому числі завдяки жорсткій монетарній політиці, та поліпшення інфляційних очікувань, що компенсувало значний тиск з боку споживчого попиту та зростання витрат на заробітну плату
- Інфляційні очікування домогосподарств та підприємств досягли найнижчого значення за останні 5 років

# Зниження інфляційного тиску та поліпшення очікувань дозволили НБУ продовжити пом'якшення монетарної політики

Облікова ставка, %



Жорсткість монетарних умов є **достатньою** щоб забезпечити зниження інфляції до цільових показників у середньостроковій перспективі

Відкладання пом'якшення монетарної політики через:

- вищий внутрішній попит чим очікувалося раніше;
- посилення волатильності на фінансовому ринку

Пом'якшення монетарної політики у зв'язку з:

- сприятливою ситуацією на фінансовому ринку;
- покращенням інфляційних очікувань;
- наявністю чинників подальшого сповільнення інфляції:
  - виважена фіскальна політика
  - уповільнення заробітних плат
  - відносно низькі ціни на енергоресурси на світових ринках
  - збільшення пропозиції продовольчих товарів

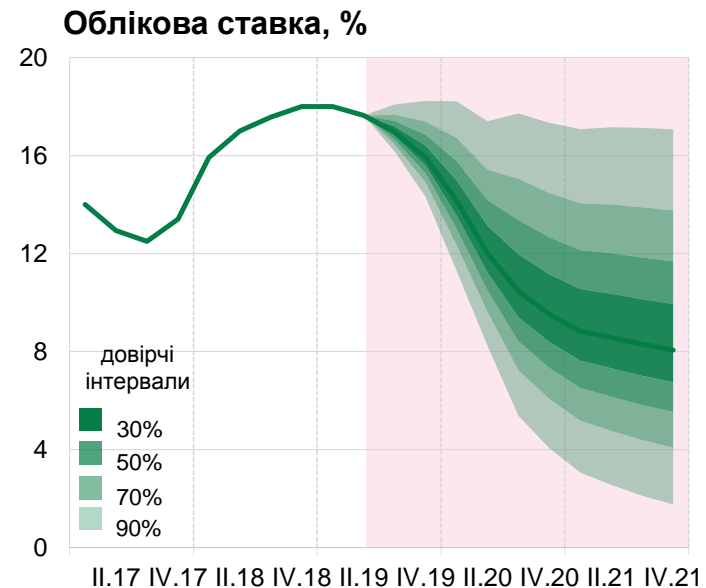
# НБУ розпочав щоквартальне оприлюднення прогнозу облікової ставки

**Прогноз облікової ставки** – це частина макроекономічного прогнозу НБУ

Прогнозна траєкторія ставки узгоджується з іншими прогнозними показниками, зокрема інфляцією, що має досягти своєї середньострокової цілі (5%) впродовж часового періоду, за який монетарна політика найбільше впливає на інфляцію (9-18 місяців)

Базовий сценарій передбачає подальше зниження облікової ставки до 8% впродовж наступних років за умови стійкого зниження інфляції до цілі 5%

Найбільш стрімке зниження ставки очікується протягом 2020 року разом з поверненням інфляції до цільового діапазону та покращенням інфляційних очікувань



- Прогноз облікової ставки **оновлюватиметься щокварталу** разом з іншими показниками і публікуватиметься в Інфляційному звіті

# Прогноз облікової ставки не є зобов'язанням НБУ дотримуватися опублікованої траєкторії

## ❖ Ставка може встановлюватися на рівні, який відрізняється від прогнозу

У разі появи нових чинників чи посилення/послаблення наявних ризиків, Правління може схвалити рішення, в результаті якого **облікова ставка відхилиться від прогнозної траєкторії**. Це може бути спричинено:

- змінами в оцінці ризиків для досягнення цілей НБУ, передусім з інфляції;
- появою внутрішніх та зовнішніх факторів, що не були передбачені у макроекономічному прогнозі

## ❖ Прогнозна траєкторія ставки може бути переглянута

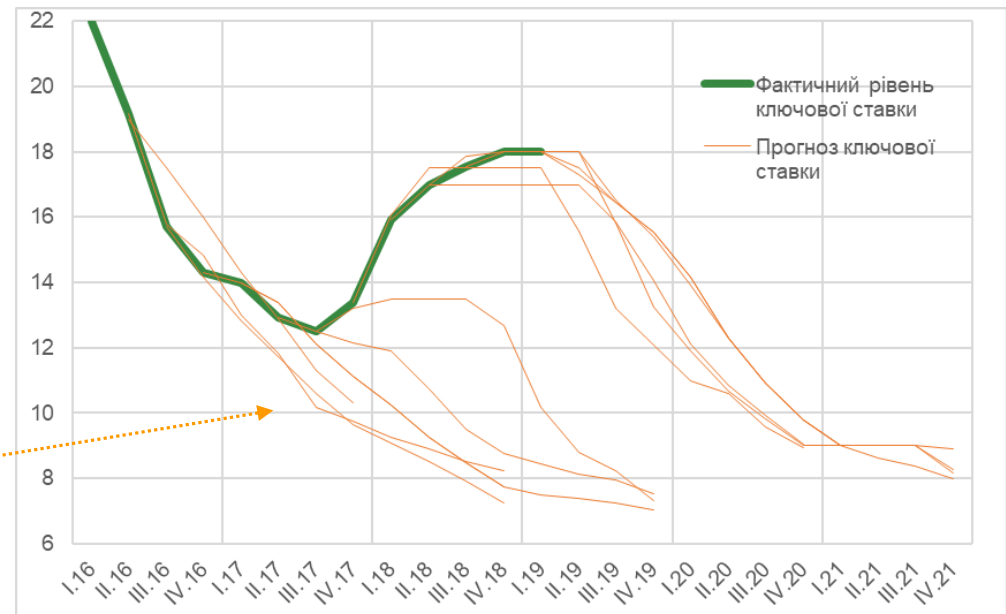
Змінюються прогнозні

припущення -> змінюється прогноз інфляції

Для її приведення до цілі з'являється потреба вже в іншій траєкторії облікової ставки.

В результаті, НБУ **переглядає прогноз ключової ставки**

Ключова ставка НБУ, % річних



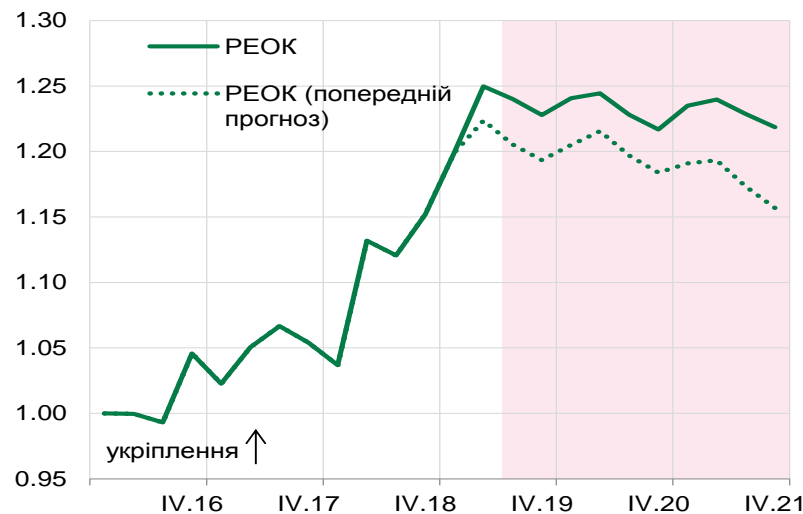
# Монетарні умови пом'якшуються на прогностному горизонті, але забезпечують досягнення інфляційних цілей у 2020-21 рр

Реальна процентна ставка\*, %



\* дефльована на інфляційній очікування, отримані на основі Квартальної прогностної моделі

Індекс РЕОК, (1.2016=100)



в середньому	2018	2019	2020	2021
РЕОК, % зміна	5.9	10.7 (8.6)	0.3 (-0.4)	-0.2 (-1.8)

(Порівняно з квітневим прогностом: кращі умови торгівлі, вищі портфельні інвестиції в гривневій ОВДП)

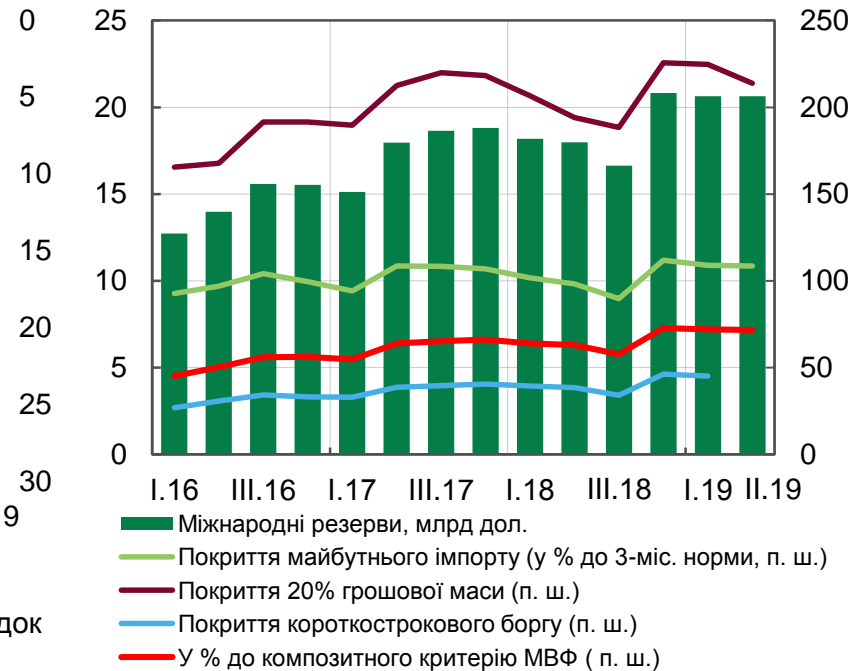
# Національний банк продовжує дотримуватися режиму плаваючого обмінного курсу

Реакція на тиск на валютному ринку: резерви vs обмінний курс, станом на 19.07.2019 року



Джерело: НБУ.

Міжнародні резерви та критерії їх адекватності, %



Джерело: розрахунки НБУ.

- Національний банк продовжує відігравати активну роль на валютному ринку, але його присутність на валютному ринку зумовлюється необхідністю накопичувати міжнародні резерви, згладжувати функціонування валютного ринку та підтримувати трансмісію ключової валютної ставки
- Нова система валютного регулювання почала працювати 7 лютого 2019 року. НБУ дерегулював процедури інвестування, полегшив транскордонні операції з валютними цінностями і розширив перелік операцій з іноземною валютою



# Ключові ризики

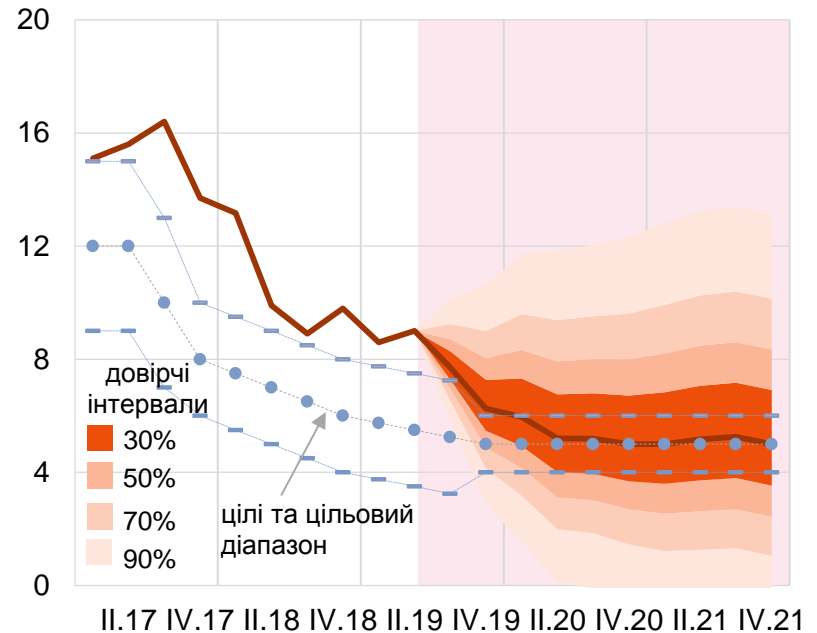
Головним внутрішнім ризиком є подальше **посилення загроз для макрофінансової стабільності**

*Затримка у проведенні ключових реформ або кроки з нівелювання попередніх досягнень, зокрема через судові та законодавчі рішення, можуть суттєво посилити вразливість економіки України та стати на заваді продовженню співпраці з МВФ. Це може погіршити курсові й інфляційні очікування та ускладнити доступ до міжнародних ринків капіталу в умовах високого боргового навантаження в наступні роки*

Також **актуальними** залишаються такі ризики:

- ❑ припинення транзиту газу з Росії територією України з початку 2020 року;
  - ❑ посилення торговельних війн та наростання геополітичних конфліктів;
  - ❑ ескалація військового конфлікту та нові торговельні обмеження з боку Росії
- ❑ Натомість, можливим є збільшення попиту нерезидентів на гривневі ОВДП та відповідне зміцнення обмінного курсу

ІСЦ, річна зміна, %



## Висновки

---

- ❖ З 2016 року українська економіка відновлюється сталими темпами завдяки поліпшенню макроекономічного управління, вагомій підтримці від донорів та сприятливому зовнішньому середовищу
- ❖ Успішно просувається дезінфляція, але її швидкість стримується ідіосинкратичними шоками, подальшим приведенням адміністративних тарифів до ринкового рівня та високими темпами зростання зарплат і значним внутрішнім споживчим попитом
- ❖ Жорстка монетарна політика забезпечуватиме подальше зниження інфляції до цілі на прогнозованому горизонті
- ❖ Фіскальна та зовнішня стійкість помітно покращилися в останні декілька років, але ризики залишаються високими
- ❖ Довгострокові перспективи економіки суттєво залежать від реалізації ключових структурних реформ, покликаних вирішити основні слабкості економіки, такі як несприятливий діловий клімат, погіршення демографічної ситуації та інфраструктури
- ❖ Зусилля НБУ продовжать фокусуватися на забезпеченні цінової та фінансової стабільності, реформуванні банківської системи та лібералізації потоків капіталу



Національний  
банк України

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