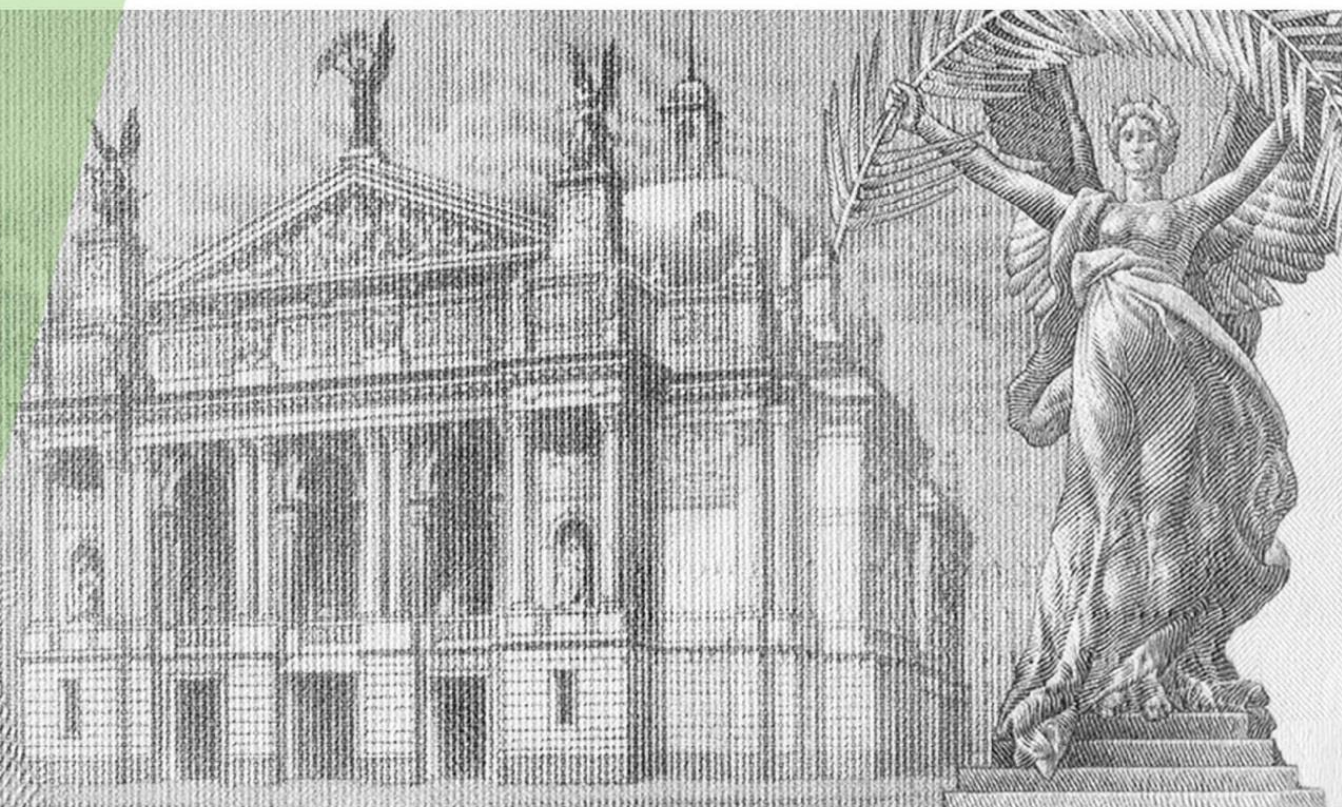




Національний
банк України

Інфляційний звіт

Квітень 2020 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 щодо інфляції та зобов'язання її досягти. 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 завдяки 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 і 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 пресрелізів щодо рішень із монетарної політики, які відображають консенсусну позицію Правління Національного банку, "Підсумки дискусії" містять знеособлену позицію всіх членів Комітету з монетарної політики 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 більшості даних у цьому звіті – 22 квітня 2020 року, а для окремих даних – 30 квітня 2020 року.

Прогнози інфляції та інших макроекономічних показників були підготовлені Департаментом монетарної політики та економічного аналізу і 23 квітня 2020 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 23 квітня 2020 року № 290-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

Зміст

Головне	4
Частина 1. Зовнішнє середовище	7
Частина 2. Економіка України: поточні тенденції	10
2.1. Інфляційний розвиток	10
Вставка 1. Динаміка цін на тлі запровадження карантину	13
Вставка 2. Ефект перенесення обмінного курсу на споживчі ціни в Україні. Оновлені оцінки	14
2.2. Попит і випуск	15
2.3. Ринок робочої сили та доходи домогосподарств	18
Вставка 3. Вплив карантину на ринок робочої сили	20
2.4. Фіскальний сектор	22
Вставка 4. Перегляд державного бюджету України у 2020 році	25
2.5. Платіжний баланс	27
2.6. Монетарні умови та фінансові ринки	30
Частина 3. Економіка України: прогноз	34
Вставка 5. Макроекономічні умови на початку поточної кризи	34
3.1. Інфляційний розвиток	35
Вставка 6. Оцінювання точності макроекономічних прогнозів НБУ	37
3.2. Попит і випуск	40
3.3. Платіжний баланс	44
Вставка 7. Оцінка впливу карантинних заходів на грошові перекази в Україну	46
3.4. Монетарні умови та фінансові ринки	48
3.5. Ризики прогнозу	49
Абревіатури та скорочення	52

Головне

Інфляція в березні-квітні 2020 року була нижчою, ніж очіувалося, незважаючи на тимчасове зростання цін у перші тижні карантинних заходів

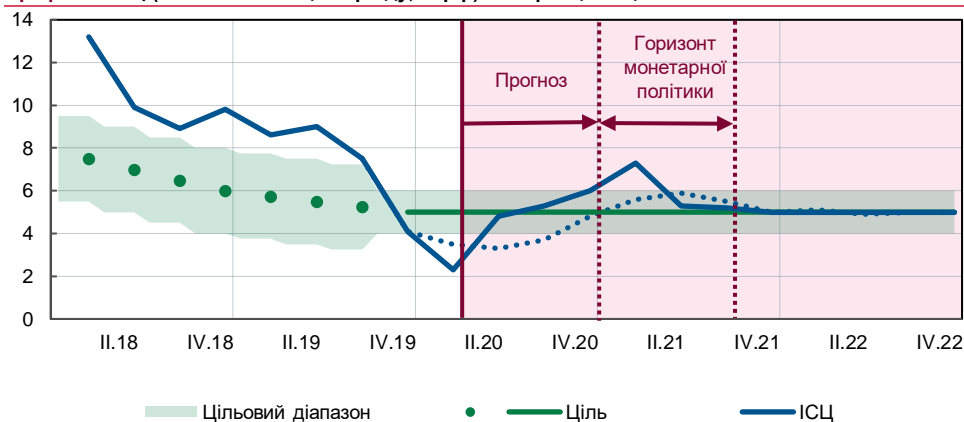
У I кварталі 2020 року зростання споживчих цін у річному вимірі сповільнилося до 2.3%. Споживча інфляція очікувано перебувала нижче цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п., а також нижче прогнозу, оприлюдненого в [Інфляційному звіті за січень 2020 року](#). Фундаментальний інфляційний тиск теж послабився – базова інфляція сповільнилася до 3.1% р/р. Зростання цін стримували насамперед здешевлення енергоносіїв на світових ринках, відображення залишкових ефектів від торішнього зміцнення гривні, збільшення пропозиції сирих продуктів харчування. Ці чинники переважили зворотний тиск на ціни з боку березневого послаблення гривні та ажіотажного сплеску попиту на окремі товари протягом перших тижнів карантинних заходів, запроваджених у відповідь на поширення COVID-19.

За попередніми оцінками НБУ, інфляція у квітні також залишатиметься низькою – менше 3% р/р. Підвищений попит на товари першої необхідності досить швидко вичерпався. У відповідь на заходи НБУ стабілізувалася і ситуація на валютному ринку, а курс гривні дещо зміцнився порівняно з березнем. НБУ отримав можливість відновити купівлю надлишку валюти на ринку для поповнення міжнародних резервів

Інфляція у 2020 році залишиться в цільовому діапазоні. Монетарні та фіскальні заходи з підтримки економіки не стануть цьому на заваді

Інфляція у 2020 році залишиться в цільовому діапазоні $5\% \pm 1$ в. п. Зростання цін помірно прискориться в наступні місяці й на кінець 2020 року становитиме 6% насамперед унаслідок перенесення на ціни нещодавнього знецінення гривні.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Заходи фіскальної та монетарної політики, спрямовані на підтримання бізнесу і населення, частково компенсують падіння споживчого попиту, який, втім, залишатиметься пригніченим ще досить довго після завершення дії карантину. Це стане на заваді зростанню інфляції понад цільовий рівень у поточному році. Інфляцію також стримуватиме зниження світових цін на енергоносії, яке й далі позначатиметься на вартості палива на внутрішньому ринку.

Після тимчасового перевищення верхньої межі цільового діапазону на початку 2021 року внаслідок ефекту низької бази порівняння споживча інфляція повернеться в його межі вже в II кварталі наступного року, де і залишатиметься надалі. Утримувати інфляцію на такому рівні допоможе виважена монетарна політика НБУ та стриманіша фіскальна політика після завершення пандемії та відновлення економічної активності.

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

Після стійкого зростання у 2019 році, на початку 2020 року економічна активність послабилася. У I кварталі вплив запровадженого карантину був помірним

За оцінками НБУ, реальний ВВП у I кварталі 2020 року знизився на 0.5% р/р. Основними чинниками стали зниження інвестиційного та зовнішнього попиту, а також очікуване скорочення обсягів транзиту газу. Запровадження з середини березня 2020 року карантину із фактичною забороною окремих видів діяльності позначилося переважно на секторах послуг (зокрема індустріях туризму та розваг), торгівлі і транспорті (за оцінками НБУ, прямий внесок у зміну реального ВВП становив -0.4 в. п.). Помірно негативним був вплив і на показники зайнятості та доходів населення в I кварталі.

Зовнішній попит стримувався різким зниженням економічної активності у світі на тлі поширення COVID-19. Незважаючи на це, у I кварталі 2020 року поточний рахунок було зведено з профіцитом. Поширення коронавірусу мало нейтральний вплив на експорт товарів, проте разом зі зниженням світових цін на енергоносії призвело до зниження імпорту товарів і послуг. У березні сформувався відплив капіталу з України, переважно через сплеск внутрішнього попиту на іноземну валюту. Як наслідок, міжнародні резерви станом на кінець березня повернулися на рівень кінця 2019 року – 24.9 млрд дол., або 4.5 місяця майбутнього імпорту.

Унаслідок карантинних обмежень для подолання пандемії та глобальної кризи українська економіка скоротиться на 5.0% у 2020 році, але відновить зростання на рівні близько 4% у наступні роки

Негативний вплив запроваджених карантинних заходів на українську економіку буде відносно короткостроковим, але досить потужним та проявиться через скорочення зовнішнього попиту, зменшення ділової активності, споживання та зайнятості населення. За оцінками НБУ, вплив цих чинників на економіку буде найвідчутнішим упродовж II кварталу цього року. Скасування карантинних обмежень зумовить досить швидке відновлення української економіки в другому півріччі 2020 року. Цьому сприятиме також м'яка фіскальна та монетарна політика. Збільшення урядом бюджетних видатків на подолання кризи і заходи НБУ з підтримки позичальників та кредитування бізнесу дадуть змогу зменшити негативний вплив пандемії на економіку.

НБУ переглянув прогноз дефіциту поточного рахунку на 2020 рік у бік зменшення

У поточному році дефіцит поточного рахунку становитиме 1.7% ВВП. Обсяги імпорту товарів та послуг в Україну скоротяться суттєвіше за обсяги експорту. В умовах карантинних обмежень по всьому світу та падіння цін на світових ринках Україна зменшить обсяги закупівель енергоносіїв і більшості товарів не першої необхідності. Негативні наслідки пандемії для експорту будуть слабшими з огляду на очікуване збереження попиту на продовольство. Водночас зниження переказів від трудових мігрантів буде з надлишком компенсоване скороченням витрат українців на закордонні подорожі.

Після відновлення економічної активності у світі та в Україні дефіцит поточного рахунку знову розшириться. Це буде зумовлено очікуваним зниженням надходжень від транзиту газу, а також реалізацією відкладеного попиту населення на споживчі товари і бізнесу – на інвестиційний імпорт. Утім, показник дефіциту залишатиметься на рівні 3–4% ВВП, як і передбачалося січневим прогнозом НБУ.

НБУ прискорює пом'якшення монетарної політики з метою подальшої підтримки економіки в умовах пандемії та карантинних заходів

У відповідь на послаблення інфляційного тиску в I кварталі 2020 року Правління НБУ двічі знизило облікову ставку загалом на 350 б. п. – до 10%. У квітні 2020 року ставка була знижена ще на 200 б. п. – до 8%. Продовження циклу пом'якшення монетарної політики передбачає зниження облікової ставки до 7% на кінець 2020 року.

Додатковий комплекс інструментів із підтримання економіки (надання гнучкості банкам в управлінні ліквідністю, запровадження довгострокового рефінансування та процентних свопів, розширення переліку застави) сприятиме зниженню процентних ризиків та ризику ліквідності для банків, посиленню їх ресурсного потенціалу, а також кращій трансмісії від зниження облікової ставки у процентні ставки за їх операціями. Це

в кінцевому підсумку стимулюватиме розширення кредитування проєктів, які потребують довгострокових вкладень, зокрема інфраструктурних.

Зниження облікової ставки у комплексі з іншими заходами, запровадженими НБУ, надасть економіці стимул, необхідний для підтримання населення і бізнесу в складних поточних умовах та швидкого відновлення ділової активності і зниження безробіття після завершення карантину.

Ключовим припущенням реалізації макроекономічного прогнозу є, як і раніше, продовження співпраці з Міжнародним валютним фондом

Україна входить у нинішню кризу з порівняно більшим запасом міцності ніж раніше, але для мінімізації втрат і ризиків вкрай необхідною є співпраця з МВФ. Прогноз передбачає схвалення Радою директорів МВФ нової програми співпраці з Україною та отримання першого траншу фінансування на суму близько 2 млрд дол. США вже у II кварталі 2020 року. Укладення нової програми співпраці з МВФ є головною передумовою збереження макрофінансової стабільності в Україні під час світової кризи.

По-перше, це дасть змогу покрити збільшений до 7.5% ВВП дефіцит державного бюджету. Україна зможе впевнено пройти період пікового боргового навантаження, а також профінансувати заходи з підтримки бізнесу та населення в умовах, коли сповільнюється ділова активність, знижується зайнятість і податкові надходження до бюджету, а іноземні інвестори залишають ринки, що розвиваються. По-друге, фінансування від МВФ та інших офіційних міжнародних партнерів також надасть змогу підтримувати міжнародні резерви України на рівні 27–29 млрд дол. США впродовж нинішнього та наступних років.

Основний ризик для реалізації окресленого прогнозу полягає у відсутності програми співпраці з МВФ

Реалізація цього ризику може погіршити курсові й інфляційні очікування та ускладнити доступ до міжнародних ринків капіталу. Це значно погіршить фінансові можливості уряду щодо підтримки економіки під час кризи та можливість рефінансування боргів.

Іншим важливим ризиком є триваліший термін пандемії коронавірусу та збереження обмежувальних заходів, необхідних для її подолання, на довгий період. Від цього безпосередньо залежатиме швидкість відновлення як глобальної, так і української економіки. В умовах негативного сценарію суттєво поглибиться падіння економіки в поточному році та виникне потреба в посиленні фіскальних та монетарних стимулів для пом'якшення негативного впливу для економіки та населення.

Актуальними залишаються також інші ризики:

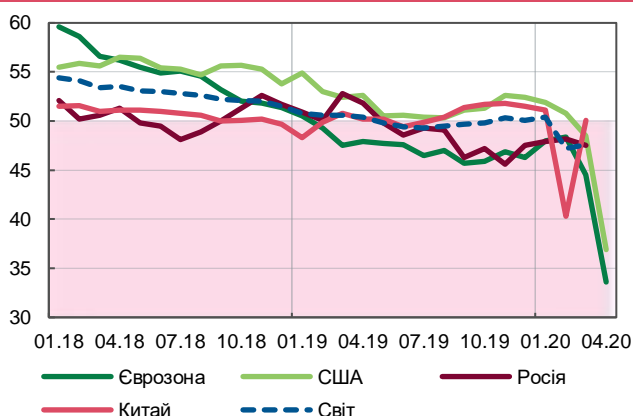
- ескалації воєнного конфлікту на сході країни;
- зниження врожаю зернових і плодоовочевих культур в Україні через несприятливі погодні умови;
- збільшення волатильності світових цін на продукти харчування з огляду на глобальні зміни клімату;
- посилення протекціонізму у світі.

Реалізація цих ризиків (як внутрішнього, так і зовнішнього походження) потребуватиме від НБУ насамперед реагування основним монетарним інструментом – обліковою ставкою. Зокрема, пом'якшення монетарної політики в 2020 році може бути істотнішим у випадку, якщо скорочення споживчого попиту через карантинні заходи та послаблення ділової активності будуть сильніше тиснути на інфляцію в бік її зниження, ніж прогнозується зараз.

Частина 1. Зовнішнє середовище

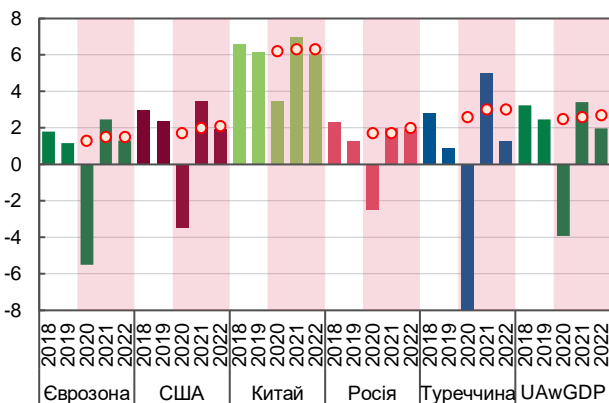
- Уведення карантинних обмежень у відповідь на поширення COVID-19 призвело до стрімкого зниження економічної активності у світі. Очікується, що після рецесії 2020 року світова економіка відновить зростання, однак ураховуючи безпрецедентність цієї кризи, воно не повністю компенсує втрати поточного року.
- На світових товарних ринках звуження попиту – визначальний фактор тиску в бік зниження цін у 2020 році. Надалі відновлення світової економіки підтримає ціни.
- Збільшення волатильності на світових фінансових ринках через економічну невизначеність призвело до масштабної втечі капіталу в безпечні активи. Попри пом'якшення монетарної політики провідними ЦБ схильність інвесторів до ризику залишатиметься слабкою.

Графік 1.1. PMI обробної промисловості світу (Global PMI manufacturing) та окремих країн



Джерело: IHS Markit.

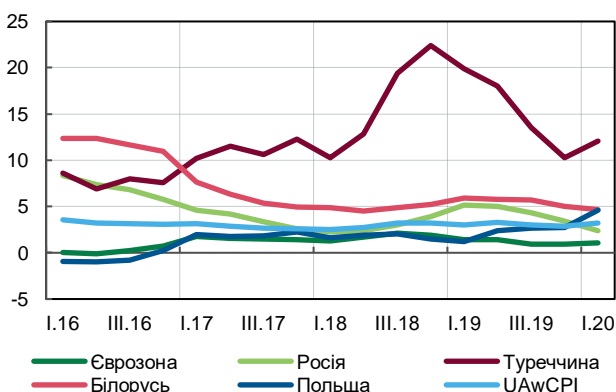
Графік 1.2. Реальний ВВП окремих країн та UAaGDP, %, р/р



● - Попередній прогноз НБУ.

Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Графік 1.3. Індекс споживчих цін окремих країн та середньозважений показник ІСЦ країн – ОТП України (UAaCPI), % р/р



Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ

Після стрімкого зниження економічної активності у 2020 році зростання країн – ОТП України відновиться, однак не компенсує втрати поточного року

Глобальна економіка з початку року зазнавала негативного тиску з боку таких неочікуваних факторів: посилення протистояння між США та Іраном, нафтовий конфлікт між Саудівською Аравією та Росією, поширення коронавірусу в світі. Саме стрімкий розвиток пандемії COVID-19 та безпрецедентні обмежувальні заходи країн від закриття підприємств до закриття кордонів спричинили розвиток кризи у світовому масштабі.

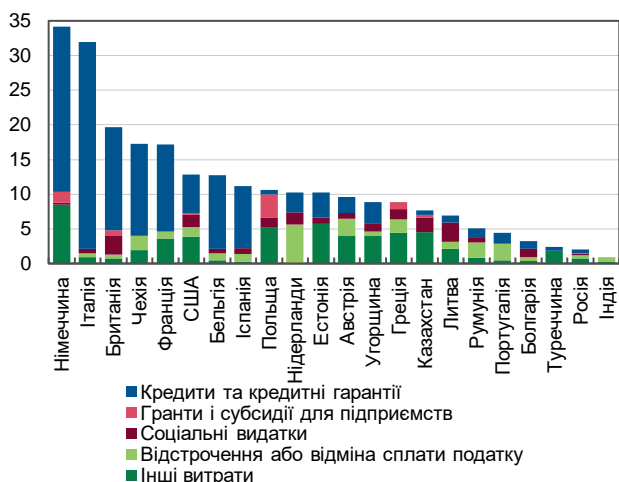
Індикатор ділової впевненості у світі в квітні сягнув найнижчого рівня з кінця 2008 року, що свідчить про глибоке падіння обсягів нових замовлень та внаслідок цього – світової торгівлі. Таке зниження зачепило всі складові ланцюгів постачання від виробника до споживача, й позначилося на скороченні інвестицій та чисельності працівників.

Динаміка Global Services PMI на кінець I кварталу свідчила, що темпи зниження світового попиту і зайнятості були найстрімкішими за останні більш, ніж десять років. Водночас уряди та центральні банки як розвинутих країн, так і EM оголосили про підтримку національних економік. Однак, на відміну від кризи 2007–2009 років, вплив монетарних інструментів доволі обмежений на тлі давно чинних низьких процентних ставок. Тому країни змістили акцент на фінансові заходи підтримки внутрішнього попиту й економічної активності загалом. Найглибше зниження світової економіки очікується в II кварталі 2020 року. У міру відміни карантинних обмежень світова економіка швидко відновлюватиметься, але не досягне відразу докризового рівня.

Відповідно до наявних індикаторів обсяги виробництва та зайнятість у США скорочувалися найбільшими темпами з серпня 2009 року на тлі часткового закриття підприємств. За таких умов інфляція знижувалася, а окремі компанії, намагаючись утримати клієнтів, навіть знижували ціни нижче собівартості. Ураховуючи, що темпи поширення епідемії в США були одними з найбільших у світі, похвалення економіки очікується наприкінці 2020 – на початку 2021 років. Значні фінансові стимули на тлі м'якої монетарної політики ФРС пом'якшать наслідки шоку.

Темпи зростання економіки Єврозони після незначного відновлення наприкінці 2019 року суттєво сповільнилися

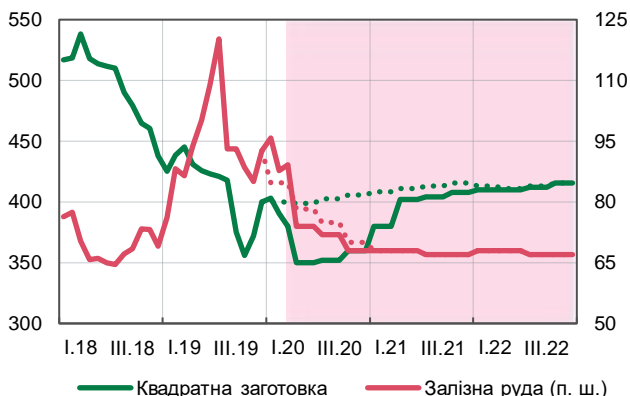
Графік 1.4. Фіскальні стимули за категоріями, % до ВВП за 2019 рік



* У разі, якщо неможливо розподілити за категоріями пакет фіскального стимулювання, він зазначається в категорії "Інші витрати".

Джерело: МВФ, офіційні сторінки урядів держав, розрахунки НБУ.

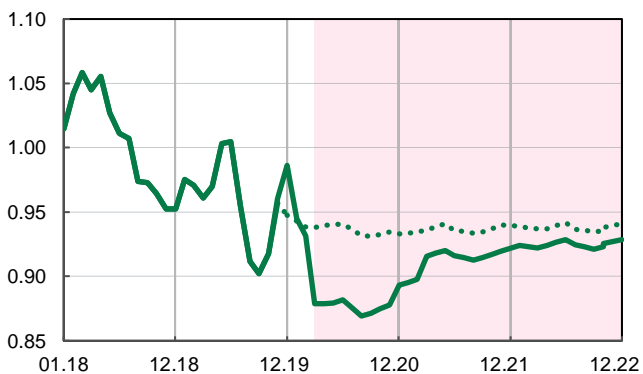
Графік 1.5. Світові ціни на чорні метали та залізну руду*, дол./т, середні за квартал



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

Джерело: Refinitiv Datastream, прогноз НБУ.

Графік 1.6. Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСPI), 12.2004=1



Джерело: розрахунки НБУ.

через обмежувальні заходи, зниження зовнішньої торгівлі (насамперед із Китаєм – одного з найбільших ОТП) та уповільнення споживчого попиту. Через вплив останнього та низьких цін на енергоносії інфляція залишалася набагато нижчою від цілі. Очікується, що відновлення економіки країн Євросони буде тривалішим порівняно з іншими розвинутими країнами, урахувавши її внутрішні дисбаланси, зокрема боргові проблеми окремих країн. Підтримку надаватимуть м'які фінансові умови, фіскальна політика та швидше відновлення економіки Китаю.

ВВП країн ЕМ, які є ОТП України, через їх високу залежність від зовнішнього попиту та світових фінансових ринків різко знизиться в поточному році, за винятком Китаю. Останній, урахувавши проходження піку пандемії в лютому, завдяки значній державній підтримці вже починаючи з березня поволі відновлювався (про що свідчать [випереджаючі індикатори](#)). У свою чергу, економічна слабкість Євросони тиснутиме в бік зниження економічної активності країн ЦСЄ та Туреччини. Причому якщо країни ЦСЄ матимуть певну підтримку завдяки торговельним зв'язкам із Китаєм, то падіння в Туреччині буде істотно глибшим через додатковий негативний вплив ще одного зі своїх найбільших торговельних партнерів – США. Зростання економік ЕМ, як і розвинених країн, поступово прискорюватиметься завдяки м'яким фінансовим умовам та фіскальним стимулам.

Звуження попиту тиснутиме на зниження світових цін на більшість товарів. Надалі відновлення світової економіки підтримає ціни³

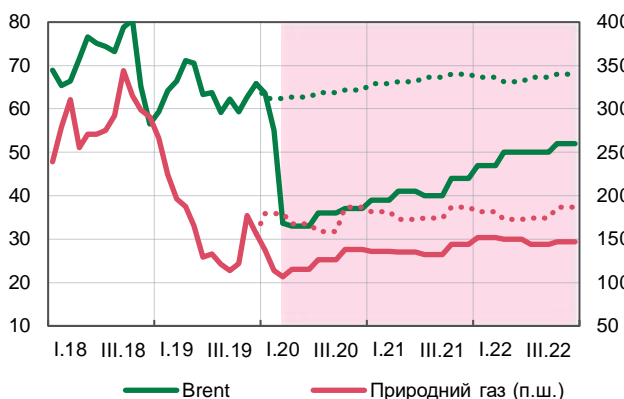
Погіршення епідеміологічної ситуації у світі з початку 2020 року змусило країни вводити обмежувальні заходи, що істотно зменшило попит на світових товарних ринках. Як наслідок, ціни на більшість товарів знижувалися. Додатковим фактором було стрімке падіння цін на нафту. Водночас глибина падіння цін на сировинні товари стримувалася рівнем собівартості виробництва, наближення до якого спонукає до обмеження пропозиції.

Відповідно до Global Sector PMI вже в лютому найглибше падіння виробництва у світі спостерігалось в металургії, автомобілебудуванні та гірничодобувній промисловості. У результаті ціни на сталь з початку року знизилися в середньому від 10 до 15% залежно від виду продукції. У березні-квітні відновлення попиту з боку окремих країн Азії, насамперед Китаю, стримувало їх ще глибше падіння. Додатковим фактором стало звуження пропозиції залізної руди через складні погодні умови в Бразилії та Австралії. Завдяки активізації глобальної економіки з 2021 року ціни на сталь поволі зростатимуть.

Світові ціни на пшеницю та кукурудзу через високі врожаї були на порівняно низькому рівні. Лише логістичні проблеми через карантинні заходи та обмеження експорту низкою країн призвели до збільшення ажіотажного попиту та, відповідно, до зростання цін наприкінці березня – початку квітня. Очікується, що додаткова пропозиція з боку країн Латинської Америки на

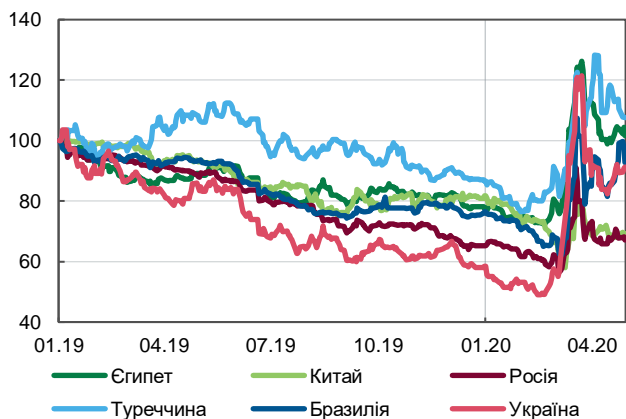
³ Якщо не позначено інше – пунктирна лінія на графіках означає попередній прогноз.

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



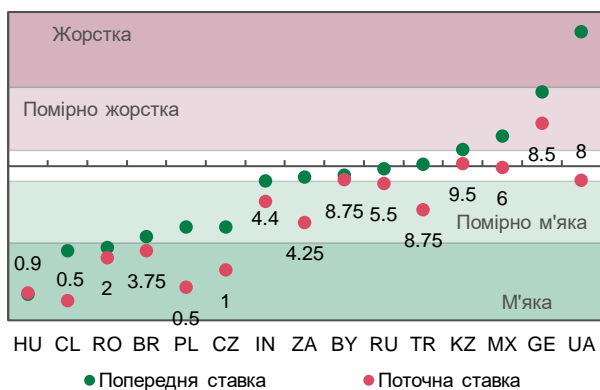
Джерело: Refinitiv Datastream, прогноз НБУ.

Графік 1.8. J.P.Morgan EMBI+, 01.01.2019=100



Джерело: Bloomberg, станом на 29.04.2020.

Графік 1.9. Ключові процентні ставки центральних банків окремих країн EM, %



* Станом на 29.04.2020, зміна з початку 2020 року. Розрахунки НБУ базуються на дослідженнях відповідних ЦБ та науковців щодо рівня нейтральної ставки
Джерело: Офіційні сторінки центральних банків, розрахунки НБУ.

тлі зменшення виробництва біоетанолу в США та Бразилії тиснутимуть на ціни в бік зниження. У наступні роки пошвидшення світового попиту на тлі стриманої пропозиції призведе до поступового зростання цін.

У цілому у 2020 році через звуження зовнішнього попиту падіння світових цін на товари, що переважають в українському експорті, поглибитиметься порівняно з попереднім роком. У наступні два роки світові ціни поволі скоригуються завдяки активізації світової торгівлі.

Світові ціни на нафту та природний газ з початку року стрімко знизилися через суттєве звуження попиту та значні накопичені запаси. Додатковим фактором було посилення протистояння між Саудівською Аравією та Росією, що призвело до зниження котирувань нижче собівартості. Підписання нової угоди ОПЕК+ щодо скорочення обсягів видобутку вселило оптимізм, однак її дія буде слабкою, оскільки пропозиція очікувано скоротиться лише на близько 10% від обсягів, а зниження попиту наразі оцінюється від 15% до 30%. Суттєві накопичені запаси, через які наприкінці квітня ф'ючерси на нафту обвалилися до історичного мінімуму, додатково тиснутимуть на ринок. Як наслідок, світові ціни на нафту та природний газ залишатимуться низькими.

Ситуація на світових фінансових ринках для країн EM поліпшиться після завершення активної фази кризи

Оптимізм початку року, який з'явився після підписання торговельної угоди між США та Китаєм, був повністю нівельований поширенням коронавірусу у світі. Волатильність на світових фінансових ринках зростала, апетит іноземних інвесторів до ризикових активів знижувався. Відплив капіталу з EM з початку 2020 року досяг сукупних обсягів припливу капіталу за весь 2019 рік (станом на 23 березня за даними IIF), а падіння фондових індексів у середньому становило близько 30% на відповідну дату. Лише оголошення про плани фіскальної підтримки на тлі даних щодо сповільнення темпів поширення пандемії підтримало ринки з кінця березня.

В умовах швидкої реалізації ризиків для економічного зростання провідні центральні банки вдалися до пом'якшення монетарної політики. Однак, урахувавши відсутність простору для зниження ключових ставок, їх основним інструментом стало розширення програм кількісного пом'якшення. Так 23 березня ФРС фактично зняла обмеження на обсяги викупу цінних паперів. ЄЦБ запровадив додаткову "пандемічну" програму кількісного пом'якшення, в якій було послаблено встановлені обмеження щодо викупу паперів одного емітента.

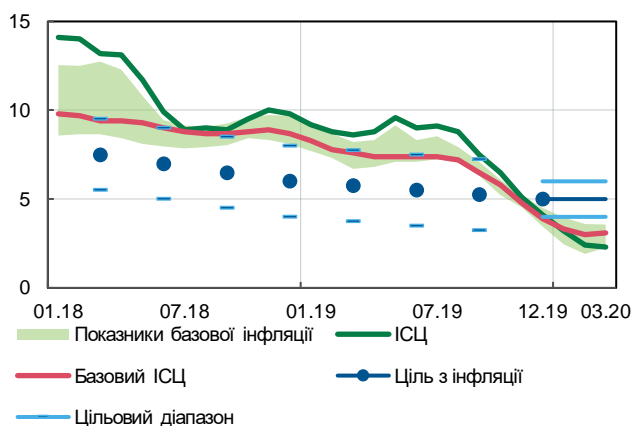
Попри девальвацію національних валют, більшість центральних банків країн EM знизили ключові ставки для підтримання економічного зростання, а також розпочали викуп цінних паперів на вторинному ринку для забезпечення ліквідності. Ураховуючи нерівномірний вплив обмежувальних заходів на економічну активність, внутрішні дисбаланси окремих країн та їх вразливість до зовнішніх шоків, інтерес інвесторів до ризикових активів є стриманим. Однак, відновлення економік EM на тлі доволі низьких світових процентних ставок привертатиме увагу інвесторів до цієї групи країн.

Частина 2. Економіка України: поточні тенденції

2.1. Інфляційний розвиток

- У I кварталі 2020 року споживча інфляція очікувано перебувала нижче цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п., однак сповільнилася суттєвіше (до 2.3% р/р у березні) порівняно з прогнозом, опублікованим в Інфляційному звіті за січень 2020 року.
- Уповільнення інфляції зумовлене нижчими цінами на енергоносії, більшою пропозицією сирих продуктів харчування та подальшим відображенням у цінах ефектів торішнього зміцнення гривні. Ці чинники переважили тиск з боку значних темпів зростання споживчого попиту, у тому числі через ажіотаж у березні, спровокований запровадженням карантину.

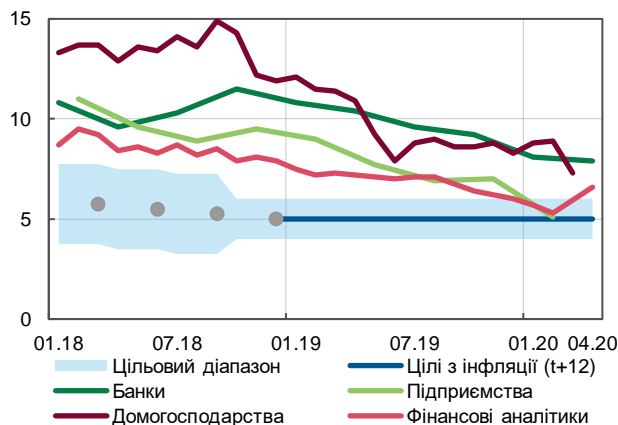
Графік 2.1.1. Основний інфляційний тренд*, % р/р



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

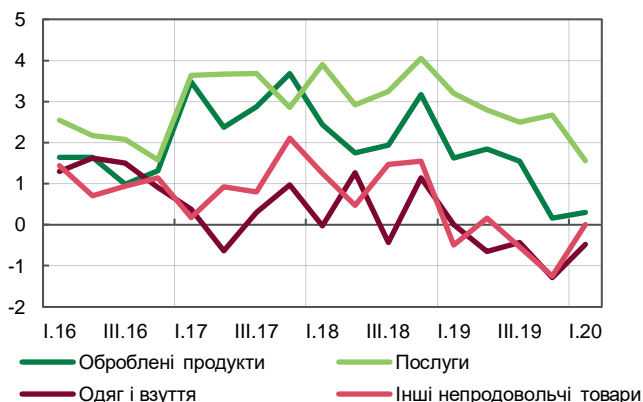
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.1.2. Інфляційні очікування та цілі з інфляції на наступні 12 місяців, %



Джерело: НБУ, GfK Ukraine, Info Sapiens.

Графік 2.1.3. Основні компоненти БІСЦ с/с, % кв/кв



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Споживча інфляція очікувано перебувала нижче цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п.

Протягом I кварталу 2020 року тривало сповільнення споживчої інфляції (до 2.3% р/р у березні). Ще в січні, як і очікував НБУ, вона вийшла за нижню межу цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п та залишалася там упродовж кварталу. Водночас сповільнення було дещо суттєвішим порівняно з прогнозом, опублікованим у Інфляційному звіті за січень 2020 року.

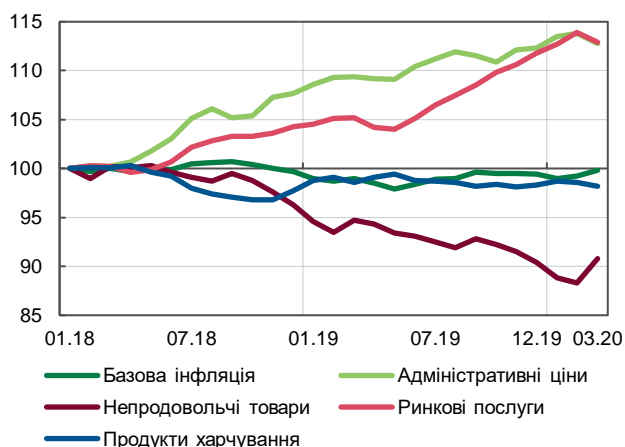
Фундаментальний інфляційний тиск також послабився – базова інфляція сповільнилася до 3.1% р/р, що відповідало очікуванням НБУ. Ефекти від торішнього зміцнення гривні (детальніше у вставці "Ефект перенесення обмінного курсу на споживчі ціни в Україні: Оновлені оцінки" на стор. 14) й надалі позначалися, насамперед, на тих товарах, що представлені імпортом або мають високу частку імпорту в собівартості. Крім того, попри девальваційний тиск, передусім наприкінці кварталу, середній обмінний курс гривні до долара в березні 2020 року все ще був міцнішим, ніж рік тому (на 1.7%). Як наслідок, збереглося падіння цін на одяг та взуття, електроніку, побутову техніку, а також на окремі харчові продукти (наприклад, рис та оливкову олію). Загалом ціни на непродовольчі товари були нижчими, ніж рік тому (на 1.9% р/р), хоча темпи падіння незначно скоротилися порівняно з груднем 2019 року (з 2.2% р/р).

Послабленню фундаментального інфляційного тиску сприяло також поліпшення інфляційних очікувань більшості груп респондентів. Так, інфляційні очікування фінансових аналітиків та підприємств впритул наблизилися до цілі з інфляції НБУ. У березні-квітні інфляційні очікування змінювалися різноспрямовано. Через дещо більшу інерційність порівняно з іншими групами респондентів очікування домогосподарств поліпшилися у відповідь на низькі показники інфляції. Натомість очікування банків та фінансових аналітиків погіршилися, відреагувавши на турбулентність на валютному ринку та погіршення економічних настроїв на тлі запровадження карантинних обмежень.

Запровадження карантинних обмежень із високою ймовірністю позначилося на окремих цінах вже в березні, однак їх вплив був різноспрямованим

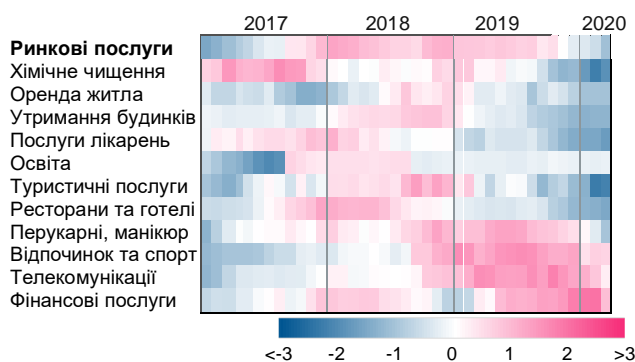
Послаблення споживчого попиту на тлі транспортних обмежень, соціального дистанціювання та погіршення

Графік 2.1.4. Компоненти інфляції, дефльовані на ІСЦ, 01.2018 = 100



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.5. Теплова карта нормалізованих річних змін цін на послуги*, %



* Холодний блакитний колір означає, що ціни на відповідний вид послуг зростали нижчими темпами порівняно з нормалізованим середнім, теплий червоний – вищими. Дані нормалізовані вираженням середньої зміни та діленням на стандартне відхилення, без урахування 2015 року. Детальніше stlouisfed.org.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.6. Ціни на сири продукти, продукти з високим ступенем оброблення, у харчовій промисловості та с/г, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

очікувань щодо майбутніх доходів у зв'язку із запровадженням карантину та введення обмежень на окремі види діяльності в другій половині березня зумовило зниження темпів зростання вартості більшості послуг. Насамперед це позначилося на послугах закладів відпочинку, спорту, особистого догляду та туристичних послуг, які зіткнулися зі зменшенням попиту та/або практично повністю призупинили діяльність.

З іншого боку, через загрозу, а далі – фактичне поширення COVID-19 та девальваційний тиск прискорилося зростання вартості послуг у сфері страхування здоров'я та цін на фармацевтичні товари. На тлі погіршення епідеміологічної ситуації збільшився попит, а за ним – і ціни на товари для підтримання чистоти, мило, туалетний папір та продукти харчування для зміцнення імунітету – часник та лимони. Запровадження карантину з середини березня спровокувало ажіотажний попит на окремі продукти харчування – крупи, зокрема гречану, овочі порівняно довготривалого зберігання (зокрема, картоплю) тощо. Зростання цін на останні могло також відобразити зменшення пропозиції у великих містах через транспортні обмеження та заборону роботи оптових ринків. Водночас вплив ажіотажного попиту вже з початку квітня послабився (детальніше у Вставці 1 "Динаміка цін на тлі запровадження карантину" на стор. 13).

Переважну частину I кварталу 2020 року тривало послаблення тиску на ціни з боку факторів пропозиції

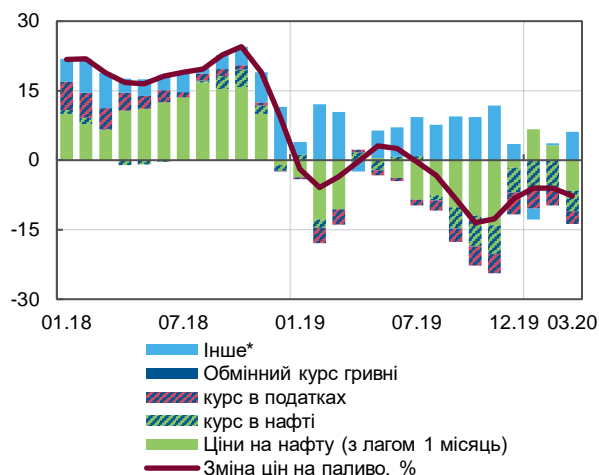
Ціни на сири продукти харчування знизилися (на 1.0% р/р у березні порівняно зі зростанням на 3.9% р/р у грудні). Це було зумовлено вищою пропозицією цих товарів завдяки значним урожаям с/г культур минулого року, теплими погодними умовами та збільшенням імпорту. Так, попри ажіотажний попит та проблеми з логістикою у березні, падіння цін на овочі поглибилося (до 14.9% р/р). Крім зазначених чинників, вагомим був і внесок високої бази порівняння. Зокрема, минулого року спостерігався дефіцит більшості овочів борщового набору, що призвело до стрімкого зростання цін. У результаті ціни на них у березні 2020 року були навіть нижчими, ніж торік (на 22.5% р/р). Знижувалися й ціни на тепличні овочі завдяки економії на енергоресурсах на тлі теплої погоди.

Збільшення імпортової пропозиції зумовило сповільнення зростання цін на молочні продукти. Завдяки високому врожаю зернових ціни на продукцію рослинництва, що реалізується підприємствами, все ще були нижчими за торішні (на 3.2% р/р у березні), а подорожчання хліба та борошняних виробів уповільнилося. Унаслідок зниження вартості кормів та експортних обмежень (заборони на ввезення до ЄС та деяких інших країн окремої продукції птахівництва через пташиний грип) збереглося падіння цін реалізації продукції тваринництві (на 3.6% р/р). Зокрема поглибилося падіння цін на яйця та курятину.

Відносно тепла погода також сприяла зниженню інфляційного тиску

Через вищу температуру в Європі та значну пропозицію тривало падіння світових цін на природний газ.

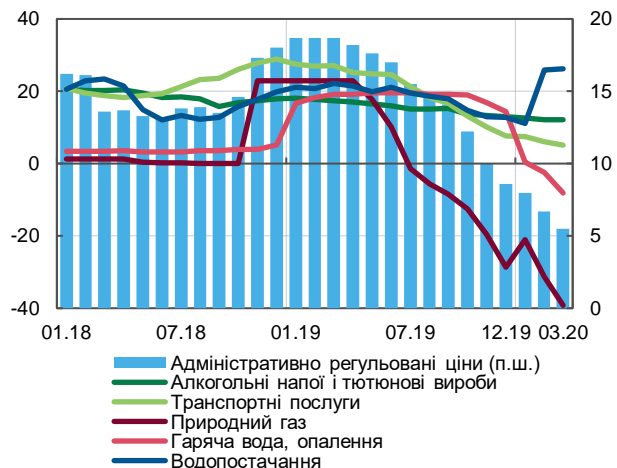
Графік 2.1.7. Вплив чинників на річну зміну ціни на паливо, в.п.



* Включає торговельну націнку, логістичні та адміністративні витрати.

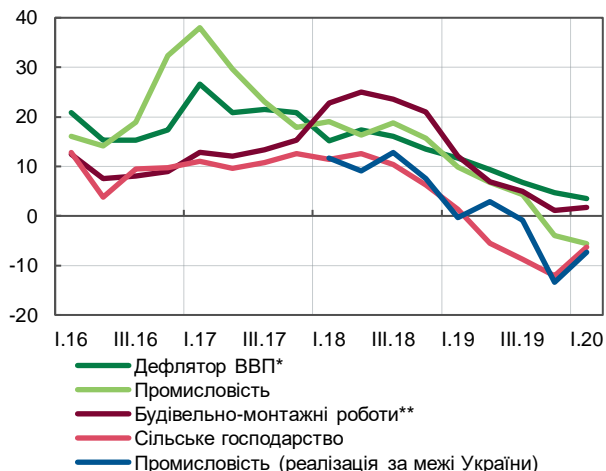
Джерело: оцінки та розрахунки НБУ, ДССУ, Nefteynok, minfin.com.ua, Refinitiv Datastream.

Графік 2.1.8. Компоненти адміністративно регульованих цін, % р/р



Джерело: ДССУ.

Графік 2.1.9. Інші виміри інфляції, у середньому за квартал, % р/р



* Дані за I квартал 2020 року – за оцінками НБУ.

** Дані за I квартал 2020 року – у середньому за січень-лютий 2020 року.

Джерело: ДССУ.

Знижувалися ціни й у вітчизняному добуванні сирої нафти та природного газу. У результаті поглибилося падіння вартості природного газу для населення і для промисловості (відповідно до 39.2% р/р та 43–46% р/р у березні). Через зміну ціни природного газу знизилися тарифи на опалення та гарячу воду (на 8.1% р/р).

Падіння світових цін на нафту залишалося основним чинником здешевлення палива. Через зниження цін на вуглеводні (як вітчизняні, так і імпортовані) також поглибилося падіння цін у виробництві коксу і нафтопродуктів, а ціни в хімічній промисловості були нижчими, ніж торік.

Збільшення виробничих витрат стримувало сповільнення інфляції

Незважаючи на сповільнення, темпи зростання вартості послуг залишалися високими, у тому числі через зростання виробничих витрат. За результатами опитувань щодо ділових очікувань у I кварталі 2020 року вартість трудових ресурсів, витрати на сировину, матеріали та енергоресурси залишалися найбільш вагомими чинниками зростання цін. Високими темпами зростали вартість телекомунікаційних послуг та тарифи на послуги пошти і зв'язку для підприємств (до 16.3% р/р у I кварталі).

Зростання цін на електроенергію для промисловості разом із підвищенням інших виробничих витрат, зокрема на оплату праці та витратні матеріали, були основними чинниками прискорення зростання вартості холодного водопостачання та водовідведення. Так, стрімко зростали ціни на ринку "на добу наперед" та внутрішньодобовому ринку у березні 2020 року (на 12.2% відносно грудня 2019 року). Це відбулося внаслідок стрімкого збільшення виробництва електроенергії з ВДЕ⁴. Однак, завдяки конкуренції та профіциту потужностей ціни залишалися нижчими на 15.5% порівняно з липнем 2019 року, коли було введено новий ринок електроенергії. Тарифи на електроенергію для населення залишалися незмінними.

НБУ очікує незначне сповільнення зростання дефлятора ВВП у I кварталі 2020 року

Уповільнення дефлятора зумовлять слабкий інфляційний тиск на споживчому ринку та в більшості секторів економіки. Зокрема, відображаючи світові тенденції цін на енергоресурси, у тому числі через зниження собівартості продукції, поглибилося падіння промислових цін (до 5.6% р/р у середньому за I квартал 2020 року). Натомість стримувало сповільнення дефлятора скорочення темпів падіння цін на промислові товари, які реалізуються за межі України (насамперед на продукцію ГМК), та сільськогосподарську продукцію, а також незначне прискорення зростання вартості будівництва.

⁴ Частка ВДЕ у I кварталі 2020 року становила 4.3%, у цей самий період 2019 року – лише 1.6%.

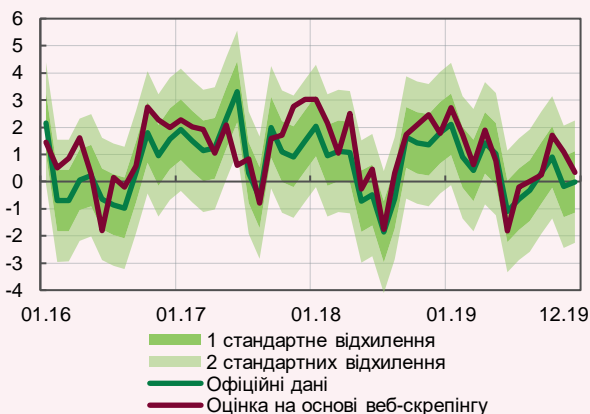
Вставка 1. Динаміка цін на тлі запровадження карантину

Запровадження обмежень для запобігання поширенню коронавірусу призвело до значного коливання цін на товари та послуги. Оперативний аналіз цінової ситуації за допомогою методу збору даних веб-скрепінг свідчить, що ціни на деякі продукти харчування та окремі товари особистого догляду дійсно доволі різко зросли на тлі ажіотажного попиту в другій половині березня. Однак вже з квітня темпи зростання цін послабилися, а на окремі товари навіть знизилися.

Для аналізу високочастотної динаміки цін було використано дані щодо цін на товари та послуги з онлайн-супермаркетів, аптек, служб доставки та інших мережевих сервісів. У вибірку потрапили лише ті товари та послуги, що входять до споживчого набору ІСЦ.

Довідково: НБУ здійснює онлайн-моніторинг цін на товари широкого вжитку з кінця 2015 року, а на окремі послуги – з кінця 2019 року. Звичайно, такий метод має певні недоліки (детальніше у вставці "Оцінка інфляції на основі онлайн-індексів цін" в Інфляційному звіті за жовтень 2018 року на стор.17-18), унаслідок яких динаміка цін може дещо відрізнятися від офіційних результатів, які публікує ДССУ. Але кількарічний досвід використання цього методу збору даних для випереджаючої оцінки інфляції свідчить, що в цілому онлайн-інфляція тісно корелює з офіційними даними. Розбіжності ж за окремими товарами-представниками можуть зумовлюватися відмінностями в асортименті товарів, днями, в які збираються дані, різним географічним охопленням тощо. Також ціни в Інтернеті можуть швидше пристосовуватися до нових економічних умов, оскільки вартість заміни цінника надзвичайно низька.

Графік 1. Зміна цін на продукти харчування, %/м

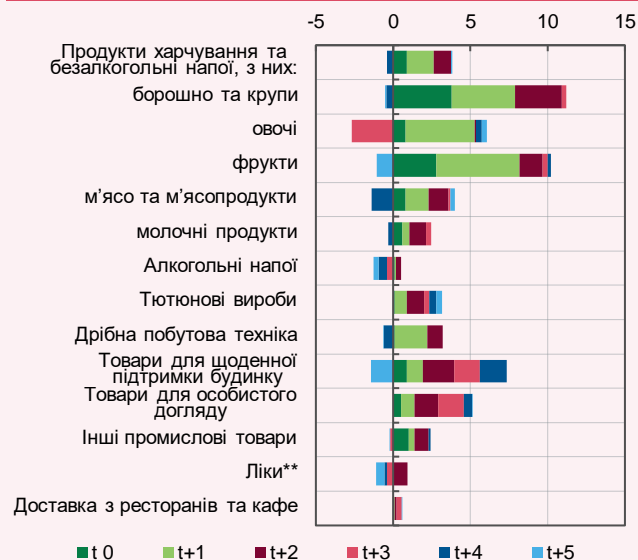


Джерело: онлайн-супермаркети, ДССУ, розрахунки НБУ.

Найбільше ефект від запровадження карантину був відчутний у перші тижні його дії. У цей час під впливом ажіотажного попиту зростали ціни на товари першої необхідності, до яких українці віднесли гречану крупу та, як і споживачі інших країн, туалетний папір. Також стрімко дорожчали товари з антисептичними властивостями: лимони, часник та цибуля. Вищими темпами також зростали ціни й на овочі порівняно тривалого зберігання: картоплю, моркву тощо. Важливими причинами такого зростання були не лише підвищений споживчий попит, а й проблеми з логістикою на тлі транспортних обмежень. Натомість ціни на тепличні огірки та помідори знижувалися навіть швидше, ніж торік, через розширення їх пропозиції завдяки теплій погоді.

Послаблення гривні в березні також вплинуло на зростання цін. Як наслідок, дорожчали товари, що представлені переважно імпортованою продукцією або мають високу частку імпорту в собівартості. Зокрема, швидко відреагували на девальвацію гривні ціни на дрібну побутову техніку та фармацевтичні товари. Підтримував зростання цін й ажіотажний попит через побоювання дефіциту цих товарів або подальшого їх здорожчання.

Графік 2. Потижнева динаміка (до попереднього тижня) цін на окремі товари з початку запровадження карантину, %*



* Тиждень t 0 – період з 13 до 19 березня, t+1 – з 20 до 26 березня, t+2 – з 27 березня до 02 квітня, t+3 – з 03 до 09 квітня, t+4 – з 10 до 16 квітня, t+5 – з 17 до 23 квітня. ** Дані доступні лише з 26 березня. Джерело: онлайн-супермаркети, сервіси доставки, розрахунки НБУ.

Однак уже в перші тижні квітня темпи зростання цін на більшість розглянутих товарів послабилися. Повільніше зростали ціни на гречану крупу, а овочі борщового набору та ліки навіть подешевшали. Цьому сприяло як послаблення споживчого попиту, так і зміцнення курсу гривні, що спостерігалось з кінця березня.

Ціни на послуги продемонстрували змішану динаміку. Вартість хімічного чищення практично не змінилася: імовірно, вплив девальвації не встиг відобразитися на вартості імпортних складових у цих послугах (зокрема, засоби чищення). До кінця березня вартість доставки з ресторанів також була практично незмінною. Проте після продовження карантину та розширення попиту на ці послуги їх вартість почала зростати.

Запровадження карантину в цілому мало проінфляційний вплив. Однак завдяки послабленню ажіотажного попиту та сприятливішій ситуації на валютному ринку зростання цін уповільнилося. У результаті, за попередніми оцінками НБУ, інфляція у квітні також залишатиметься низькою – менше 3% р/р.

Вставка 2. Ефект перенесення обмінного курсу на споживчі ціни в Україні. Оновлені оцінки

З 2014 року НБУ здійснює політику плаваючого обмінного курсу, яка передбачає, що обмінний курс може як послаблюватися, так і посилюватися залежно від фундаментальних умов. Розуміння механізму впливу змін обмінного курсу на споживчі ціни є передумовою здійснення ефективної політики таргетування інфляції в малій відкритій економіці, а прийняття результативних рішень з монетарної політики потребує постійної переоцінки ефекту перенесення на основі оновлених даних. Оновленим оцінкам присвячена й ця вставка.

Досвід країн світу, а також наявні розрахунки по Україні (детальніше у вставці "Нелінійний ефект перенесення обмінного курсу на споживчу інфляцію" в [Інфляційному звіті за жовтень 2016 року](#) на стор.17) свідчать, що ефект перенесення (далі – ЕП) може мати асиметричну природу – вплив обмінного курсу на ціни може відрізнитися в періоди девальвації та ревальвації. Економічна література пояснює асиметричність ЕП через недосконалу конкуренцію. За високої конкуренції ревальвація має більший ефект, ніж девальвація. Фірми знижують свої націнки для збереження або ж нарощування частки ринку. Натомість за низької конкуренції більший вплив на ціни матиме девальвація. Фірми зберігають націнки у разі девальвації або ж збільшують їх у разі ревальвації без втрати попиту.

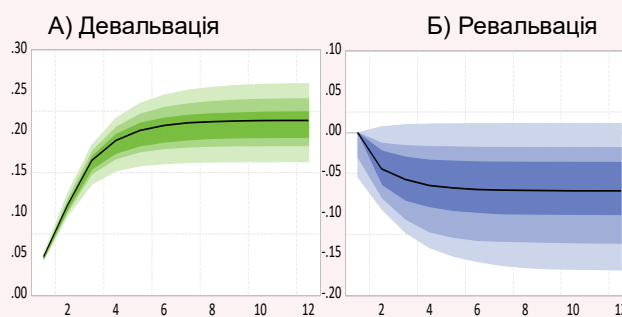
Поширеною проблемою традиційних методів оцінки залежності інфляції від обмінного курсу для країн, ринки яких розвиваються, є мала кількість спостережень та висока волатильність часових рядів. Як наслідок, оцінені коефіцієнти є нестабільними та чутливими до вибору пояснювальних змінних та довжини впливу обмінного курсу на інфляцію. Для прийняття результативних рішень з монетарної політики наявні оцінки ЕП актуалізуються зі збільшенням кількості даних та з розвитком методологічних підходів.

Оновлення оцінок здійснено за період із січня 2014 року до грудня 2019 року, що дає змогу врахувати досвід як послаблення гривні, так і її посилення. Для врахування недоліків стандартних підходів стратегія аналізу складається з двох етапів. На першому етапі оцінено близько тридцяти тисяч варіантів інфляційного рівняння з різними пояснювальними змінними⁵, а на другому етапі з них обрано близько тисячі варіантів, які мають найкращі характеристики та відповідають економічним закономірностям⁶. Окремо для кожного рівняння та періодів девальвації та ревальвації розраховано динамічний ЕП, який відображає вплив зміни обмінного курсу на інфляцію в часі.

На графіку 1 зображено відсоткову зміну рівня споживчих цін (акумуляровано) протягом 12 місяців унаслідок девальвації (панель А) та ревальвації (панель Б) курсу гривні до долара на один відсоток. Середнє значення відповідає медіані розподілу отриманих коефіцієнтів

перенесення після фільтрації, а зафарбовані зони на графіку відображають розкид значень 25%, 50% та 75% середини розподілу, що дає змогу зрозуміти наскільки оцінені значення ЕП залежать від вибору специфікації інфляційного рівняння.

Графік 1. Динамічний ефект перенесення обмінного курсу на споживчі ціни від девальвації та ревальвації.



Джерело: розрахунки НБУ.

Відповідно до результатів девальвація в один відсоток спричиняє зростання споживчих цін у середньому на 0.22%. Натомість унаслідок ревальвації в один відсоток ціни знижуються на 0.08%. Ефект майже повністю відчутний вже за 6 місяців. Інтервали отриманих оцінок для ревальвації є набагато ширшими порівняно з інтервалами для девальвації, що може бути причиною порівняно нетривалого досвіду посилення гривні, а отже, чутливості оцінок до специфікацій.

Серед інших результатів слід звернути увагу на кілька спостережень. У разі таких надмірних девальваційних процесів, як у період із лютого до квітня 2015 року, ефект перенесення зростає до 0.45-0.50%. Інфляційні очікування, які в Україні значно залежать від курсової динаміки, можуть бути одним із факторів асиметричності та нелінійності механізму перенесення. Наприклад, в умовах девальваційних очікувань фактична ревальвація гривні може не мати значного ефекту на зниження рівня цін.

Таким чином, задля забезпечення помірного впливу курсових коливань на цінову стабільність НБУ зберігає присутність на валютному ринку для згладжування надмірної волатильності.

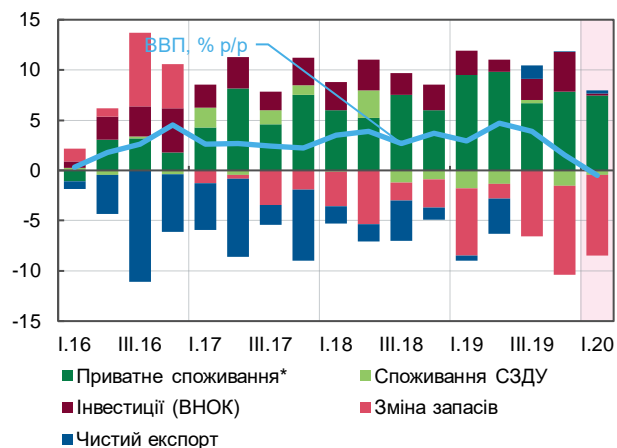
⁵ Зокрема, з різними чинниками попиту, показниками інфляційних очікувань, чинниками глобальних цінових шоків, а також з урахуванням різної довжини впливу інертності інфляції та обмінного курсу.

⁶ Наприклад, враховуються лише моделі з найкращими прогнозними властивостями. Натомість відхиляються моделі з коефіцієнтами, знаки яких не відповідають економічній логіці.

2.2. Попит і випуск

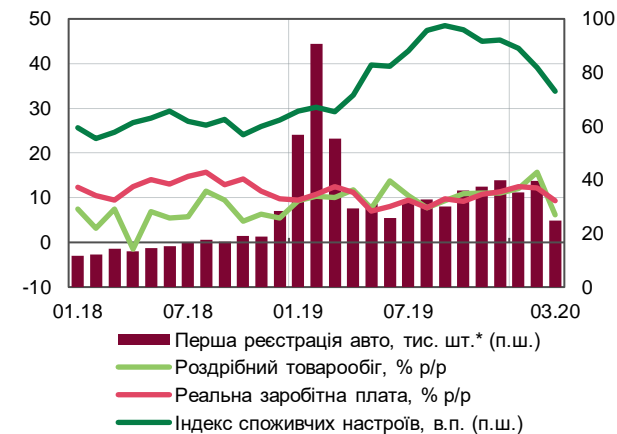
- Після стійкого зростання у 2019 році, реальний ВВП у I кварталі знизився з огляду на зниження інвестиційного та зовнішнього попиту, а також очікуваним скороченням обсягів транзиту газу. Падіння стримувалося подальшим зростанням споживання.
- Запровадження карантину з середини березня 2020 року із фактичною заборонаю окремих видів діяльності через поширення COVID-19 також позначилося на ВВП, однак переважно на секторах послуг (зокрема індустрії туризму та розваг), торгівлі та транспорті.

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



* Вкл. некомерційні організації, що обслуговують домогосподарства.
** Рожеве поле відповідає оцінкам НБУ.
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.2. Випереджаючі індикатори приватного споживання



* Розраховано як суму нових та вживаних авто.
Джерело: ДССУ, Укравтопром, оцінки НБУ.

Графік 2.2.3. Індекс споживчих настроїв населення (за компонентами), п.



Джерело: GfK Ukraine, Info Sapiens.

Падіння реального ВВП на початку 2020 року стримувалося подальшим зростанням споживання

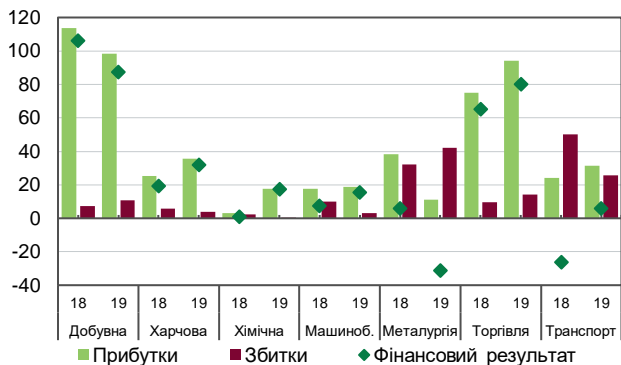
У I кварталі 2020 року, за оцінками НБУ, падіння реального ВВП становило 0.5% р/р. Крім послаблення імпульсу зростання наприкінці попереднього року (зростання реального ВВП уповільнилося до 1.5% р/р у IV кварталі 2019 року), причинами падіння стали послаблення інвестиційного і зовнішнього попиту та очікуване зниження обсягів транзиту газу українською територією. Натомість на початку року зростання підтримувалося високими темпами приватного споживання, яке, втім, також сповільнилося.

Так, сягнувши у 2019 році максимальних темпів за останні вісім років (11.9% р/р), зростання приватного споживання й у I кварталі 2020 року тривало високими темпами. Його підтримували сприятлива ситуація на ринку праці, зростання доходів та високі споживчі настрої домогосподарств. Останні, хоч і знизилися відносно високих значень другого півріччя 2019 року, все ще суттєво перевищували середній рівень за попередні шість років.

Однак запроваджені у березні карантинні обмеження через поширення COVID-19 внесли суттєві корективи в цю динаміку. Так, після стійкого збільшення у січні та лютому, у березні темпи зростання роздрібною торгівлі помітно скоротилися (до 6.1% р/р). Також суттєво сповільнилося зростання реальної зарплати (до 9.3% р/р), незважаючи на те, що наслідки карантинних обмежень ще не повною мірою позначилися на ринку праці (детальніше в розділі 2.3 “Ринок робочої сили та доходи домогосподарств” на стор. 18).

Причиною скорочення темпів приросту приватного споживання стало зменшення чи відсутність пропозицій деяких видів діяльності, на які найбільше вплинули карантинні обмеження. За оцінками НБУ, це передусім послуги тимчасового розміщення та харчування, культурно-масових та спортивних закладів, пасажирського транспорту тощо. Додатковим чинником стало звуження споживання товарів та послуг не першої необхідності із застережних мотивів на тлі збільшення невизначеності як економічної, так і епідеміологічної, та погіршення очікувань. Зокрема, у березні різко знизилися індекси доцільності великих покупок та очікуваних змін особистого матеріального становища.

Графік 2.2.4. Фінансові результати великих та середніх підприємств до оподаткування у 2018-2019 роках, млрд грн



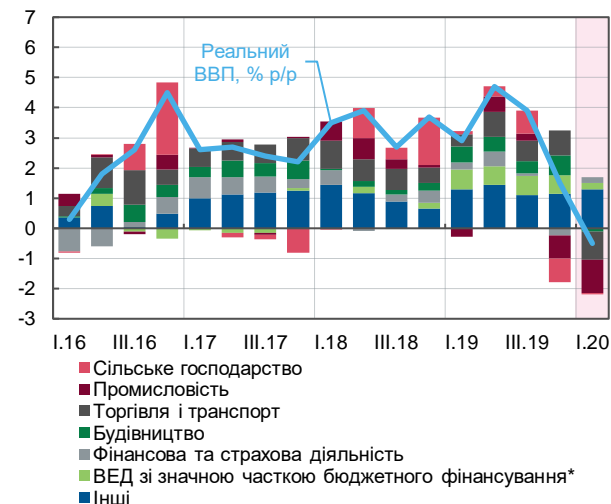
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.5. Очікування респондентів щодо змін інвестиційних витрат на виконання будівельних робіт на їх підприємствах у наступні 12 місяців



Джерело: НБУ.

Графік 2.2.6. Внески видів діяльності в річну зміну ВВП, в. п.



* Містить професійну, наукову і технічну діяльність; діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування; державне управління й оборону, обов'язкове соціальне страхування; освіту; охорону здоров'я та надання соціальної допомоги; мистецтво, спорт.
 ** Рожеве поле відповідає оцінкам НБУ.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

За оцінкою НБУ, незважаючи на пом'якшення фіскальної політики у I кварталі 2020 року, кінцеві споживчі витрати СЗДУ зберегли від'ємний внесок у зростання ВВП через порівняно стримане нарощення поточних видатків бюджету.

Інвестиційний попит також уповільнився, зокрема через невизначеність законодавчого поля

Після високих темпів зростання у 2019 році (14.2%) зростання ВНОК (далі – інвестицій), за оцінками НБУ, в I кварталі 2020 року також уповільнилося, незважаючи на поліпшення фінансових результатів⁷ за підсумками попереднього року та все ще достатньо високі ділові очікування підприємств⁸. Основними причинами цього стали зменшення обсягів інвестицій в об'єкти зеленої енергетики через невизначеність законодавчого поля у цьому виді діяльності; нижчі капітальні витрати підприємств, зокрема сільськогосподарських на тлі очікуваного відкриття ринку землі, про що свідчать результати щоквартальних опитувань НБУ. Свідченням пригальмування зростання в I кварталі інвестиційного попиту були й слабкі показники будівництва, незважаючи на збільшення капітальних витрат бюджету та ранній початок будівельних робіт на тлі сприятливих погодних умов. З кінця 2019 року слабкими залишалися й очікування підприємств переробної промисловості з огляду на зниження зовнішнього попиту та подальше погіршення зовнішньої цінової кон'юнктури.

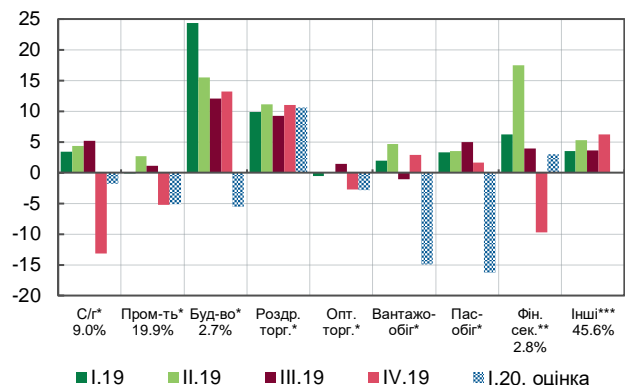
За оцінками НБУ, у I кварталі 2020 року внесок чистого експорту в зростання реального ВВП був близьким до нуля. Фізичні обсяги експорту практично не змінилися: попри підтримку з боку експорту агропромислової продукції (передусім зернових) та подальшого зростання ІТ послуг, нижчими були фізичні обсяги експорту металургійної продукції та транзиту газу українською територією. Фізичні обсяги імпорту знизилися за рахунок енергетичних товарів, легкових автомобілів, у тому числі з пробігом (на тлі високої бази порівняння внаслідок пільгового розмитнення легкових авто на початку минулого року), а також через вплив карантинних обмежень (детальніше в розділі 2.5 "Платіжний баланс" на стор. 27).

За видами діяльності слабкою залишалася промисловість, а показники транспорту, будівництва та більшості секторів послуг погіршилися

У I кварталі 2020 року найбільший внесок у падіння ВВП мала промисловість через звуження зовнішнього попиту, несприятливу зовнішню цінову кон'юнктуру, стиснення інвестиційного попиту та теплу погоду. Так, значним залишився спад у металургії, машинобудуванні, енергетиці та добувній промисловості. Утім, погіршення показників промисловості стримувалося зростанням

⁷ За підсумками 2019 року прибуток великих та середніх підприємств до оподаткування збільшився на 10.3% р/р, тоді як збитковість підприємств зменшилася на 15.3% р/р.
⁸ У I кварталі 2020 року ІДО становив 110.5%.

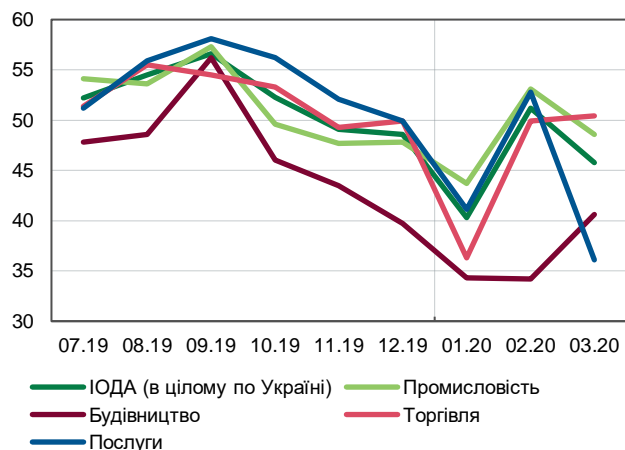
Графік 2.2.7. Випуск в окремих видах діяльності, % р/р у середньому за квартал (частка у ВВП у 2019 році, %)



* За січень–березень 2020 року.
 ** ВДВ фінансового сектору, I кв. 2020 року – оцінка НБУ.
 *** ВДВ інших ВЕД, I кв. 2020 року – оцінка НБУ.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.8. Динаміка індексу очікувань ділової активності (за результатами опитувань НБУ)*



* Значення 50 свідчить про те, що немає змін порівняно з попереднім місяцем; значення вище 50 свідчить про загальне поліпшення або зростання, порівняно з попереднім місяцем; значення нижче 50 – про загальне погіршення або скорочення, порівняно з попереднім місяцем.

Джерело: НБУ.

хімічної та фармацевтичної галузей, а також у виробництві харчових продуктів та тютюнових виробів.

Також у I кварталі 2020 року порівняно із 2019 роком різко погіршилися показники вантажообороту. Це значною мірою було очікуваним через суттєве зменшення обсягів транзиту газу українською територією. Додатковими чинниками стало зниження обсягів імпорту та послаблення експорту, однак їх вплив був помірним, про що свідчить також порівняно стримані темпи падіння оптового товарообороту (2.8% р/р).

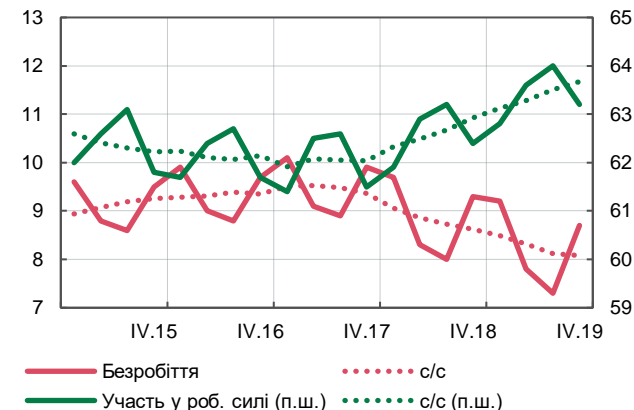
Відображаючи послаблення інвестиційної діяльності, знизилися обсяги будівельних робіт (у I кварталі 2020 року на 5.5% р/р). Через поглиблення спаду у тваринництві, передусім у вирощуванні ВРХ та послабленні показників птахівництва, продовжилося падіння у сільському господарстві (на 1.8% р/р).

Запровадження карантинних заходів в Україні із середини березня 2020 року мало помірно негативний вплив на діяльність промисловості, сільського господарства та будівництва. Натомість вплив обмежень на показники транспорту та більшість інших секторів послуг був суттєвим вже в березні. Зокрема, пасажирооборот знизився на 16.3% р/р у I кварталі 2020 року, тоді як за підсумками січня-лютого він залишався на рівні відповідного періоду попереднього року. Найбільших втрат, за оцінками НБУ, зазнала індустрія туризму, розваг, індивідуальних послуг через практично повну зупинку цих видів діяльності. Зменшилася кількість операцій з надання в оренду нерухомого майна. Водночас, на тлі погіршення епідеміологічної ситуації збільшився попит на послуги охорони здоров'я, доставки, телекомунікацій та зв'язку. На сектор фінансової та страхової діяльності карантинні обмеження практично не вплинули. За оцінками НБУ, ВДВ сектору зросла на тлі збільшення комісійних доходів банків. У цілому вплив карантинних заходів, запроваджених із середини березня, на зміну реального ВВП у I кварталі 2020 року оцінено на рівні -0.4 в. п.

2.3. Ринок робочої сили та доходи домогосподарств

- За оцінкою НБУ, запровадження карантину та обмеження видів діяльності мали помірний вплив на показники ринку робочої сили та доходів у I кварталі 2020 року. Однак очікується їх різке погіршення в II кварталі 2020 року.
- Розширення соціальних програм спрямоване на пом'якшення наслідків зниження доходів від оплати праці та ведення підприємницької діяльності.

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

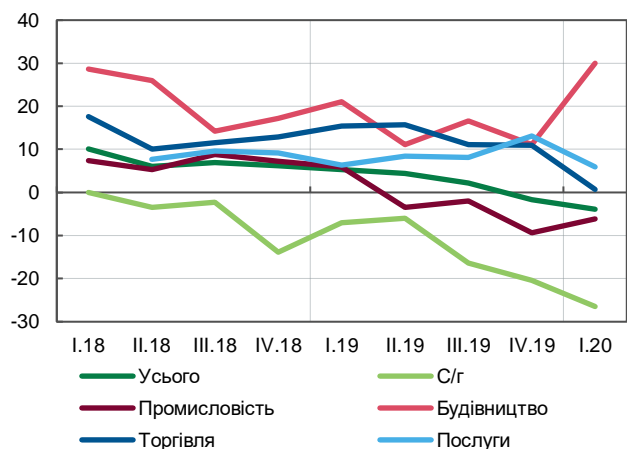


* У % до робочої сили віком 15–70 років.

** У % до всього населення віком 15–70 років.

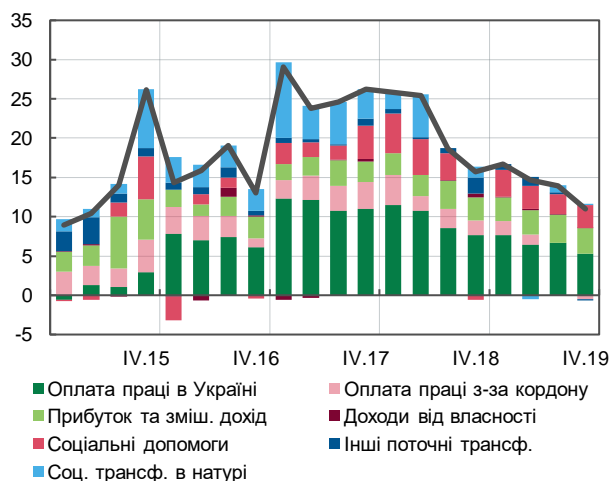
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.2. Очікування щодо зміни кількості зайнятих осіб у наступні 12 міс. за видами діяльності (баланс відповідей), в. п.



Джерело: НБУ.

Графік 2.3.3. Внески у річну зміну номінальних доходів населення, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Запровадження карантину мало помірний вплив на показники зайнятості у I кварталі 2020 року...

Наприкінці 2019 року та на початку 2020 року ситуація на ринку праці залишалася сприятливою. Незважаючи на уповільнення зростання ВВП, рівень безробіття в сезонно скоригованому вимірі не змінився порівняно з попереднім кварталом (8.1%). Значна кількість вакансій упродовж більшої частини I кварталу 2020 року вказувала на порівняно стійкий попит на робочу силу на початку року.

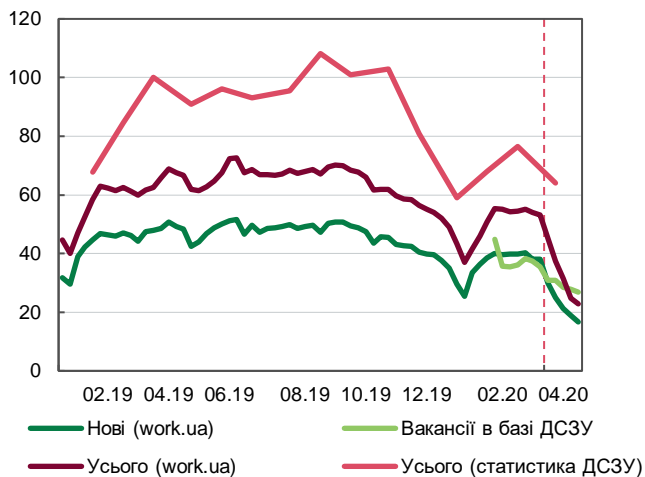
Пропозиція робочої сили й надалі зростала, про що свідчило підвищення рівня участі в робочій силі, хоча загальна чисельність населення віком 15–70 років й надалі зменшувалася внаслідок природного скорочення (на 0.6% у 2019 році). Як і раніше, найбільший внесок у зростання рівня участі в робочій силі мали особи передпенсійного віку (50–59 років). Цьому сприяло подальше відображення змін до пенсійного законодавства, ухвалених наприкінці 2017 року, згідно з якими посилено вимоги до страхового стажу.

З другої половини березня 2020 року в Україні запроваджено карантин з метою запобігання поширенню коронавірусу. Обмеження на роботу підприємств торгівлі, транспорту та сектору послуг, зростання невизначеності та погіршення економічних очікувань зумовили зниження попиту на робочу силу. Водночас згідно з експрес-опитуваннями НБУ підприємства переважно налаштовані на збереження персоналу, але коригують плани з набору нових працівників. Однак зі збільшенням тривалості карантину, очікування щодо зміни кількості персоналу почали погіршуватися, тож у II кварталі 2020 року очікується суттєве збільшення рівня безробіття (детальніше – у вставці 3 "Вплив карантину на ринок робочої сили" на стор. 20).

...та пригальмувало зростання номінальних та реальних доходів населення

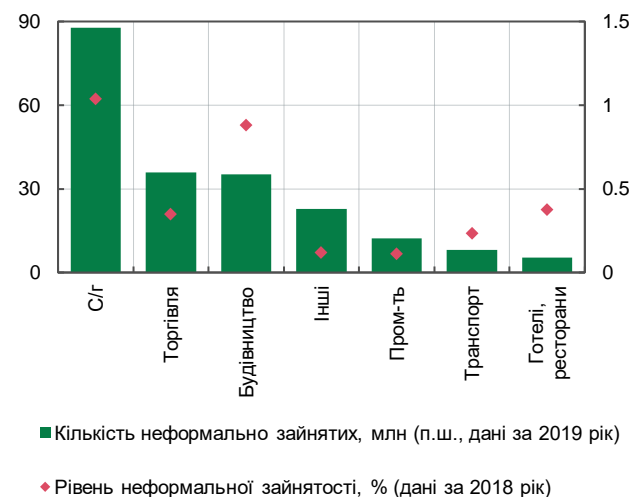
У січні–лютому 2020 року середня номінальна зарплата, зростання якої мало основний внесок у подальше підвищення номінальних доходів населення у 2019 році (на 14%), надалі зростала високими темпами (16% р/р). Утім, вже в березні темпи її зростання знизилися до 12% р/р, а в окремих видах діяльності, вплив карантинних обмежень на які позначився найбільше – у готельно-ресторанному бізнесі, авіаційному транспорті, – навіть знизилася. Додатково карантинні обмеження, швидше за все, позначилися на неформально зайнятих працівниках (у 2019 році рівень неформальної зайнятості становив 21%). Зокрема, про це свідчать [результати опитування Info Sapiens](#), проведеного наприкінці березня,

Графік 2.3.4. Кількість вакансій, тис.



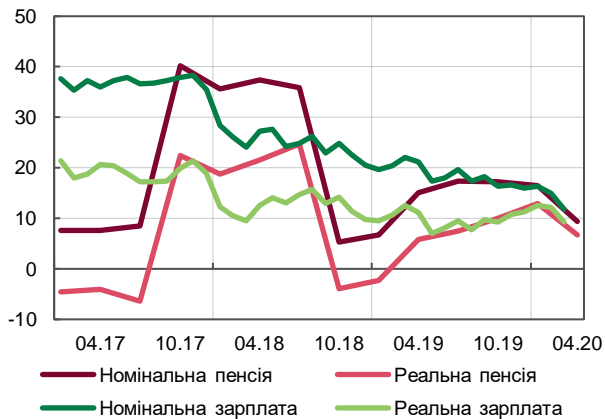
Джерело: ДСЗУ, work.ua.

Графік 2.3.5. Кількість та рівень неформальної зайнятості за видами діяльності



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.6. Заробітна плата штатних працівників та пенсія (на початок місяця), % р/р



Джерело: ДССУ, ПФУ, розрахунки НБУ.

за яким 44% респондентів не отримали повністю або частково заробітну плату за березень.

Зростання пенсій на початку I кварталу залишалося високим (17% р/р), хоча в березні сповільнилося через ефект бази порівняння (торік у березні було виплачено частину одноразових доплат до пенсій та проведено індексацію пенсій). Зростання реальних наявних доходів у I кварталі залишалося високим, у тому числі внаслідок подальшого сповільнення інфляції.

У II кварталі 2020 року менші доходи від оплати праці будуть частково компенсовані збільшенням соціальних допомог

У II кварталі 2020 року зростання оплати праці сповільниться як за рахунок повільнішого зростання середньої заробітної плати, так і за рахунок зниження кількості зайнятих (детальніше – у вставці 3 "Вплив карантину на ринок робочої сили" на стор. 20). Однак заплановане розширення програм соціального захисту дасть змогу пом'якшити негативні наслідки кризи. Так, на час карантину [спрощено](#) умови надання статусу безробітного, [налагоджено роботу](#) Державної служби зайнятості в дистанційному режимі. Також ухвалено [закон для забезпечення соціальних та економічних гарантій у зв'язку з поширенням коронавірусу](#). Він передбачає надання допомоги з часткового безробіття для працівників малих та середніх підприємств. Крім того, на період дії карантину і протягом місяця після його закінчення, [збільшено](#) мінімальний розмір допомоги по безробіттю, на яку, зокрема, можуть претендувати особи, які перед втратою роботи працювали неформально.

Додатково посилено і соціальний захист пенсіонерів: постановою КМУ [передбачено](#) підвищення пенсійних виплат пенсіонерам, старшим 80 років, проведення індексації пенсій з 01 травня та інші окремі підвищення. Це підтримає високі темпи зростання пенсій у II кварталі.

Разом вартість зазначених ініціатив, за оцінками НБУ, складає близько 8% від середніх за квартал наявних доходів населення у 2019 році. Отже, соціальна підтримка стане певним компенсатором втрачених доходів у II кварталі.

Крім того, на час карантину запроваджено [доплати](#) до заробітної плати медичним працівникам, які безпосередньо зайняті на роботах з ліквідації коронавірусу. Також, ймовірно, вплив кризи буде м'якшим на ті види діяльності, попит на які під час карантину збільшився, зокрема послуги доставки, телекомунікацій та зв'язку. Однак у цілому в II кварталі показники номінальних та реальних наявних доходів населення погіршаться.

Вставка 3. Вплив карантину на ринок робочої сили

Запровадження карантину внесло суттєві зміни на ринку робочої сили. За можливості компанії перейшли на дистанційний режим роботи та переважно були налаштовані на збереження кількості персоналу. Водночас із збільшенням тривалості карантину, підвищенням невизначеності та погіршенням економічних очікувань погіршувалися й очікування щодо зміни кількості працівників. Як наслідок, у II кварталі очікується помітне збільшення рівня безробіття.

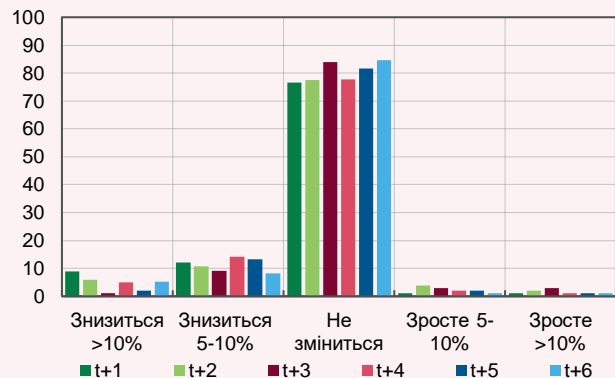
З 16 березня в Україні діють [карантинні заходи](#), які передбачають зокрема:

- заборону відвідування закладів освіти;
- обмеження руху громадського та міжміського транспорту, а також авіасполучення;
- заборону роботи закладів харчування (крім доставки), культури та розваг;
- заборону роботи закладів торгівлі, крім реалізації продуктів харчування, пального та роботи аптек.

Підприємства, згідно з опитуваннями НБУ та інформацією з відкритих джерел, повідомляли про різні стратегії роботи з персоналом: збереження працівників та оплати праці, скорочення кількості днів роботи на тиждень, переведення на дистанційний режим роботи, надання оплачуваних та неоплачуваних відпусток, звільнення частини персоналу.

Згідно з експрес-опитуваннями НБУ⁹ переважна більшість підприємств не очікувала змін у кількості працівників – частка таких відповідей становила близько 80%.

Графік 1. Очікування щодо зміни кількості зайнятих осіб у наступні 4 тижні, % відповідей*¹⁰



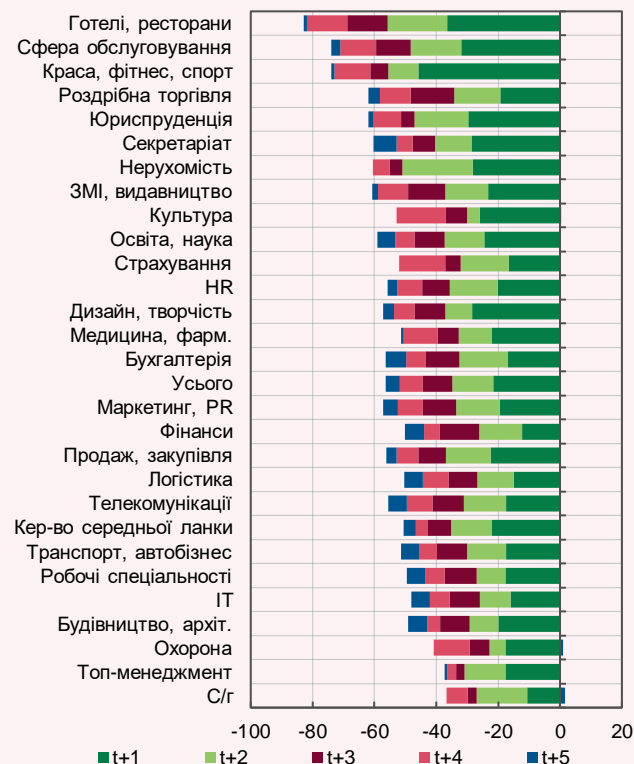
* t+1 (25.03), t+2 (01.04), t+3 (08.04) – порівняно з 4 тижнями до запровадження карантину, t+4 (15.04), t+5 (22.04), t+6 (29.04) – порівняно з попередніми 4 тижнями.

Джерело: НБУ.

Натомість кількість вакансій за період карантину різко знизилася, що може свідчити про коригування підприємствами насамперед планів щодо набору нових працівників. За даними work.ua кількість нових вакансій за перші п'ять тижнів карантину зменшилася удвічі. Більш того, наявні нові вакансії, за повідомленнями компаній з пошуку роботи, можуть відображати відкладений пошук кандидатів – на період після завершення карантину.

Найбільше кількість нових вакансій знизилася в секторах, що сильніше постраждали від запровадження карантину: у сфері послуг, роздрібній торгівлі. Однак на тлі загального погіршення економічної ситуації й зростання невизначеності попит на робочу силу знизився і в інших секторах. Найменше кількість вакансій знизилася зокрема у сфері ІТ, найбільш пристосованій до роботи в дистанційному режимі (частка дистанційно працюючих у цій сфері [зросла з 10% до 90%](#)), і в сільському господарстві через традиційне підвищення попиту на робочу силу в період посівної кампанії. Наприкінці березня падіння кількості вакансій за всіма видами діяльності зафіксували й дані ДСЗУ.

Графік 2. Потижнева динаміка вакансій work.ua за сферами, % порівняно з початком карантину



Джерело: work.ua, розрахунки НБУ.

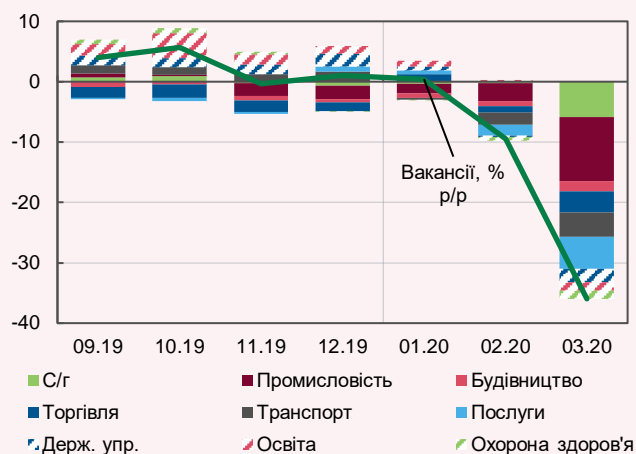
Активність пошукачів роботи на ринку праці також знизилася через запровадження карантинних заходів. Порівняно з початком карантину, кількість нових резюме за 6 тижнів зменшилася на 20%, однак це було меншим, ніж зниження кількості нових вакансій. У результаті збільшилося навантаження резюме на одну вакансію,

⁹ Для моніторингу економічної ситуації в умовах карантину НБУ розпочав щотижневе опитування керівників великих та середніх підприємств.

¹⁰ У цій вставці за початок карантину, базисний період t 0, узятю тиждень з 11 до 17 березня, t+1, t+2 і так далі відображають наступні тижні.

відображаючи значні ускладнення отримання пошукачами нової роботи.

Графік 3. Внески у річну зміну кількості вакансій ДСЗУ, в. п. (на кінець періоду)



Джерело: ДСЗУ, розрахунки НБУ.

Про зміни на ринку робочої сили свідчили й соціологічні опитування населення. [За опитуванням](#), проведеним 25–30 березня, серед українців, які мали роботу до введення карантину, 35% продовжували працювати у звичному режимі, 29% – дистанційно, 32% перебували у відпустці за власний рахунок, решта 4% – втратили роботу. Згідно з [іншим опитуванням](#), проведеним за аналогічний період, 10% тих, хто працював до карантину, втратили роботу.

За оцінкою НБУ, запровадження карантину, що припало на другу половину березня, не матиме значного впливу на рівень безробіття в I кварталі. Натомість у II кварталі рівень безробіття зросте до 11.5%, або 12.0% у с/с вимірі. Така оцінка ґрунтується на прогнозі НБУ щодо спаду

реального ВВП у II кварталі, а також результатах соціологічних опитувань про кількість осіб, які раніше працювали, але втратили роботу внаслідок запровадження карантинних заходів. Водночас оцінки скориговано на припущення про певне розширення штату на підприємствах, які зіткнулися з підвищеним попитом на свої товари та послуги, а також, що частина тих, хто втратив роботу чи був у її пошуках до запровадження карантину, відмовиться від намірів знайти роботу та вибуде з робочої сили. Це може відбутися через низку причин: складнощі технічного характеру для дистанційного проходження співбесіди, прагнення самоізолюватися тощо. На користь такого припущення свідчить падіння кількості нових резюме у перший тиждень запровадження карантинних обмежень та відсутність їх зростання у подальшому.

Графік 4. Кількість нових резюме та вакансій work.ua та навантаження на ринку робочої сили

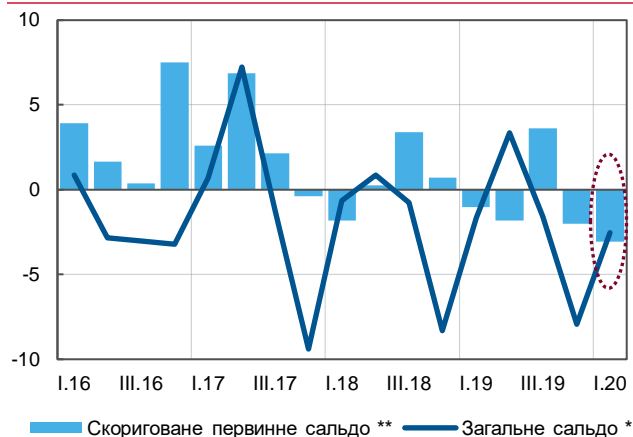


Джерело: work.ua, розрахунки НБУ.

2.4. Фіскальний сектор

- На початку року фіскальна політика залишалася м'якою – мала стимулюючий вплив на сукупний попит.
- Обсяг доходів, згенерованих економікою, був меншим порівняно з обсягом видатків через падіння імпорту, низькі ціни на окремі імпортовані товари, а наприкінці місяця – вплив карантинних обмежень.
- Розширення дефіциту практично не вплинуло на динаміку державного боргу, а основний чинник зростання останнього – курсова переоцінка через тимчасовий девальваційний сплеск.

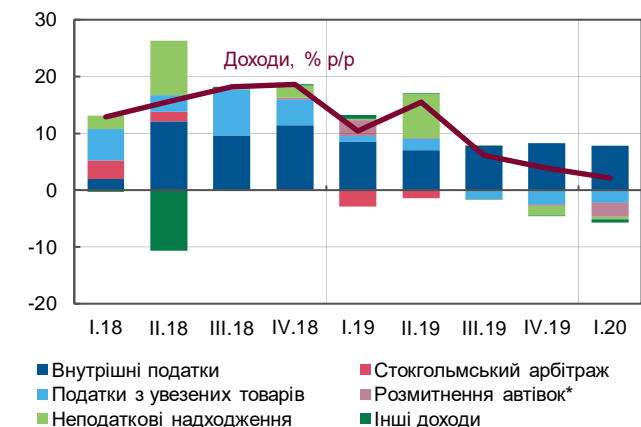
Графік 2.4.1. Сальдо СЗДУ за різними вимірами, % ВВП та % потенційного ВВП



*Загальне сальдо (% ВВП) – сальдо зведеного бюджету з урахуванням позичок, наданих Пенсійному фонду з ЄКР.

**Циклічно скориговане первинне сальдо (% 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, зокрема незаплановані кошти від спецконфіскації, ефекти від рішення Стокгольмського арбітражу, понадпланові перерахування НБУ тощо. Від'ємне значення цього показника означає м'яку фіскальну політику.
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.2. Внески в річну зміну доходів зведеного бюджету, в. п.



*Розмитнення транспортних засобів, ввезених на митну територію України та поміщених у митні режими транзиту або тимчасового ввезення (згідно із Законом України від 08.11.2018 "Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо оподаткування акцизним податком легкових транспортних засобів").
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Фіскальна політика на початку року залишалася м'якою і мала стимулюючий вплив на сукупний попит

У I кварталі сформувався значний дефіцит зведеного бюджету (17.3 млрд грн), який перевищив показники минулих років у цей період як в абсолютних показниках, так і відносно ВВП. Фіскальна політика, за оцінкою НБУ, на початку року залишалася м'якою, про що свідчило розширення від'ємного циклічно скоригованого первинного сальдо за практично незмінного обсягу витрат на обслуговування боргу порівняно з відповідним періодом рік тому.

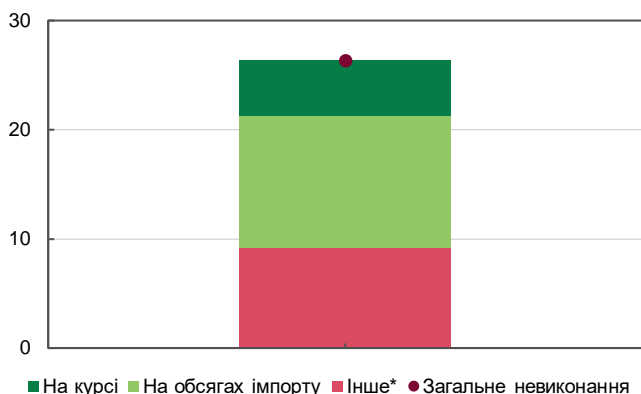
Доходи зростали мляво (на 2.1% р/р) через сповільнення економічного зростання, падіння цін на енергоресурси (як на зовнішньому, так і на внутрішньому ринках) та окремі рішення з управління доходами, зокрема надолуження на початку року обсягів відшкодування ПДВ за попередні періоди. Наприкінці кварталу позначилися й карантинні обмеження, зокрема на власних доходах бюджетних установ та також окремих податкових надходженнях місцевих бюджетів.

Натомість, незважаючи на обмеженість бюджетних ресурсів, зростання видатків (на 5.1% р/р) випереджало темпи збільшення доходів, хоча й відставало від плану. Значними темпами зростали витрати на оплату праці, що підтримувало приватне споживання, та фінансування державної інвестиційної діяльності. Серед пріоритетних напрямів на початку року були й колективні послуги, зокрема на оборону та безпеку, а наприкінці кварталу – охорону здоров'я.

Повільне зростання доходів – наслідок значної орієнтації на податки з імпорту та використання природних ресурсів

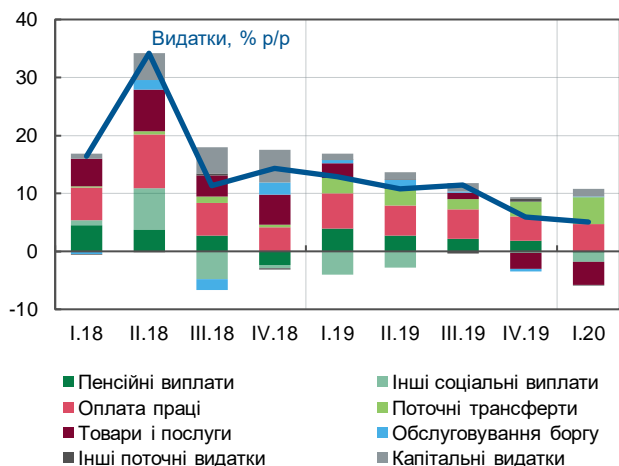
Податки з увезених товарів у загальному обсязі податкових надходжень зведеного бюджету становлять понад 35% (у 2019 році). Відповідно зниження фізичних обсягів імпорту, підсилене падінням світових цін на енергоносії та все ще міцнішим курсом гривні на початку року як у річному вимірі, так і порівняно із закладеним у бюджет, зумовили падіння надходжень із ввезених товарів (на 14% р/р). Це ж стало ключовим фактором значного недовиконання плану надходжень у I кварталі 2020 року. Більш того, падіння світових цін на енергоресурси, природний газ та нафту на тлі скорочення внутрішнього видобутку та зниження попиту на енергоресурси через теплі погодні умови призвели до суттєвого зменшення надходжень від рентних платежів та позначилися на внутрішніх акцизах. Зокрема, майже

Графік 2.4.3. Фактори відхилення від плану доходів загального фонду державного бюджету в I кв., млрд грн.



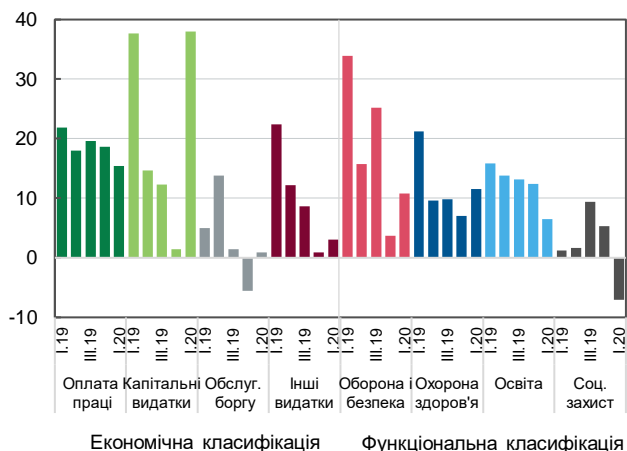
*Інше – номінальний ВВП, номінальна заробітна плата.
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.5. Темпи зростання видатків зведеного бюджету за окремими напрямками, % р/р



Оборона і безпека – включає оборону та громадський порядок, безпеку та судову владу.
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

вдвічі скоротилися надходження від акцизного податку на електричну енергію через суттєве зниження її вартості на внутрішньому ринку.

Натомість значні темпи зростання приватного споживання та доходів населення підтримали зростання податкових надходжень. Крім того, порівняно з минулим роком у I кварталі високими темпами зростало виробництво тютюнових виробів (на 10.6% р/р), що призвело до збільшення надходжень від акцизного податку з цих товарів. Однак їх сукупний вплив виявився недостатнім, щоб компенсувати слабкий імпульс від діяльності, пов'язаної з імпортними операціями та використанням природних ресурсів.

Інший вагомий фактор, який протягом останніх двох років мав суттєвий вплив на бюджетну політику, – невідповідність фактично отриманих доходів порівняно з очікуваними через несправдження макроекономічних припущень, на яких ґрунтувався бюджет. Через останній чинник у I кварталі податкові надходження загального фонду державного бюджету недовиконано на 13%. Така ситуація змушує покладатися на тимчасові доходи, які не можуть бути джерелом системних видатків, або вибірково підходити до проведення видатків, що зменшує їх ефективність, особливо у випадку недофінансування витрат розвитку або програм, спрямованих на реформування суспільно важливих сфер.

Видатки сповільнили зростання, однак залишалися значними порівняно із згенерованими доходами

Традиційно ключовим видатковим напрямом залишалися соціально спрямовані програми, що підтримували приватне споживання. На початку року збереглися високі темпи зростання видатків на оплату праці, у тому числі грошове забезпечення військовослужбовців. Водночас через високу базу порівняння, у тому числі виплату частини одноразової доплати до пенсії в березні 2019 року, та теплу погоду на тлі зниження тарифів на ЖКП скоротилися витрати на соціальне забезпечення.

Високими темпами зростали капітальні видатки, зокрема на фінансування дорожнього господарства. Про зростання державних інвестицій свідчили й значно збільшені витрати у сфері транспорту¹¹, зокрема залізничного.

Порівняно високими темпами зростали й витрати за такими загальносуспільними напрямками як оборона та громадський порядок (у тому числі без урахування витрат на грошове забезпечення військовослужбовців), а також охорону здоров'я. Останнє могло бути пов'язане як з підготовкою до запровадження другого етапу медичної реформи, так і до боротьби з поширенням COVID-19. Водночас фінансування окремих інших видів діяльності дещо послабилося через раціоналізацію державних програм підтримки, зокрема сільського господарства

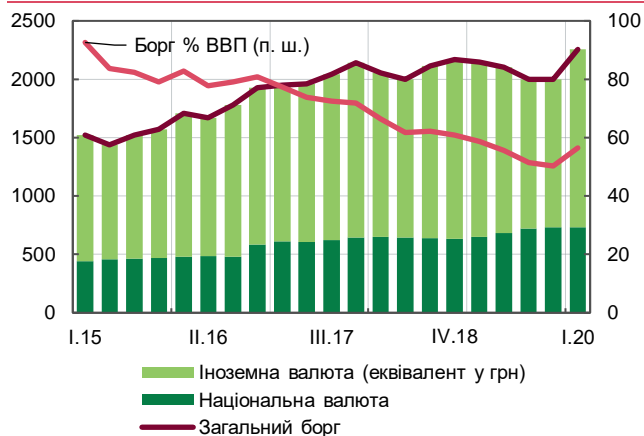
¹¹ За функціональною класифікацією.

Графік 2.4.6. Чисті залучення державного бюджету, млрд грн



Джерело: ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.7. Державний та гарантований державою борг (у розрізі валют погашення*), млрд грн та %ВВП**



*За відсутності розгорнутої інформації щодо боргу в розрізі валют погашення станом на 30.09.2015 та 30.09.2016, валютну структуру апроксимовано на основі даних за 31.08.2015 та 31.10.2016 відповідно.
 **ВВП за 2020 рік – оцінка НБУ.

Джерело: МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Проте були й об'єктивні чинники уповільнення зростання витрат, зокрема такі як зменшена вартість комунальних послуг, низька інфляція, а на початку року – міцніший курс гривні порівняно з попереднім роком. Останні два чинники проявилися в практично незмінному обсязі витрат на обслуговування боргу порівняно з минулим роком, а економія на обслуговуванні боргу становила понад 4 млрд грн.

Збільшення державного та гарантованого державою боргу на кінець I кварталу – практично повністю наслідок тимчасового сплеску девальваційного тиску в березні

Розширення дефіциту профінансовано за рахунок боргових джерел, переважно номінованих в іноземній валюті. Останні практично в рівних частинах були залучені на зовнішньому та внутрішньому ринках. Обсяг залучень у національній валюті був порівняно незначним через послаблення інтересу зовнішніх інвесторів, з другої половини лютого – через турбулентність на світових фінансових ринках та посилення несприйняття ризиків. Уряд наявні ресурси, крім фінансування дефіциту, спрямовував на виплати за поточними борговими зобов'язаннями, а також акумулював валютні ресурси для майбутніх виплат. З урахуванням виплат за гарантованим боргом приріст державного та гарантованого державою боргу за рахунок цих операцій був незначним.

Водночас станом на кінець I кварталу обсяг державного та гарантованого боргу відчутно зріс – у відношенні до ВВП на 6 в.п. – до понад 56%. Ключовим чинником такого збільшення стала курсова переоцінка через тимчасовий девальваційний сплеск у березні. Чутливість державного та гарантованого державою боргу до валютних коливань зумовлена все ще значною часткою боргу, номінованого в іноземній валюті (станом на кінець 2019 року – 63.4%), попри її зниження минулого року завдяки стратегії на дедоларизацію та зміцненню курсу гривні.

Вставка 4. Перегляд державного бюджету України у 2020 році

На початку квітня ухвалені зміни до Закону про Державний бюджет на 2020 рік, які передбачають істотне розширення дефіциту – 7.5% з 2.1% ВВП. Необхідність внесення змін та розширення дефіциту спричинене зміною макроекономічних реалій. Доходи зменшено на 11% порівняно з попереднім законом, видатки – збільшено на 7%, у тому числі через необхідність ужиття заходів для протидії поширення COVID-19, підтримки підприємництва і вразливих верств населення. Суттєве збільшення дефіциту в поточних умовах, за оцінками НБУ, не створить загроз для макрофінансової стабільності, а навпаки сприятиме підтримці економіки за умови повернення до виваженої фінансової політики в наступні роки. Водночас зберігається низка ризиків для виконання бюджету, передусім пов'язаних із можливим відхиленням окремих макропоказників від прогнозованих, у тому числі споживчої інфляції, та в частині фінансування дефіциту бюджету у випадку відтермінування співпраці з МВФ.

Параметри бюджету на 2020 рік приведено у відповідність до нових макроекономічних умов. Доходи передбачувано зменшені за рахунок податкових надходжень (на 145 млрд грн, або на 15.7% порівняно з попереднім законом) через зниження номінального ВВП, обсягів імпорту товарів, перегляду в бік зниження припущень стосовно ціни природного газу, як на зовнішніх, так і на внутрішньому ринках (що впливає на формування планів з надходжень рентної плати). Водночас, за оцінкою НБУ, втрати доходів можуть виявитися дещо більшими, зокрема з огляду на нижчі прогнози НБУ щодо інфляції та обсягів імпорту товарів.

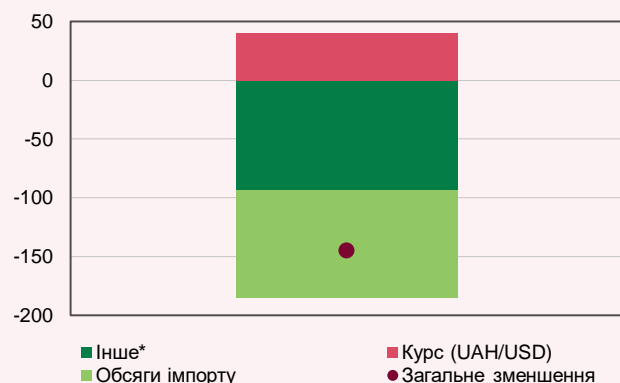
Таблиця 1. Основні макроекономічні параметри

Показник	2019	2020	
		КМУ	НБУ
Номінальний ВВП, млрд гривень	3975	3985.5	3970
ВВП реальний, %	3.2	-4.8	-5.0
Дефлятор, %	8.1	5.5	5.1
Індекс споживчих цін, % (гру/гру)	4.1	11.6	6.0
Експорт товарів та послуг (млрд дол. США)	63.4	59.9	57.0
Імпорт товарів і послуг (млрд дол. США)	75.5	68.2	64.8
Обмінний курс, грн/дол. (на кінець періоду)	23.7	29.5	-
Номінальна середня заробітна плата, % р/р	18.5	1.9	4.3

Джерело: ДССУ, МЕРТ, МФУ, розрахунки НБУ.

Компенсатором значних податкових втрат стали більші перерахування частини чистого прибутку та дивідендів державними підприємствами (надходження збільшено на 26.7 млрд грн), а також НБУ (на 2 млрд грн).

Графік 1. Фактори перегляду податкових надходжень порівняно з попереднім прогнозом у 2020 році, млрд грн.

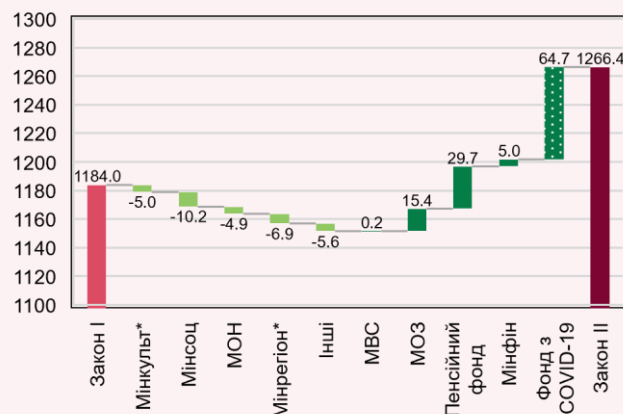


* Інше – номінальний ВВП, номінальна заробітна плата тощо.
Джерело: ВРУ, МФУ, розрахунки НБУ.

Видатки збільшено на 82.4 млрд грн насамперед через створення Фонду боротьби з поширення COVID-19 (на загальну суму 64.7 млрд грн) та розширення програм соціальної допомоги для пом'якшення впливу кризових явищ для вразливих верств населення та підтримку підприємництва. Зокрема передбачено доплати до заробітної плати медпрацівникам, надання грошової підтримки особам похилого віку, компенсації з часткового безробіття.

Водночас порівняно з попереднім законом за значною частиною інших напрямів видатки скорочено. Зокрема, ураховуючи зниження вартості природного газу та пов'язаних із нею тарифів на опалювання і гарячу воду, зменшено видатки на надання пільг та субсидій населенню на оплату послуг ЖКГ. Також зменшено видатки на освіту, культуру, низку регіональних програм.

Графік 2. Зміна видатків державного бюджету, млрд грн

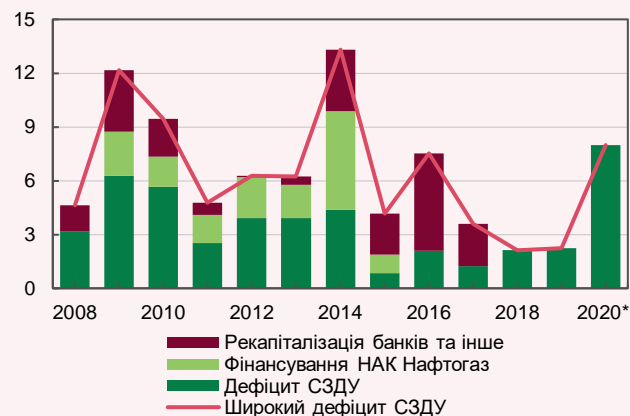


*Мінкульт – об'єднано Міністерство культури та інформаційної політики і Міністерство молоді та спорту. Мінрегіон – Міністерство розвитку громад та територій.
Джерело: ВРУ, розрахунки НБУ.

У результаті зазначених змін дефіцит державного бюджету збільшено до 298.4 млрд грн (або 7.5% ВВП). За оцінкою НБУ, різке збільшення дефіциту в поточних умовах, дасть змогу підтримати економіку, не створюючи загроз для макрофінансової стабільності. Так у попередні кризові періоди простір для підтримки економіки фіскальними заходами був обмеженим через необхідність докапіталізації НАК "Нафтогаз" та банківської системи. Приведення тарифів на послуги ЖКГ у відповідність до ринкових, реформування корпоративного управління НАК "Нафтогаз" та очищення

банківської системи дало змогу ліквідувати значні квазі-фіскальні дефіцити попередніх років. Як наслідок, у 2020 році широкий дефіцит сектору загальнодержавного управління відносно ВВП залишатиметься суттєво меншим, ніж у попередні кризові періоди.

Графік 3. Широке сальдо сектору загально державного управління, % ВВП



* Прогноз.
Джерело: ДКСУ, ПФ, Фонди соц. страхування, МВФ, розрахунки НБУ.

Дефіцит та виплати за борговими зобов'язаннями практично повністю фінансуються за рахунок боргових джерел, що призведе, за оцінками НБУ, до збільшення частки державного та гарантованого державою боргу до ВВП та дещо перевищить 60%. Такий рівень оцінюється як прийнятний за умови повернення до виваженої фіскальної політики в наступні періоди.

Водночас зберігаються ризики виконання бюджету і в частині фінансування. Визначальним джерелом фінансування є кошти від офіційних партнерів (МВФ, Світового банку, Єврокомісії). Крім значного обсягу фінансової підтримки, вартість її залучення є суттєво нижчою порівняно з ринковими інструментами, особливо в період стиснення світових та внутрішніх фінансових ринків. Ураховуючи, що фінансування за програмами Світового банку та Єврокомісії тісно пов'язані з реалізацією програми МВФ, відтермінування співпраці з останнім посилить фіскальні ризики, зокрема поставить під загрозу фінансування бюджетних програм. Крім того, погіршаться інфляційні та курсові очікування, а доступ до зовнішніх ринків капіталу залишатиметься обмеженим навіть після стабілізації ситуації на них.

Таблиця 2. Основні параметри державного бюджету, млрд грн

	2020		Відхилення від Закону I		% річна зміна		% ВВП (за прогнозом НБУ)	
	Закон I	Закон II	млрд грн	%	Закон I*	Закон II**	Закон I	Закон II
Доходи	1095.6	975.8	-119.7	-10.9	9.7	-2.3	25.5	24.6
Податкові надходження, у т. ч.	926.5	781.1	-145.4	-15.7	15.9	-2.3	21.6	19.7
ПДФО	129.4	110.8	-18.5	-14.3	17.7	0.8	3.0	2.8
ППП	118.9	98.2	-20.7	-17.4	11.0	-8.3	2.8	2.5
Рентна плата	55.3	32.5	-22.8	-41.2	18.4	-30.4	1.3	0.8
Акцизний податок	141.0	128.5	-12.4	-8.8	14.3	4.2	3.3	3.2
Акцизний податок з вироблених товарів	87.8	75.2	-12.7	-14.4	25.7	7.5	2.0	1.9
Податок на додану вартість	446.3	379.2	-67.1	-15.0	17.9	0.1	10.4	9.6
ПДВ з вироблених товарів з урахуванням відшкодування	96.8	75.4	-21.4	-22.1	8.8	-15.2	2.3	1.9
ПДВ з ввезених товарів	349.5	303.8	-45.7	-13.1	20.6	4.8	8.1	7.7
Неподаткові надходження та інші доходи	169.0	194.7	25.7	15.2	-14.9	-1.9	3.9	4.9
Видатки (включно кредитування)	1191.9	1274.2	82.4	6.9	10.4	18.1	27.8	32.1
Сальдо (- дефіцит)	-96.3	-298.4	-202.1	-	-	-	-2.2	-7.5

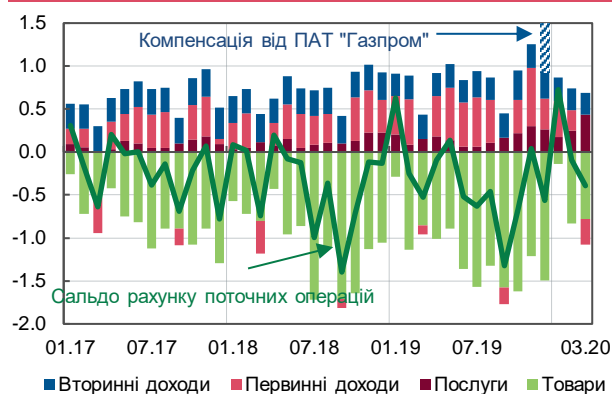
* Закон I – Закон України "Про Державний бюджет України на 2020 рік" редакція від 03.04.2020

** Закон II – Закон України "Про Державний бюджет України на 2020 рік" від 13.04.2020

2.5. Платіжний баланс

- У I кварталі 2020 року поточний рахунок зведено з профіцитом порівняно з дефіцитом у відповідному періоді минулого року – звуження дефіциту торгівлі товарами та послугами нівелювало збільшення виплат дивідендів.
- Від’ємне сальдо торгівлі товарами зменшилося значною мірою через менші вартісні обсяги енергетичного імпорту на тлі зниження світових цін та послаблення попиту на машинобудівну продукцію. Поширення COVID-19 мало нейтральний вплив на експорт товарів, проте призвело до зниження імпорту товарів та послуг.
- У березні спостерігався відплив капіталу з України, який переважно сформований сплеском внутрішнього попиту на іноземну валюту, тоді як відплив нерезидентів з ринку ОВДП був незначним. Україна входить до поточної кризи з порівняно більшим запасом міцності ніж раніше, але для мінімізації втрат та ризиків необхідно є співпраця з МВФ.

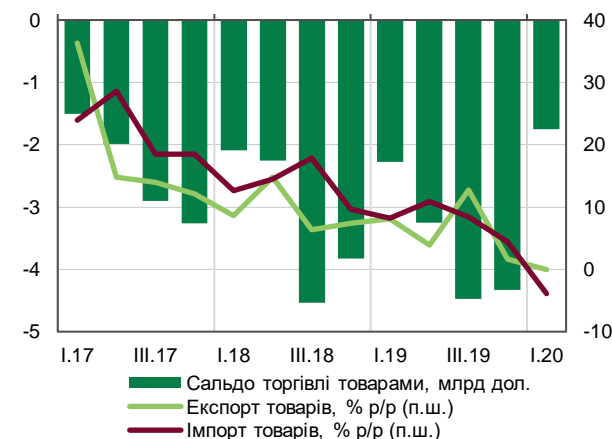
Графік 2.5.1. Сальдо рахунку поточних операцій*, млрд дол.



* - у грудні 2019 без урахування компенсації від ПАТ "Газпром".

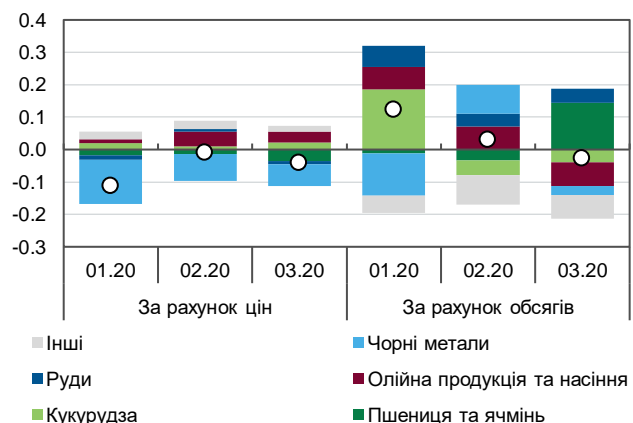
Джерело: НБУ.

Графік 2.5.2. Торговля товарами



Джерело: розрахунки НБУ.

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



* 79% в експорті товарів

Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Інфляційний звіт | Квітень 2020 року

Поточний рахунок зведено з профіцитом завдяки насамперед зниженню цін на енергоносії. Поширення COVID-19 мало обмежений вплив на експорт товарів, але знизило імпорт товарів та послуг

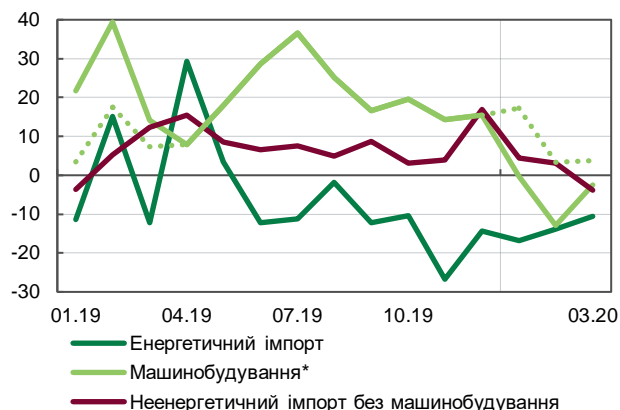
У I кварталі експорт товарів був на рівні попереднього року. Його обсяги й надалі підтримували значні врожаї зернових та олійних. Так у I кварталі (переважно в перші два місяці року) зафіксовано найбільші для цього періоду поставки кукурудзи, ячменю та соняшникової олії. Крім того, з початку року відновилося зростання експорту залізних руд, зокрема до Китаю, унаслідок скорочення поставок з Аргентини та Бразилії. Відновлення окремими заводами виробництва добрив протягом минулого року сприяло збільшенню експорту продукції хімічної промисловості.

Однак їх вплив нівельований подальшим погіршенням світової цінової кон'юнктури та нерівномірними поставками машинобудівної продукції. Через зниження цін та послаблення світового попиту надалі знижувалися обсяги експорту металургійної продукції. Певний внесок мало скорочення попиту на трубну продукцію унаслідок послаблення бурової активності на тлі істотного падіння цін на нафту. Через нерегулярні замовлення експорт машинобудівної продукції в березні був на 12% нижчим, ніж рік тому, коли було поставлено значну партію двигунів та вантажних вагонів.

Поширення COVID-19 позначилося на динаміці експорту в березні, але в цілому мало нейтральний вплив на його обсяги. Ажіотажний попит окремих країн зумовив суттєве збільшення експорту пшениці. Послаблення попиту на тлі запровадження карантинних обмежень та низьких цін на нафту (що негативно позначилося на обсягах виробництва біоетанолу) зумовило зменшення поставок соняшникової олії та насіння олійних.

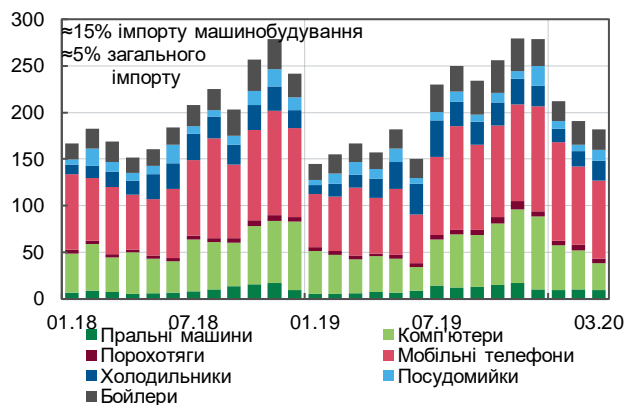
Імпорт товарів у I кварталі знизився вперше з 2016 року (на 3.9% р/р) на тлі високої бази порівняння, сформованої пільговим розмитненням автівок з іноземною реєстрацією на початку минулого року. Проте і за вирахуванням цього ефекту зростання імпорту товарів призупинилося – він залишився майже на рівні минулого року (-0.2% р/р) через зниження попиту на продукцію машинобудування та низькі ціни на енергоносії. Зокрема зменшилися закупівлі комплектуючих для альтернативної енергетики через

Графік 2.5.4. Імпорт товарів, річна зміна у %



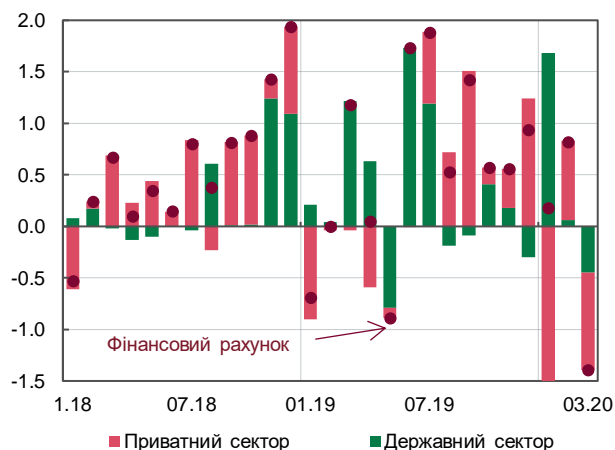
* Пунктиром – без урахування розмитнення раніше ввезених авто.
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.5. Імпорт окремої продукції машинобудування, млн дол.



Джерело: ДМСУ.

Графік 2.5.6. Фінансовий рахунок: чисті зовнішні зобов'язання, млрд дол.



Джерело: НБУ.

невизначеність щодо змін у відповідному законодавстві. Також були відсутні закупівлі ядерного палива та газовидобувного обладнання. Крім того, поширення COVID-19 у Китаї та певне звуження внутрішнього попиту на товари не першої необхідності могло бути причиною сповільнення зростання імпорту мобільних телефонів та комп'ютерів у лютому-березні. Запровадження карантинних заходів у зв'язку з поширенням COVID-19 стимулювало закупівлі продовольчих та фармацевтичних продуктів, але стримало зростання імпорту окремих промислових товарів у березні. Крім того, закриття кордонів наприкінці березня призвело до певного зниження обсягів неформального імпорту. У цілому поширення COVID-19 мало від'ємний внесок в імпорт товарів.

Подальше падіння світових цін на природний газ нівелювало нарощування [закупівель природного газу](#) (за I квартал обсяг закачування збільшився в 1.8 раза р/р) – вартісні обсяги його імпорту лише незначно перевищили минулорічний рівень. Імпорт інших енергоносіїв знижувався: падіння світових цін на нафту зумовило зниження обсягів імпорту нафтопродуктів. Додатковим чинником став [дефіцит сировини на білоруських НПЗ](#). Тепла погода та високі запаси сприяли зменшенню імпорту вугілля, а зниження попиту з боку металургійної промисловості – імпорту коксу.

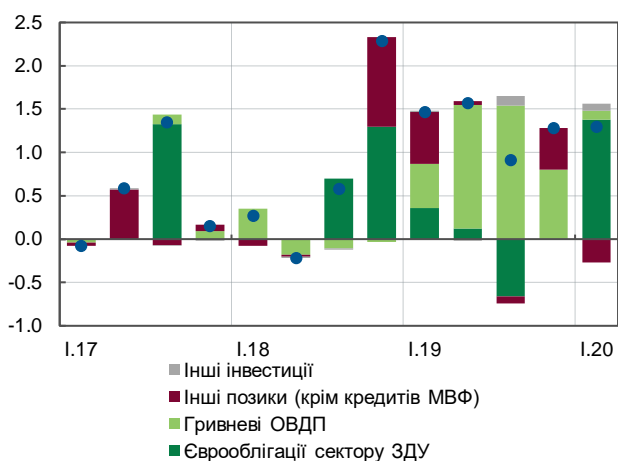
Подальше нарощування експорту ІТ-послуг та зменшення обсягів імпорту за статтею "подорожі" на тлі поширення COVID-19 переважили очікуване зменшення обсягів надходжень від транзиту газу. Як результат, профіцит торгівлі послугами в I кварталі розширився порівняно з минулим роком.

Після припливу капіталу на початку року в березні відбувся відплив, сформований переважно внутрішнім попитом на іноземну валюту

У січні-лютому тривав приплив капіталу за фінансовим рахунком. Він був забезпечений переважно державним сектором, зокрема розміщенням [суверенних єврооблігацій](#) та попитом нерезидентів на гривневі ОВДП (0.4 млрд дол. за січень-лютий). Різкий відплив капіталу в березні з ринків країн ЕМ мав незначний вплив на український ринок – обсяг ОВДП у власності нерезидентів знизився лише на 0.3 млрд дол. Тож за підсумками кварталу державний сектор залишився чистим позичальником.

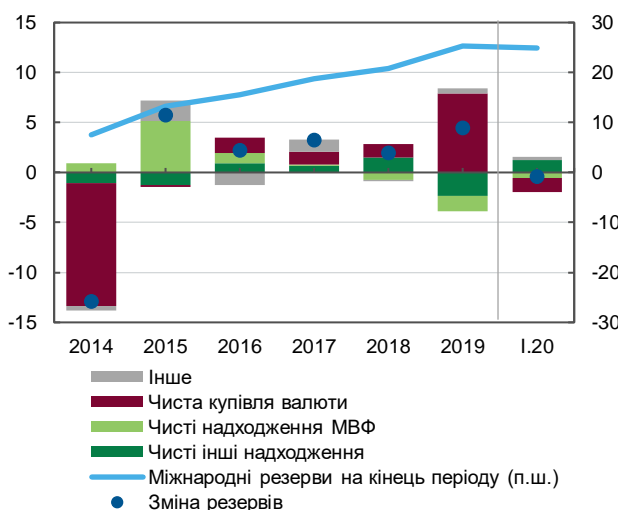
Водночас за приватним сектором сформувався значний відплив капіталу, попри розміщення [єврооблігацій](#) компанією Vodafone та зростання надходжень ПІІ. Останні перевищили минулорічні показники на 22.3% та спрямовані переважно в акціонерний капітал. Основними отримувачами іноземних інвестицій були галузі фінансової та страхової діяльності, а також оптова та роздрібна торгівля. Крім того, продовжила зростати заборгованість за торговими кредитами, проте вона лише незначно перевищувала показники минулого року та залишалася на прийнятному рівні. Водночас відплив

Графік 2.5.7. Чисті залучення сектору державного управління, млрд дол.



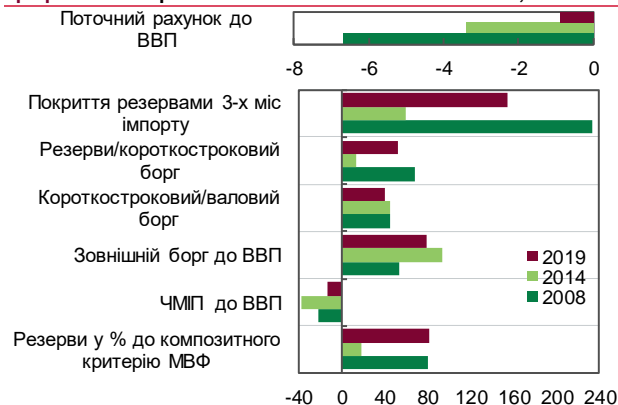
Джерело: НБУ.

Графік 2.5.8. Валові міжнародні резерви та їх зміна, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.9. Окремі показники зовнішньої стійкості, %



Джерело: розрахунки НБУ.

капіталу був згенерований насамперед збільшенням готівки поза банками на тлі підвищеного попиту на валюту в березні, для стабілізації якого в березні НБУ забезпечив надходження готівкової валюти в країну. Крім того, протягом січня-лютого банківський сектор нарощував зовнішні активи за рахунок надходжень НАК "Нафтогаз" з оплати гарантованих мінімальних потужностей за транзит газу та погашення урядом валютних ОВДП.

У результаті за фінансовим рахунком у I кварталі сформувався вплив капіталу, згенерований приватним сектором, що перевищило профіцит поточного рахунку, а платіжний баланс зведено з незначним дефіцитом. Як наслідок, після стрімкого зростання в січні-лютому міжнародні резерви в березні знизилися та повернулися на рівень кінця 2019 року – 24.9 млрд дол., або 4.5 місяці майбутнього імпорту.

Україна входить у поточну кризу з дещо міцнішим запасом зовнішньої стійкості, ніж у попередню, але без співпраці з МВФ залишається вразливою

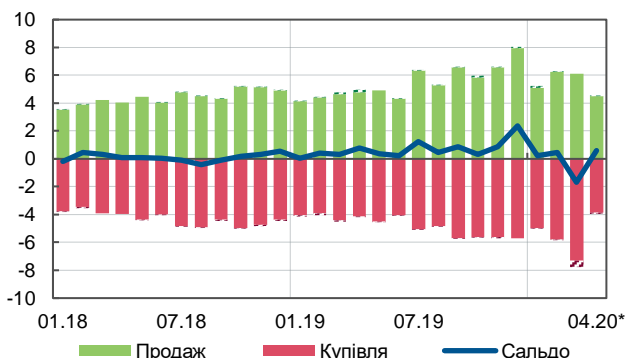
Збереження високого рівня міжнародних резервів забезпечує високий запас міцності України напередодні очікуваних кризових явищ. Так економічне зростання попередніх років сприяло зниженню відносних показників зовнішнього та короткострокового боргу, а зростання продуктивності економіки – звуженню дефіциту поточного рахунку. У свою чергу макроекономічна стабілізація призвела до покращення сприйняття України міжнародними інвесторами, зокрема зниження премії за ризик та підвищення рейтингів. Це зумовило нарощування інвестиційного та боргового капіталу й поліпшення адекватності резервів. Водночас одним з найвагоміших чинників, що позитивно відрізняє Україну від попередніх періодів, є перехід до політики плаваючого обмінного курсу із запровадженням режиму інфляційного таргетування. За такого режиму резерви використовуються для згладжування надмірних коливань на валютному ринку під час пошуку нового рівноважного рівня, а не з метою штучного утримання стабільного курсу.

Водночас істотне звуження доступу до міжнародних фінансових ринків на тлі масштабних кризових явищ у світовій економіці та падіння економічної активності в Україні несуть у собі значні виклики для української економіки. Особливого значення це набуває на тлі майбутніх пікових виплат за зовнішніми зобов'язаннями та істотного збільшення бюджетного дефіциту. Тож, як і раніше, для мінімізації ризиків та втрат необхідно є подальша співпраця з міжнародними фінансовими організаціями.

2.6. Монетарні умови та фінансові ринки

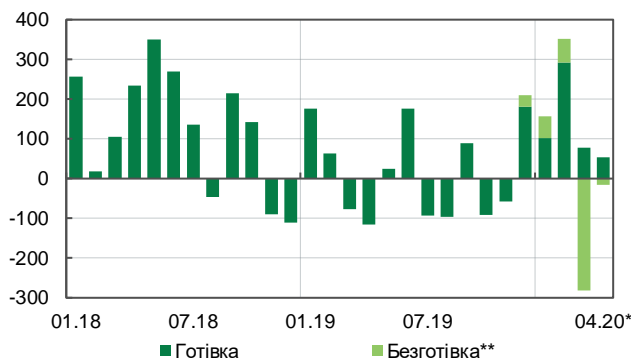
- Паніка на світових ринках, через стрімке поширення пандемії коронавірусу в березні, спровокувала збільшення турбулентності на фінансовому ринку України, у тому числі валютному сегменті.
- Підвищений попит на іноземну валюту був згенерований переважно вітчизняними клієнтами банків та населенням, і мав передусім психологічну природу, тоді як попит з боку нерезидентів був порівняно стриманим.
- З метою стабілізації грошово-кредитного ринку НБУ вжив заходи спрямовані на розширення можливостей банків в управлінні власною ліквідністю та запобігання поширенню паніки на валютному ринку, уникаючи застосування будь-яких обмежень. Завдяки цьому ажіотажний попит на іноземну валюту вщух уже наприкінці березня.

Графік 2.6.1. Безготівкові операції клієнтів банків з іноземною валютою[#], млрд дол.



[#] Заштриховані стовпці позначають операції на умовах "форвард".
* Станом на 29.04.2020.
Джерело: НБУ.

Графік 2.6.2. Чистий продаж іноземної валюти фізичними особами, млн дол.



* Станом на 29.04.2020.
** Дані наявні з грудня 2019 року.
Джерело: НБУ.

Графік 2.6.3. Валютні операції клієнтів банків та купівля нерезидентами гривневих ОВДП, млрд дол.



* Станом на 29.04.2020.
Джерело: розрахунки НБУ.

Зростання турбулентності на валютному ринку України – наслідок погіршення настроїв у відповідь на невизначеність з поширенням вірусу та паніку на світових ринках

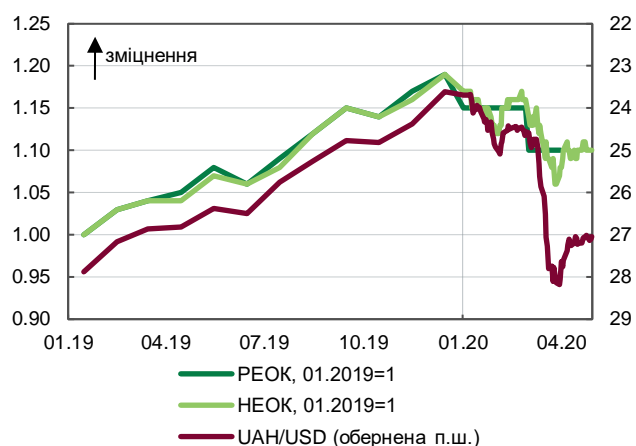
Швидке поширення пандемії коронавірусу в березні спричинило паніку на світових товарних та фінансових ринках (детальніше в частині 1 "Зовнішнє середовище" на стор. 7). Це, разом із посиленням невизначеності на внутрішньому ринку, призвело до зростання турбулентності на валютному ринку України та девальваційного тиску на гривню.

Головним чинником посилення девальваційного тиску на гривню був підвищений попит на іноземну валюту з боку вітчизняного бізнесу та населення, а вплив операцій нерезидентів з гривневими ОВДП не був визначальним. Їх частка в загальному обсязі чистої купівлі безготівкової валюти клієнтами банків у березні становила 20%. Пропозиція іноземної валюти також зберігалася на високому рівні, перевищуючи відповідні показники минулого року. Побоюючись негативного впливу карантинних обмежень та можливого запровадження обмежувальних заходів, зокрема і на купівлю іноземної валюти, населення і бізнес скуповували іноземну валюту "про запас". Про це також свідчило суттєве зростання обсягів купівлі іноземної валюти на умовах "форвард". У подальшому, частина цих угод була скасована, відображаючи тим самим, що формування підвищеного попиту на іноземну валюту відбувалося під впливом психологічних, а не фундаментальних чинників.

У відповідь на стрес на валютному ринку НБУ збільшив свою присутність, згладжуючи надмірні курсові коливання, але не змінюючи ринкові тенденції. Чистий продаж НБУ іноземної валюти в березні становив 2.2 млрд дол. Водночас, з метою усунення труднощів із задоволення потреб населення в готівковій іноземній валюті, що спостерігалися в касах банків через перебої з авіасполученням, НБУ в березні-квітні здійснював операції з підкріплення банків готівковими доларами та євро. Загальний обсяг таких операцій становив 41 млн євро та 550 млн дол. Поряд з цим у населення зберігалася можливість купувати іноземну валюту онлайн.

Оперативне вжиття НБУ превентивних заходів сприяло суттєвому зниженню ажіотажного попиту на іноземну валюту. Як наслідок, уже до кінця березня ситуація на валютному ринку нормалізувалася. Обмінний курс гривні

Графік 2.6.4. Індекс РЕОК і НЕОК та офіційний обмінний курс гривні до долара*

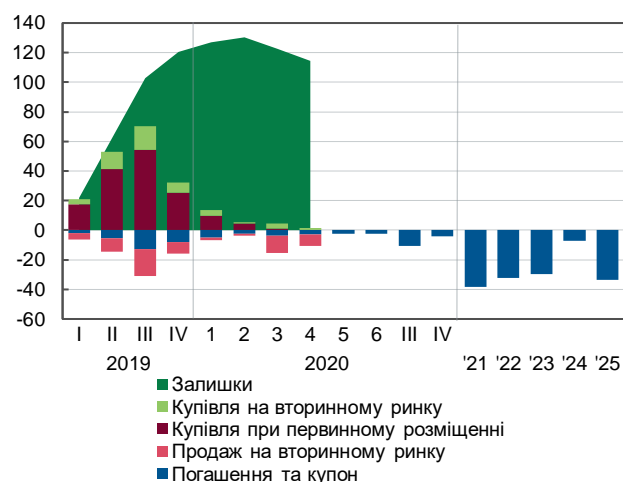


* 2019 рік – середньомісячні; 2020 рік – РЕОК середньомісячний, НЕОК та UAH/USD – щоденні, станом на 29.04.2020.
Джерело: розрахунки НБУ, Bloomberg.

почав зміцнюватися, а на ринку формуватися надлишкова пропозиція іноземної валюти. Це дало змогу НБУ наприкінці березня відновити операції з купівлі іноземної валюти, а їх додатне сальдо у квітні становило 0.7 млрд дол. (з початку року операції НБУ з продажу іноземної валюти були більшими за її купівлю на 0.7 млрд дол.). Також зникла потреба у підкріпленні ринку готівковою іноземною валютою, оскільки під час останньої такої операції 40 млн дол. залишилися не викупленими.

Послаблення офіційного обмінного курсу гривні до долара в I кварталі 2020 року призвело й до девальвації НЕОК гривні. Однак, враховуючи, що девальвували в цей період й більшість валют країн – ОТП України, послаблення НЕОК гривні було більш помірним ніж її послаблення до долара. Зміцнення ж гривні протягом квітня пригальмувало цей процес. Як наслідок, НЕОК гривні у квітні (у середньому за місяць) залишався міцнішим ніж рік тому. РЕОК гривні також зміцнився, що було наслідком ревальвації гривні протягом минулого року.

Графік 2.6.5. Операції нерезидентів та графік погашення ОВДП*, млрд грн

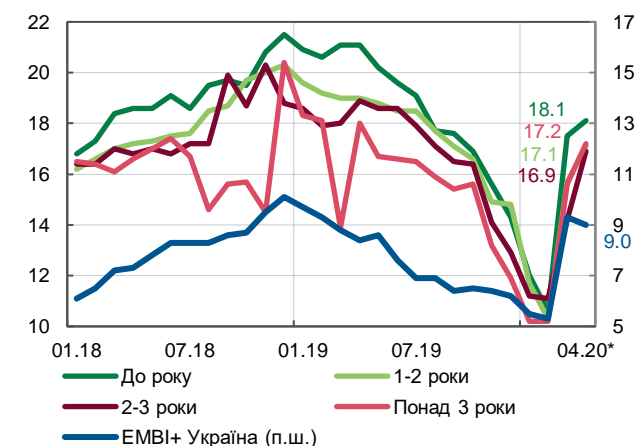


* Станом на 30.04.2020.
Джерело: НБУ.

Збільшення доходності гривневих ОВДП та зниження попиту на них – реакція ринку на невизначеність через поширення коронавірусу

Панічні настрої, що охопили світові фінансові ринки та призвели до масштабного відпливу капіталу з країн ЕМ, відобразили й на функціонуванні вітчизняного фінансового ринку. Додатково ці тенденції були підсилені внутрішньою невизначеністю через перестановки в уряді. За результатами березня-квітня (станом на 30 квітня) залишки гривневих ОВДП у портфелі нерезидентів знизилися на 0.6 млрд дол. (з початку року на 0.2 млрд дол.). Поряд з цим зростала і вартість запозичень та доходність державних цінних паперів на вторинному ринку. Одночасне збільшення середньозважених ставок як за гривневими, так і валютними ОВДП відображало більше занепокоєння інвесторів кредитними ризиками, ніж валютними, а більш стрімкий ріст гривневих ставок – низькою ліквідністю вторинного ринку. За таких умов МФУ в березні розміщувало переважно валютні ОВДП, а у квітні призупинило проведення аукціонів до стабілізації ситуації на ринку.

Графік 2.6.6. Дохідність гривневих ОВДП на вторинному ринку за строком до погашення та дохідність Єврооблігацій України (EMBI+), %



* Станом на 29.04.2020.
Джерело: НБУ.

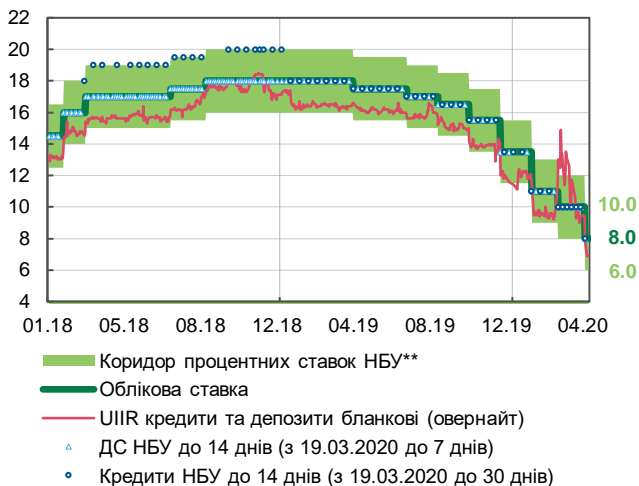
З метою компенсації негативних наслідків, пов'язаних із труднощами залучення ресурсів на світових ринках капіталу, НБУ [відтермінував запровадження ваг ризику](#) за державними цінними паперами в іноземній валюті.

UIIR¹² – тимчасове зростання через дефіцит ліквідності в окремих банків

Через значні обсяги інтервенцій НБУ з продажу іноземної валюти на міжбанківському ринку та зростання обсягів готівки, що є типовою реакцією населення на негативні економічні чи політичні шоки, у березні ліквідність банківської системи знизилася. Зниження ліквідності

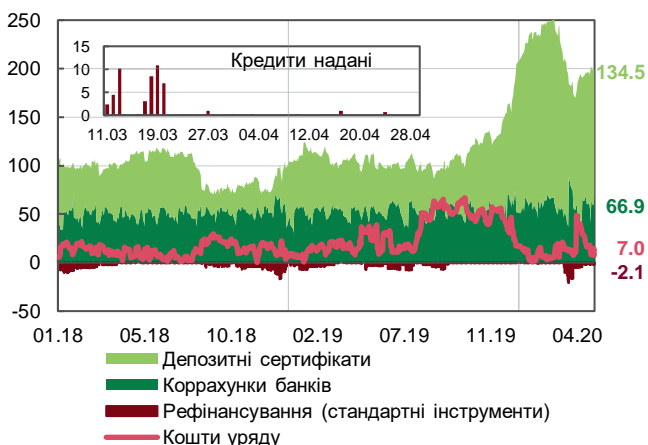
¹² Індикатор рівня гривневих міжбанківських процентних ставок для цілей процентної політики.

Графік 2.6.7. Процентні ставки НБУ та UIIR*, %



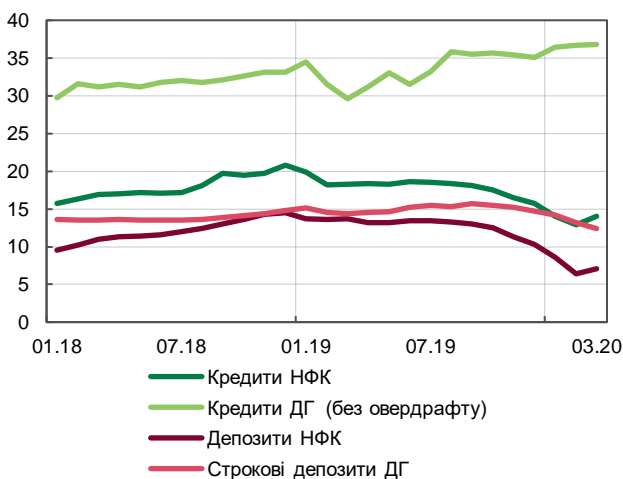
* Станом на 29.04.2020.
 ** Верхня межа – процентні ставки за кредитами овернайт НБУ, нижня – за ДС овернайт НБУ.
 Джерело: НБУ.

Графік 2.6.8. Окремі показники ліквідності банківської системи*, млрд грн



* Станом на 30.04.2020.
 Джерело: НБУ.

Графік 2.6.9. Середньозважені процентні ставки в національній валюті за новими кредитами і депозитами, %



Джерело: НБУ.

зумовили виникнення тимчасових розривів ліквідності в окремих банків. Це відобразилося у зростанні попиту на міжбанківські кредитні ресурси та кредити рефінансування. Як наслідок UIIR зріс, вийшовши в другій декаді березня за межі коридору ставок НБУ за інструментами постійного доступу. У березні зросли і більшість гривневих ставок для клієнтів банків, реагуючи на здорожчання міжбанківського кредитування, хоча середньозважені ставки за депозитами ДГ, яким притаманна більша інерційність, продовжували знижуватися.

Для пом'якшення фінансових умов НБУ вжив низку заходів, спрямованих на надання банкам більшої гнучкості в управлінні власною ліквідністю:

- [адаптував операційний дизайн монетарної політики;](#)
- [відтермінував вимогу дотримання банками буферів запасу капіталу та системної важливості;](#)
- [оптимізував розрахунок обов'язкових резервів.](#)

Окрім того, протягом поточного року для підтримки ліквідності банківської системи та стимулювання банківського кредитування НБУ прийняв рішення:

- проводити тендери з довгострокового рефінансування до 5 років (починаючи з травня);
- збільшити до 90 днів (з 30 днів) термін надання кредитів рефінансування на щотижневих тендерах;
- розширити перелік прийнятної застави муніципальними облігаціями та облігаціями, випущеними під державні гарантії;
- запровадити своп операції з МФО, де НБУ виступатиме гарантом надання ліквідності за цими інструментами. Операції передбачають купівлю валюти в МФО на умовах своп для короткострокового кредитування бізнесу та муніципалітетів;
- запровадити процентний своп.

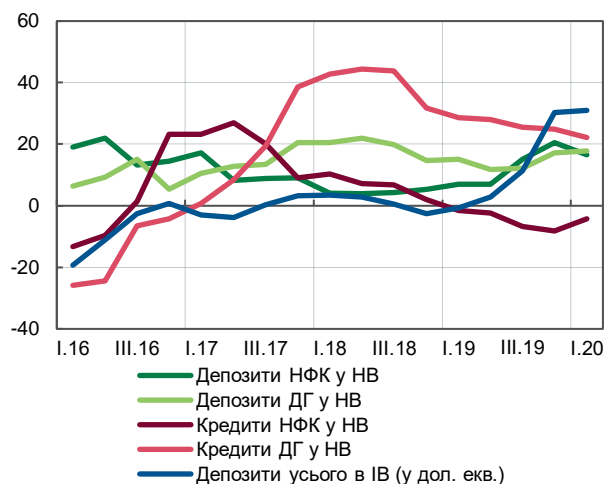
Активні дії НБУ щодо пом'якшення наслідків паніки та адаптація банків до роботи в умовах запроваджених карантинних заходів, сприяла стабілізації ситуації на міжбанківському ринку. Як результат у квітні UIIR коливався близько нижньої межі в коридорі ставок НБУ.

Зберігалися високі річні темпи приросту депозитів та споживчих кредитів

У I кварталі 2020 року зберігався річний приріст гривневих та валютних депозитів у банківській системі. Водночас їх зростання сповільнилися значною мірою через значні податкові платежі в березні, що призвело до зниження залишків гривневих коштів на депозитах НФК порівняно з попередніми місяцями. Також, уповільнилося зростання валютних депозитів НФК через купівлю валютних ОВДП. Знизилися й темпи зростання залишків гривневих депозитів ДГ через поступове зменшення їх доходності та ажіотажний попит на окремі товари на тлі поширення панічних настроїв у березні.

Високими темпами й надалі зростали гривневі кредити ДГ, передусім на придбання транспортних засобів та на інші споживчі потреби. Натомість кредитування НФК

Графік 2.6.10. Депозити та кредити, % р/р



Джерело: НБУ.

залишалося млявим. Активізацію банківського кредитування стримували низка структурних обмежень (зокрема висока частка непрацюючих кредитів, які однак є практично повністю зарезервовані). З метою налагодження роботи банків по управлінню проблемними активами, [НБУ визначив критерії списання](#) знецінених активів банків за рахунок сформованих резервів. Це дасть змогу банкам позбавитися частини непрацюючих кредитів.

Також, на динаміці обсягів кредитів й надалі відображалися ефекти від виключення зі звітності інформації банків, щодо яких розпочалася процедура ліквідації, та від погашення та списання банками раніше зарезервованих активів.

Частина 3. Економіка України: прогноз¹³

Вставка 5. Макроекономічні умови на початку поточної кризи

Українська економіка ввійшла у світову економічну кризу, викликану поширенням COVID-19, з більшим запасом міцності, порівняно з попередніми кризовими епізодами, а причини поточного економічного спаду кардинально відрізняються. Глибина та тривалість падіння економіки визначається не макроекономічними дисбалансами, а обмеженнями економічної діяльності, тому очікується й більш швидке відновлення після зняття карантину. Поточні макроекономічні умови свідчать про можливість подолання цієї рецесії з меншими втратами, ніж під час попередніх рецесій, котрі супроводжувалися також валютними та банківськими кризами.

Впровадження режиму інфляційного таргетування та виважена фіскальна політика минулих років дали змогу усунути ключові макроекономічні дисбаланси, які були причиною попередніх криз. Основні чинники, що відрізняють поточні умови від ситуації у 2008 та 2014 роках та дають змогу зменшити негативні наслідки криз такі:

- Завдяки послідовній монетарній політиці Україна вперше входить у кризу з помірною інфляцією та низькими інфляційними очікуваннями, що дає простір для пом'якшення монетарної політики.
- Лібералізація валютного ринку та перехід до гнучкого курсоутворення сприяли уникненню накопичення валютних дисбалансів. Дефіцит поточного рахунку на відміну від 2008 та 2014 років перебуває в прийнятних межах, що є свідченням того, що курс гривні є близьким до рівноважного.
- Реалізація [Стратегії валютних інтервенцій](#) дала змогу наростити достатньо міжнародних резервів для вчасного виконання усіх зобов'язань та згладжування надмірних коливань на валютному ринку. Показники адекватності резервів є набагато кращими, ніж у 2014 році (детальніше в розділі 2.5 “Платіжний баланс” на стор. 29, зокрема графік 2.5.9. “Окремі показники зовнішньої стійкості”).
- Зниження боргового навантаження дає змогу уряду збільшити дефіцит бюджету для надання економіці фіскальних стимулів. На відміну від попередніх криз, коли за рахунок зростання боргу покривалися розриви в балансі НАК “Нафтогаз” або ж рекапіталізувалися проблемні банки, зараз кошти можуть бути спрямовані безпосередньо на підтримку населення та бізнесу.
- Банківський сектор, який раніше був каталізатором криз, наразі прозорий та прибутковий, а капітал [суттєво перевищує мінімальний рівень](#). Окрім того, у банків є достатньо вільної ліквідності для кредитування реального сектору. Регулярне стрес-тестування також демонструє, що більшість фінансових установ мають достатній запас капіталу для підтримки кредитування навіть у випадку реалізації несприятливого сценарію.

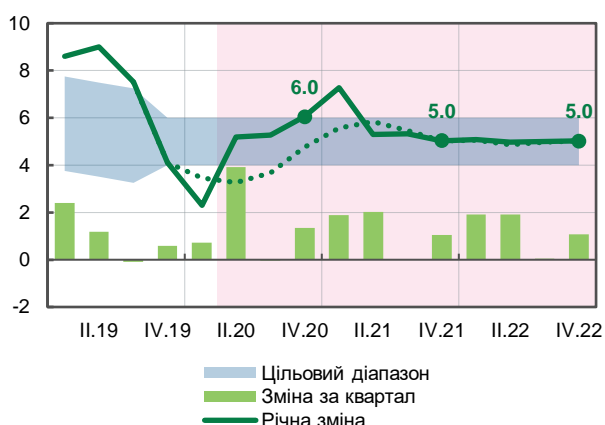
Тривалий період макроекономічної стабільності створює можливість проводити стимулюючу політику та згладжувати негативні шоки. Проте зважаючи на погіршення настроїв на світових фінансових ринках, критично важливою є нова програма співпраці з МВФ, яка забезпечить додаткові ресурси для подолання наслідків пандемії.

¹³ Якщо не зазначено інше – пунктирна лінія на графіках означає попередній прогноз.

3.1. Інфляційний розвиток

- Основні шоки, спричинені світовою кризою, відобразяться на показниках інфляції вже протягом II кварталу та прискорять її зростання у 2020 році, надалі їх ефекти швидко вичерпаються.
- Прискорення інфляції на тлі кризових подій буде помірним – 6.0% до кінця 2020 року, оскільки ефекти послаблення обмінного курсу будуть компенсовані зниженням попиту та нижчими цінами на паливо.
- Після тимчасового перевищення верхньої межі цільового діапазону на початку 2021 року споживча інфляція повернеться в його межі вже в II кварталі того ж року.

Графік 3.1.1. ІСЦ, %



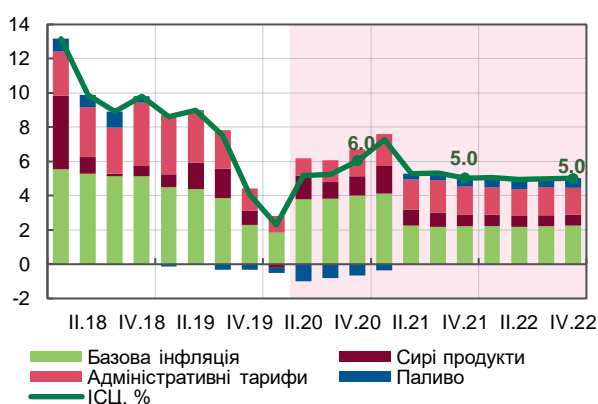
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Інфляція у 2020 році залишиться в цільовому діапазоні 5% ± 1 в.п. Монетарні та фіскальні заходи з підтримки економіки не стануть цьому на заваді

Різкий перехід української й глобальної економіки до стану рецесії та вплив капіталу з країн ЄМ, суттєво погіршили курсові та інфляційні очікування, змінивши траєкторію прогнозу інфляції на найближчий рік.

Інфляція помірно прискориться в подальші місяці і на кінець 2020 року становитиме 6%, тобто залишиться в межах цільового діапазону. Прискорення інфляції відбудеться насамперед внаслідок перенесення на ціни нещодавнього знецінення гривні. Підвищений попит на окремі види продовольства на тлі тимчасових обмежень експорту в деяких країнах створюватиме тиск на ціни у II кварталі, проте надалі він вичерпається разом із відміною основних карантинних обмежень як в Україні, так і в більшості країн – ОТП.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Стимулюючий вплив на ціни з боку заходів фіскальної та монетарної політик, спрямованих на підтримку бізнесу та населення в період карантинних заходів, буде переважно компенсований суттєвим падінням споживчого попиту.

Інфляцію також стримуватиме зниження світових цін на енергоносії, яке і далі буде позначатися на вартості палива та природного газу на внутрішньому ринку.

У I кварталі 2021 року інфляція тимчасово вийде за межі цільового діапазону через ефект низької бази порівняння, але в подальшому уповільниться до середньострокової цілі в 5%, де і залишатиметься надалі. Утримувати її на такому рівні допоможе як зважена монетарна політика НБУ, так і стриманіша фіскальна політика після завершення пандемії та відновлення економічної активності.

Графік 3.1.3. Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Базова інфляція прискориться насамперед через зростання вартості імпортованих товарів

Фундаментальний тиск найближчого року посиляться. Послаблення обмінного курсу гривні, погіршення інфляційних очікувань, а також фіскальні та монетарні стимули, спрямовані на зменшення наслідків кризи, визначатимуть зростання базової інфляції у 2020 році до 6.8%. Найсуттєвіше здорожчання (близько 8% р/р) очікується для товарів тривалого використання, насамперед з високою часткою імпорту в собівартості. Водночас суттєво уповільниться зростання вартості ринкових послуг, де вага витрат на оплату праці є

найбільшою, у зв'язку з припиненням росту реальних заробітних плат та збільшення безробіття.

Відновлення української та глобальної економіки з 2021 року сприятиме подальшому зростанню реальних доходів населення. Відповідно цей чинник стане основним драйвером базової інфляції, натомість стримуватиме її імпортована складова внаслідок невисокої інфляції в країнах – ОТП та зниження волатильності обмінного курсу. Відтак базова інфляція вже з середини 2021 року стабілізується на рівні близько 4%.

Графік 3.1.4. Ціни на сирі продовольчі товари, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Продовольча інфляція тимчасово зростає в II кварталі, проте після вичерпання дії негативних факторів поступово знизиться завдяки достатній пропозиції плодово-овочевих культур

Ціноутворення на ринку сирих продовольчих товарів у II кварталі 2020 року знаходитиметься під впливом шоків пропозиції, викликаних карантинними обмеженнями, труднощами з логістикою, а також тимчасовим посиленням попитом на окремі види товарів. Відповідно, ціни на сирі продукти зростатимуть. Проте після відміни основних карантинних обмежень та надходження на ринки продукції нового врожаю вже з III кварталу продовольча інфляція стабілізується в межах 5–6%.

У наступних роках очікується зниження продовольчої інфляції до рівня 3–4%. Зростання цін підтримуватиметься подальшим підвищенням номінальних та реальних доходів домогосподарств, але стримуючим чинником буде зростання пропозиції продовольства завдяки підвищенню продуктивності в сільському господарстві.

Графік 3.1.5. Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Адміністративна інфляція у 2020 році уповільниться до 7.5% через здешевлення енергоресурсів, проте у 2021–2022 роках прискориться до 9–10%

На всьому прогнозному періоді найбільш вагомий внесок в адміністративну інфляцію матиме подальше підвищення ставок акцизів на тютюнову продукцію (яка дорожчатиме щороку на 14–15%). З 2021 року додатковим чинником підвищення окремих послуг ЖКГ стане відновлення зростання заробітних плат в економіці.

Зниження тарифів на газ та опалення для населення під впливом низьких цін на європейських торгових майданчиках та високих запасів у сховищах будуть основним чинником уповільнення адміністративної інфляції до 5% у середині поточного року. Проте з початком наступного опалювального сезону зростання цін на газ відновиться.

Ціни на паливо в поточному році знизяться на понад 15% завдяки значному падінню цін на нафту. Це буде вагомим дезінфляційним чинником для загальної інфляції, у тому числі через вплив на собівартість інших її компонент. Проте відновлення світового попиту призведе до підвищення вартості палива в Україні у 2021–2022 роках.

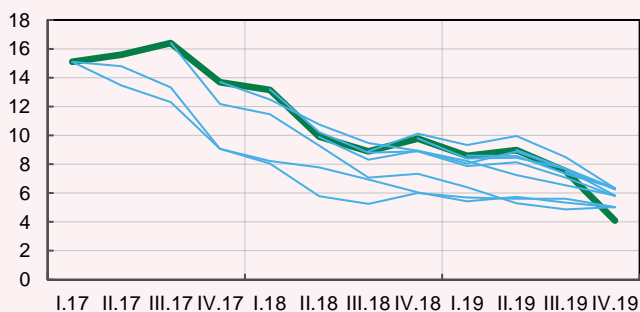
Вставка 6. Оцінювання точності макроекономічних прогнозів НБУ

Консистентність та влучність макроекономічних прогнозів є необхідною умовою ефективною монетарної політики за режиму інфляційного таргетування, оскільки вплив монетарних інструментів на інфляцію та інші макроекономічні показники відбувається зі значною затримкою в часі. НБУ щороку аналізує точність своїх прогнозів, а також порівнює їх з прогнозами інших організацій та центральних банків. Точність прогнозів НБУ основних макроекономічних показників є на рівні або дещо кращою за консенсусні прогнози (які, як правило, є точнішими за індивідуальні). Помилки прогнозів як правило зумовлені екзогенними шоками, які є апіорі непередбачуваними.

У даній вставці НБУ продовжує розпочату у 2019 році практику щорічного оцінювання своїх макроекономічних прогнозів, зокрема щодо перевірки систематичної наявності помилок в один бік, спроможності передбачати розворот тенденцій, консистентності прогнозу, порівняння точності прогнозів у часі та з іншими організаціями. До оцінки НБУ прогнозу показників ІСЦ, ВВП та сальдо поточного рахунку платіжного балансу в цьому році було додано облікову ставку, прогноз якої НБУ почав публікувати в середині 2019 року.

Прогнози НБУ щодо інфляції характеризуються високою точністю. Профіль прогнозів, зроблених у 2018–2019 роках у розрізі кварталів, влучно повторював фактичну динаміку річної зміни ІСЦ (графік 1), окрім різкого зниження в IV кварталі 2019 року через екзогенні чинники. Рекордний урожай зернових та олійних, поглиблення падіння світових цін на енергоносії, суттєвий приплив боргового капіталу до державного та приватного секторів позначилися на уповільненні інфляції безпосередньо, а також через канал обмінного курсу. Водночас, незважаючи на те, що фактична інфляція на кінець 2019 року була нижчою ніж прогноз НБУ, інші організації прогнозували більш значне підвищення цін (графік 2).

Графік 1. Історія прогнозів: ІСЦ (2017–2019 рр.), % р/р

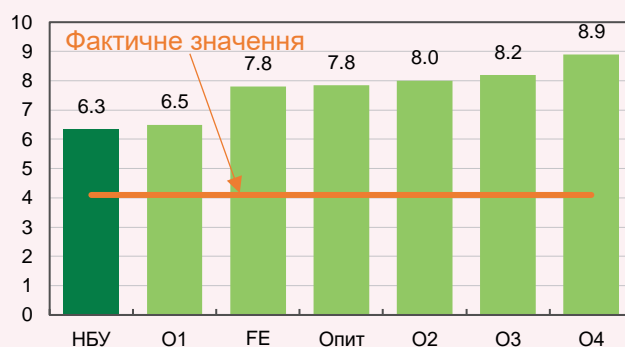


Джерело: розрахунки НБУ

Також було проаналізовано влучність прогнозів НБУ відносно консенсусних прогнозів та прогнозів інших організацій (графік 3). Варто відзначити, що прогноз інфляції НБУ на 2016 рік майже не переглядався і був суттєво влучнішим за консенсусні прогнози. Водночас прогнози НБУ та консенсусні прогнози (FE)¹⁴ на 2017–2018 роки були досить близькими та нижчими за фактичний рівень інфляції, що свідчить про неочікуваний характер шоків для більшості прогнозистів. Прогнози на 2017–2018 роки переглядалися кілька разів у бік підвищення, що було зумовлено вищими темпами

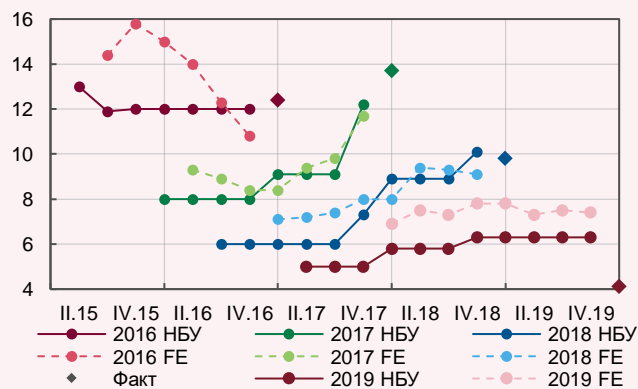
зростання окремих адміністративно регульованих цін та тарифів, а також швидшим зростанням внутрішнього споживчого попиту.

Графік 2. Порівняння прогнозів інфляції на 2019 рік, що були зроблені на початку 2019 року, річна зміна на кінець року, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3. Історія прогнозів: ІСЦ (на 2016–2019 рр.), річна зміна на кінець року, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Прогнози ІСЦ НБУ на 2019 рік хоча і були в середньому на 2 в. п. вищими за фактичну інфляцію, однак консенсусні прогнози були ще на 1–1.5 в. п. вищими, ніж прогнози НБУ. Це свідчить про те, що інші організації недооцінювали спроможність НБУ знизити інфляцію більш суттєво в 2019 році.

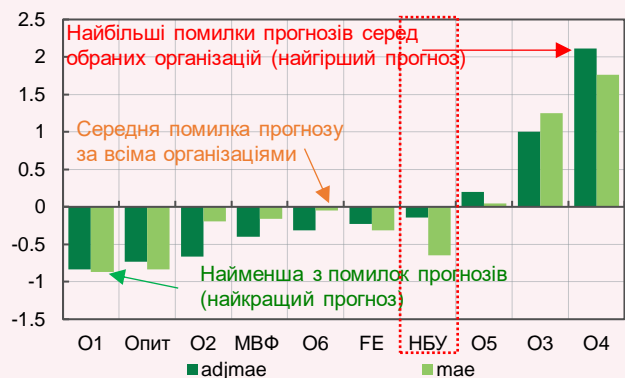
Також було здійснено порівняння прогнозів НБУ з прогнозами інших провідних організацій (Мінекономіки, Альфа-Банк Україна, ICU, Dragon Capital, Райффайзен Банк Аваль, J.P. Morgan, ОТП Банк, Goldman Sachs, МВФ), консенсусними прогнозами (FE), (CE)¹⁵ та опитуваннями НБУ фінансових аналітиків. Рейтинг прогнозів розроблявся

¹⁴ Focus Economics – видання проводить опитування щодо макроекономічних показників серед близько 30 організацій (<https://www.focus-economics.com/>).

¹⁵ Consensus Economics – одна з провідних світових фірм, що проводить макроекономічні опитування.

на основі середніх абсолютних помилок прогнозу (MAE¹⁶), а також скоригованих помилок (Adj. MAE¹⁷). Для останніх помилки множилися на ваговий коефіцієнт, який стає більшим у разі зменшення проміжку часу від прогнозу до появи фактичних даних¹⁸. Таким чином враховувався “часовий ефект”: чим раніше зроблений прогноз, тим вищою може бути його помилка. Точність прогнозу організації була визначена як різниця між середньою помилкою її прогнозу та середньою помилкою за всіма організаціями. Нульові значення на графіках означають, що точність відповідає середній точності прогнозу всіх організацій, додатні значення – помилки більше ніж середній рівень, від’ємні – нижчі.

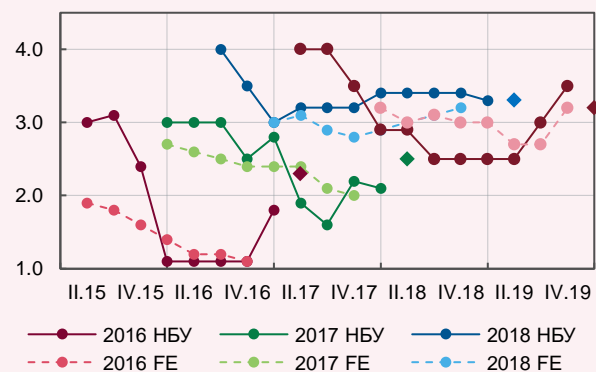
Графік 4. Рейтинг прогнозів: ІСЦ (2016-2019 рр.), річна зміна на кінець року, %¹⁹



Джерело: розрахунки НБУ.

Влучність прогнозів інфляції НБУ на 2016–2019 роки є вища ніж середня, а серед нескоригованих помилок прогнозів ІСЦ прогнози НБУ були одними з найкращих. Через те, що влучність прогнозу НБУ на 2019 рік була найкращою серед усіх прогнозів організацій, що їх складала, середня якість прогнозу НБУ (сукупно за останні чотири роки) поліпшилася порівняно з минулорічними оцінками – торік скориговані помилки прогнозу були дещо гіршими ніж середні.

Графік 5. Історія прогнозів: реальний ВВП (2015–2019 рр.), % р/р



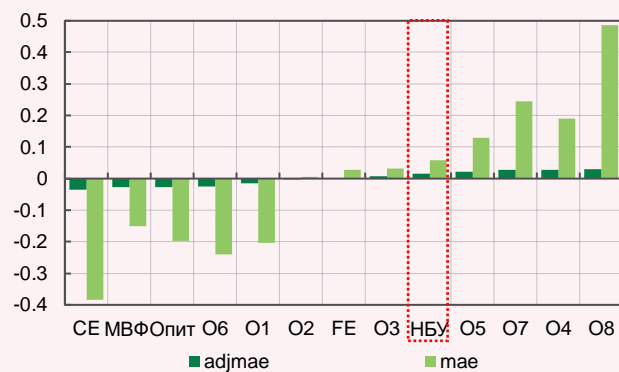
Джерело: розрахунки НБУ.

Прогнози НБУ щодо реального ВВП також були доволі точними та близькими до консенсусних прогнозів

(графік 5). Прогнози на 2016–2017 роки досить суттєво переглядалися через низку зовнішніх та внутрішніх шоків. Тоді як прогноз на 2018 рік був досить близьким до фактичних значень та справедливо оптимістичнішим, ніж консенсусний прогноз.

Прогноз ВВП на 2019 рік майже на всьому горизонті був дещо песимістичнішим, ніж консенсусний, оскільки НБУ очікував зниження врожаю зернових після рекорду в попередньому році та відповідно від’ємного внеску сільського господарства в зростання ВВП. Також у прогноз закладалася жорсткіша монетарна політика, що було необхідним для повернення інфляції до цільового діапазону на тлі досить високої премії за ризик для країни (у рік подвійних виборів). У другій половині року прогноз зростання ВВП було переглянуто в бік підвищення завдяки сприятливішим умовам торгівлі, очікуванням чергового рекордного врожаю зернових, більшому внутрішньому попиту, а також кращій інвестиційній активності у зв’язку з меншим стримуючим впливом виборчого циклу, ніж очікувалося раніше.

Графік 6. Рейтинг прогнозів: реальний ВВП (2016–2019 рр.), % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

Точність прогнозу НБУ щодо ВВП є середньою з-поміж прогнозів усіх охоплених організацій (графік 6) як за скоригованими, так і не скоригованими помилками. Скориговані помилки прогнозів між усіма організаціями надто не відрізняються, а найліпшу якість демонструють консенсусні прогнози.

Прогнози поточного рахунку були досить волатильними, ураховуючи відкритий і сировинний характер економіки та її вразливість до зовнішніх шоків і зміни ринкової кон’юнктури (графік 7). Такі події, як протистояння між Китаєм і США, Brexit значно впливали на економіки країн – ОТП України та ціни на світових товарних ринках, що відповідно призводило до різноспрямованих переглядів прогнозу платіжного балансу України.

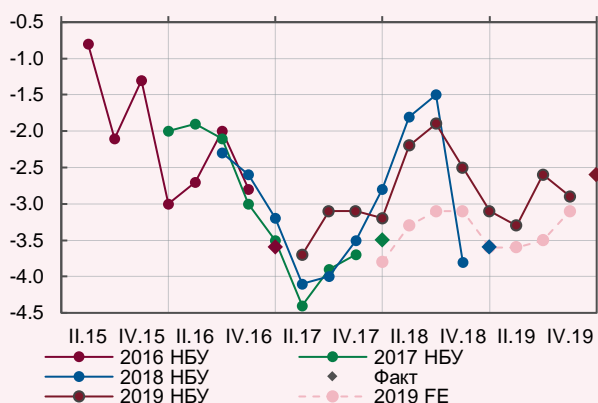
¹⁶ Mean Absolute Error.

¹⁷ Adjusted Mean Absolute Error.

¹⁸ Детально методологію розрахунку цього показника див. у роботах: Anderson M.K., Aranki T., Reslow A. [Adjusting for Information Content when Comparing Forecast Performance](#), 2016; [Evaluation of the Riskbank’s forecast](#), 2018.

¹⁹ Тут і надалі назви організацій, крім МВФ, знеособлені та замінені на О1-О8 (Міністерство економіки, Альфа-Банк Україна, ІСУ, Dragon Capital, Райффайзен Банк Аваль, J.P. Morgan, ОТП Банк, Goldman Sachs), також представлені консенсусні прогнози (Focus Economics (FE), Consensus Economics (CE)) та опитування НБУ фінансових аналітиків (Опит).

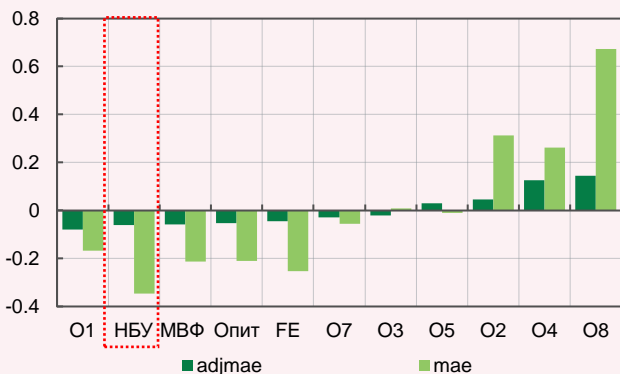
Графік 7. Історія прогнозів: сальдо поточного рахунку (2015–2019 рр.), % ВВП



Джерело: розрахунки НБУ.

У 2016–2018 роках у більшості випадків фактичні значення дефіциту поточного рахунку перевищували прогнози. Це відбувалося насамперед через збільшення обсягів імпорту машинобудування, зокрема продукції інвестиційного призначення, споживчого імпорту (передусім продовольчої продукції), а також добрив на тлі вищого попиту аграріїв.

Графік 8. Рейтинг прогнозів: сальдо поточного рахунку (2016–2019 рр.), %



Джерело: розрахунки НБУ.

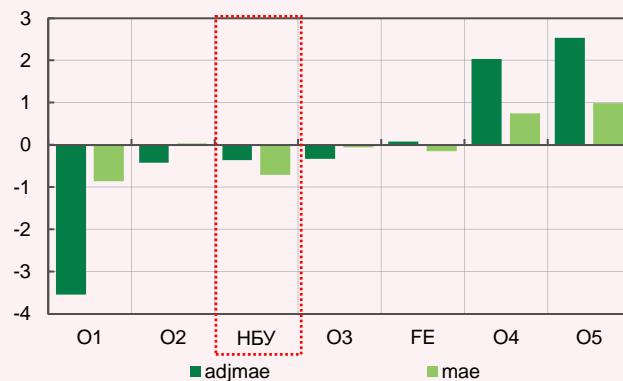
Прогноз на 2019 рік був також волатильним, однак точнішим, ніж консенсусний прогноз. Нижчий фактичний дефіцит поточного рахунку²⁰ порівняно з останніми прогнозами НБУ зумовлений кращими умовами торгівлі, зокрема збереженням відносно високих цін на залізну руду та нижчої ціни на газ завдяки теплій зимі в Європі.

Точність прогнозу НБУ щодо сальдо поточного рахунку на 2016–2019 роки є однією з найвищих порівняно з прогнозами інших організацій (графік 8). Помилки прогнозів НБУ без урахування часового ефекту є найнижчими порівняно з іншими організаціями. Порівняно з минулорічною оцінкою якість прогнозу поточного рахунку також поліпшилася: помилки прогнозів НБУ стали меншими, ніж аналогічні помилки МВФ та фінансових аналітиків.

НБУ в середині 2019 року розпочав публікацію як самого прогнозу, так і історії прогнозів облікової ставки (починаючи з 2016 року). Точність прогнозів НБУ щодо

відсоткової ставки є вищою, ніж у більшості інших учасників ринку (графік 9). Після початку запровадження жорсткішої монетарної політики починаючи з середини 2017 року НБУ, зважаючи на свою пріоритетну ціль щодо збереження цінової стабільності, прогнозував стрімкіше підвищення облікової ставки у 2017–2018 роках, ніж консенсусний прогноз (графік 10).

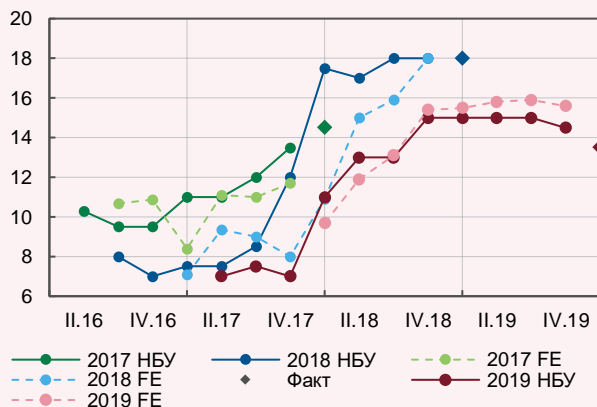
Графік 9. Рейтинг прогнозів: ключова ставка на кінець року (2016–2019 рр.), %



Джерело: розрахунки НБУ.

У 2019 році учасники ринку очікували на протилежну ситуацію. Після початку циклу пом'якшення монетарної політики консенсус-прогнози демонстрували повільніше зниження ставок, ніж було передбачено в прогнозі НБУ. Фактичне зниження ключової відсоткової ставки наприкінці 2019 року було ще стрімкішим, ніж прогнозував НБУ через швидку дезінфляцію на тлі міцнішого обмінного курсу та сприятливої макроекономічної ситуації.

Графік 10. Історія прогнозів: ключова ставка (2017–2019 рр.), на кінець року, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Порівняно з минулорічними оцінками, влучність прогнозів НБУ порівняно з іншими центральними банками регіону (Чехія, Польща, Сербія, Угорщина, Румунія)²¹ майже не змінилася: НБУ продовжує демонструвати середні результати. Зокрема точність прогнозу ВВП є кращою порівняно із середнім показником за всіма країнами. Влучність прогнозу поточного рахунку – на рівні інших країн, тоді як інфляції – дещо нижча, ніж середні показники.

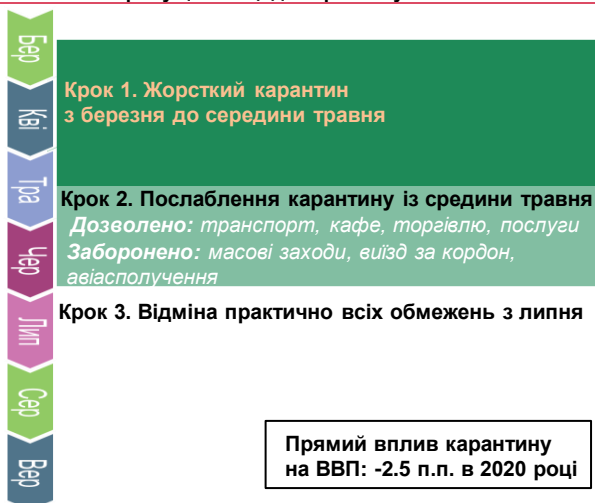
²⁰ З фактичного значення у 2019 році був виключений одноразовий платіж на користь НАК "Нафтогаз" від ПАТ "Газпром" відповідно до рішення Стокгольмського арбітражу (2.9 млрд дол. США).

²¹ Для порівняння помилок прогнозу по ІСЦ та ВВП вони були нормалізовані відповідно до середнього значення цих показників у відповідній країні.

3.2. Попит і випуск

- Реальний ВВП у поточному році знизиться на 5.0% через звуження внутрішнього та зовнішнього попиту на тлі карантинних заходів.
- Після зняття обмежень очікується відновлення в більшості видів економічної діяльності, чому також сприятимуть значний фінансовий імпульс та пом'якшення монетарних умов.

Схема 3.2.1. Припущення щодо карантину



Припущення прогнозу НБУ щодо карантину такі:

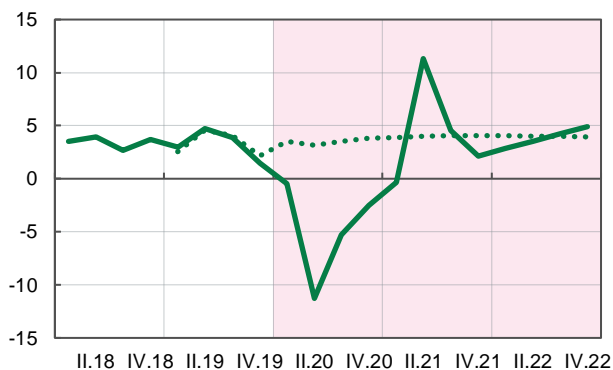
- Поточний прогноз ґрунтується на припущенні щодо завершення карантину наприкінці червня поточного року. Зняття обмежень відбуватиметься поступово для збереження контролю над епідеміологічною ситуацією.
- Перший крок – послаблення обмежень з середини травня. Він передбачатиме дозвіл на такі види діяльності: торгівля непродуктовими товарами, окремі послуги з особистого догляду, кафе/ресторани, громадський транспорт та міжміське сполучення. Однак залишатиметься заборона на проведення масових заходів (спортивні та розважальні заходи, відвідування кінотеатрів), подорожі за кордон, авіасполучення.
- Другий крок передбачає зняття майже всіх обмежень з кінця червня. Однак при цьому ще тривалий час можуть зберігатися обмеження на специфічні заходи – великі концерти, спортивні чемпіонати та інше. Водночас такі залишкові обмеження не будуть мати помітного впливу на економіку, однак слугуватимуть певним бар'єром для поширення епідемії.

Унаслідок карантинних обмежень для подолання пандемії та глобальної кризи українська економіка скоротиться на 5.0% у 2020 році, але відновить зростання на рівні близько 4% у наступні роки

Негативний вплив пандемії на українську економіку буде відносно короткостроковим, але досить потужним. Карантинні заходи вже зменшили ділову активність, споживання та зайнятість населення. Скорочення глобального попиту також обмежує експортні можливості країни. Вплив цих чинників на економіку найвідчутніше позначиться впродовж II кварталу цього року (ВВП знизиться на 11% р/р). Проте після зняття основних обмежень як в Україні, так і у світі, що очікується в кінці II кварталу, економіка почне відновлюватися V-подібно. Цьому сприятиме також м'яка фінансова та монетарна політика. Збільшення урядом бюджетних видатків на подолання кризи і заходи НБУ з підтримки позичальників та кредитування бізнесу дадуть змогу зменшити негативний вплив пандемії на економіку.

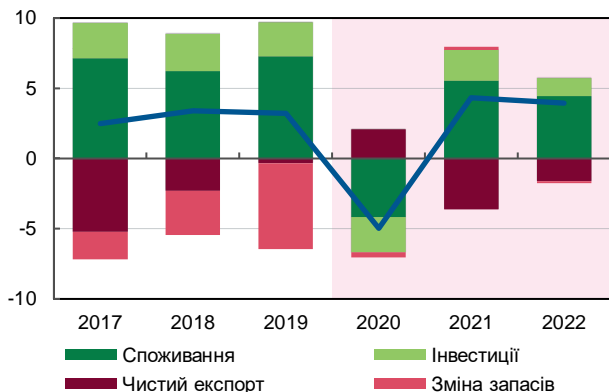
Проте як падіння, так і відновлення буде нерівномірним за видами економічної діяльності. Зокрема від впровадження внутрішніх карантинних обмежень найбільше втратить сектор послуг, роздрібна торгівля, транспорт. Після закінчення карантину ці сектори частково відновляться, проте ще потерпають від припинення зростання доходів населення. Туризм та пов'язані з ним авіаційні послуги повноцінно відновляться

Графік 3.2.1. Реальний ВВП, % р/р



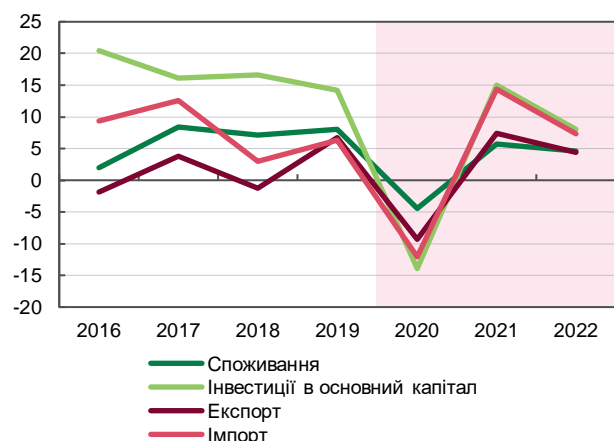
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



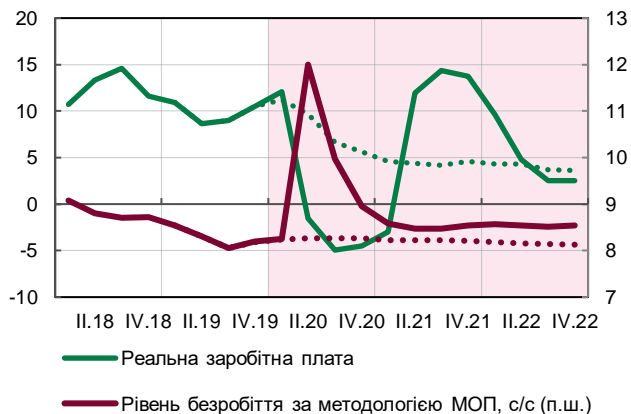
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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.

лише в наступному році. Водночас окремі експортоорієнтовані галузі, зокрема металургія, втратять насамперед від звуження зовнішнього попиту в умовах глобальної економічної кризи. Збережеться високий попит (як внутрішній, так і зовнішній) на продукцію сільського господарства, проте очікується зменшення обсягів врожаю зернових через погіршення погодних умов.

Серед компонентів ВВП найбільше скорочення очікується в інвестиційній діяльності, а приватне споживання зменшиться такими самими темпами, як і ВВП

Типовим явищем для більшості економік світу під час економічних криз є значне скорочення інвестиційних витрат з концентрацією обмежених ресурсів на більш нагальних потребах. Відтак на тлі карантинних обмежень, труднощів з логістикою, звуження світового попиту, падіння доходів підприємств інвестиційна діяльність у 2020 році скоротиться найбільше (на 14%). Вона підтримуватиметься завершенням вже розпочатих інвестиційних проектів та програмою оновлення дорожньої інфраструктури, яка продовжить фінансуватися державою.

Уже з 2021 року очікується відновлення зростання інвестиційної діяльності на тлі виходу світової економіки з кризи, відновлення кредитної активності, зростання доходів бізнесу та зменшення рівня невизначеності.

Приватне споживання у 2020 році скоротиться на 4.9%. Згортання діяльності в багатьох секторах економіки, що почалося в кінці березня, спричинить зменшення витрат на заробітні плати або скорочення працівників. Повернення частини трудових мігрантів в Україну створюватиме додаткову пропозицію на ринку робочої сили. Відповідно вже з II кварталу зростання реальних заробітних плат припиниться, а рівень безробіття зросте. Споживчі витрати населення скоротяться, а загальне споживання значною мірою підтримуватиметься бюджетними видатками уряду та заощадженнями населення.

Пом'якшення монетарної політики сприятиме зменшенню негативних наслідків кризи, проте до моменту відміни карантинних обмежень не може бути визначальним стимулом для відновлення економіки та споживчої активності.

Разом із відновленням економіки у 2021 році заробітні плати знову зростатимуть, а безробіття повернеться до рівня, близького до нейтрального. Очікується, що споживчі настрої повністю відновляться, а приватне споживання у 2021–2022 роках зростатиме темпами 5–7% на рік.

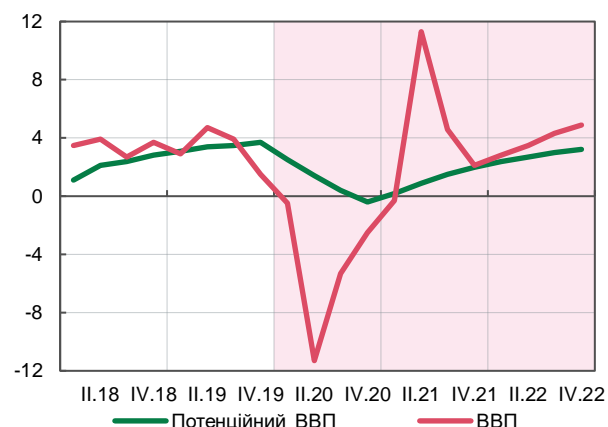
У 2020 році вперше за 5 років внесок чистого експорту у ВВП стане додатним під впливом більш суттєвого скорочення фізичних обсягів імпорту, аніж експорту.

Основними чинниками зменшення експорту в поточному році будуть слабкий зовнішній попит на металургійну продукцію, зниження врожаю та відповідне скорочення експорту зернових. Інші експортні поставки також знизяться через падіння світової економіки.

Фізичні обсяги імпорту в поточному році будуть нижчими, ніж минулорічні, – на понад 12%. Головним чинником буде падіння інвестиційного та споживчого попиту через кризові явища в економіці, що зменшить попит на імпортовану продукцію (зокрема, машинобудування). Крім того, високі запаси природного газу у сховищах визначатимуть меншу потребу в імпорті.

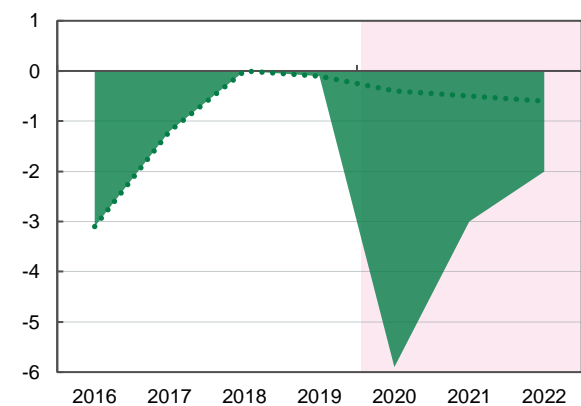
Відновлення української та світової економіки з 2021 року сприятиме зростанню експорту та імпорту. Підвищиться потреба в інвестиційному імпорті, а споживчий імпорт стимулюватиметься зростанням реальних доходів населення та низькою волатильністю РЕОК гривні. Нарощенню експортних поставок сприятимуть зростання продуктивності в сільському господарстві, а також відновлення світового попиту на металургійну продукцію. Відповідно з 2021 року внесок чистого експорту у ВВП знову стане від’ємним.

Графік 3.2.5. Фактичний та потенційний ВВП, %, р/р



Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ.

Графік 3.2.6. Розрив ВВП, % від потенційного



Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ.

У 2020 році призупиниться зростання потенційного ВВП та відкриється від’ємний розрив ВВП. Відновлення залежатиме від структурної адаптації та сприятливого зовнішнього середовища

У 2020 році зростання потенційного ВВП припиниться внаслідок зниження внесків капіталу та продуктивності. Запровадження карантинних обмежень стримуватиме зростання продуктивності виробництва та призведе до скорочення виробничих потужностей на низці підприємств.

У 2021 році зростання потенційного ВВП відновиться, хоча буде нижчим, ніж прогнозувалося в [Інфляційному звіті](#) за січень 2020 року. Найбільші внески генеруватиме продуктивність виробництва, що зростатиме як під впливом реальної конвергенції економіки до рівня більш розвинених країн-сусідів, так і внаслідок післякризової оптимізації бізнес-процесів. Окрім цього, очікується зростання капітальних інвестицій на тлі відновлення економічної активності. Повернення трудових мігрантів за кордон після зняття обмежень стримуватиме швидше зростання потенційного ВВП.

Різде збільшення розриву ВВП у 2020 році стане наслідком зниження як вітчизняної, так і світової економічної активності через запровадження карантинних обмежень. Зниження сукупного попиту супроводжуватиметься зростанням безробіття до понад 11% за методологією МОП. Розрив ВВП поступово скорочуватиметься у 2021–2022 роках. Темпи відновлення сукупного попиту визначатимуться швидкістю зростання економік країн – ОТП та повернення інтересу інвесторів до країн з ринками, що розвиваються. Скороченню розриву ВВП також сприятимуть виважені фінансова та монетарна політика. Збільшення урядом

бюджетних видатків на подолання кризи і заходи з підтримки позичальників та кредитування бізнесу дадуть змогу швидше досягнути потенційного рівня ВВП.

Фіскальна політика у 2020 році буде стимулюючою

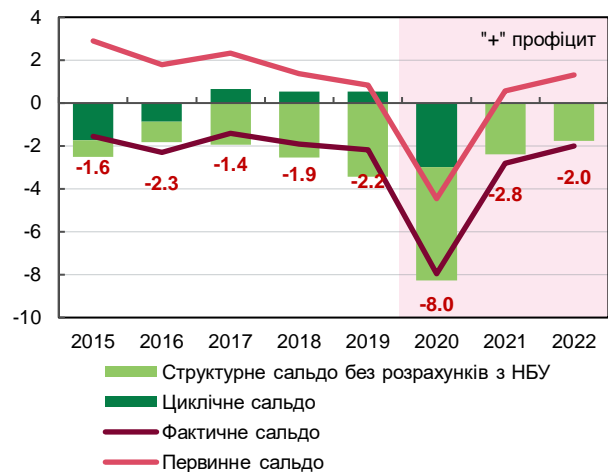
У поточному році очікується суттєвий фіскальний імпульс для економіки: структурний дефіцит розшириться, оскільки з метою протидії негативним наслідкам кризи для економіки уряд наростить дефіцит СЗДУ до близько 8% ВВП. Будуть профінансовані заходи з підтримки бізнесу та населення в умовах, коли сповільнюється ділова активність, знижується зайнятість і податкові надходження у бюджет, а іноземні інвестори залишають ринки, що розвиваються. За оцінками НБУ, вплив таких фіскальних заходів на зростання ВВП оцінюється у близько 2 в. п.

Доходи СЗДУ в умовах рецесії в економіці знизяться навіть в номінальному виразі за рахунок скорочення як податкових, так і неподаткових надходжень. Водночас зростає необхідність нарощування видатків соціального характеру для підтримки населення під час економічної кризи, а також видатків на боротьбу з поширенням вірусної епідемії. Відповідно такий суттєвий дефіцит в умовах відсутності приватизаційних надходжень буде профінансовано борговими запозиченнями. Вагому роль відіграватимуть запозичення від МВФ та інше офіційне фінансування.

Разом із відновленням зростання економіки зникне потреба в значних фіскальних стимулах, тому дефіцит СЗДУ поступово скорочуватиметься: до 2.8% ВВП у 2021 та 2.0% ВВП у 2022 роках.

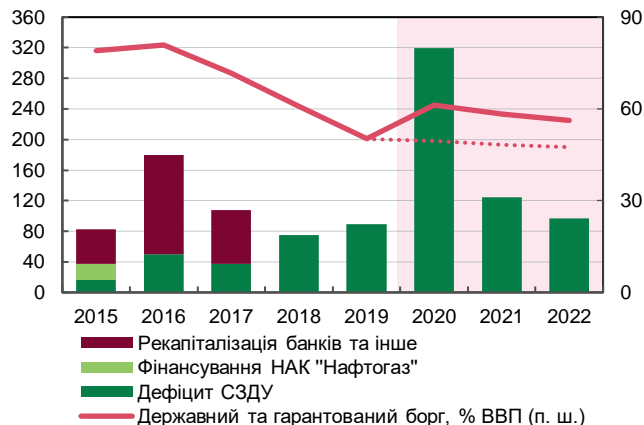
Державний та гарантований державою борг у поточному році перевищить 60% ВВП через значне нарощування дефіциту бюджету, падіння номінального ВВП, а також слабший, ніж у кінці минулого року обмінний курс гривні. Водночас відновлення зростання економіки з 2021 року, виважена фіскальна політика, а також низька волатильність обмінного курсу зумовить поступове зниження державного та гарантованого державою боргу до ВВП на 2–3 в. п. щороку.

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

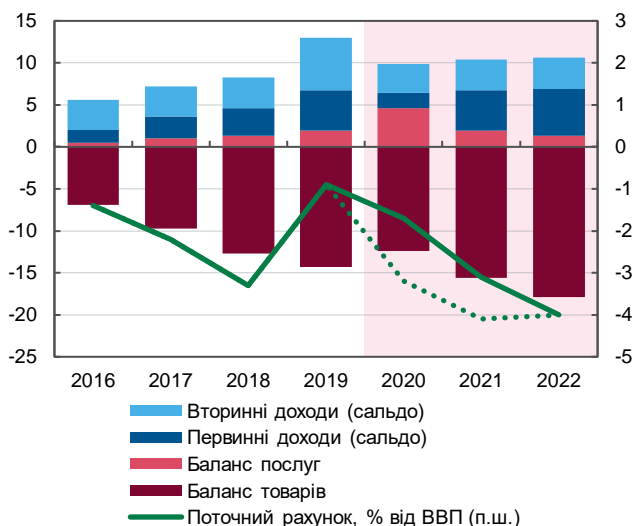


Джерело: МВФ, ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

3.3. Платіжний баланс

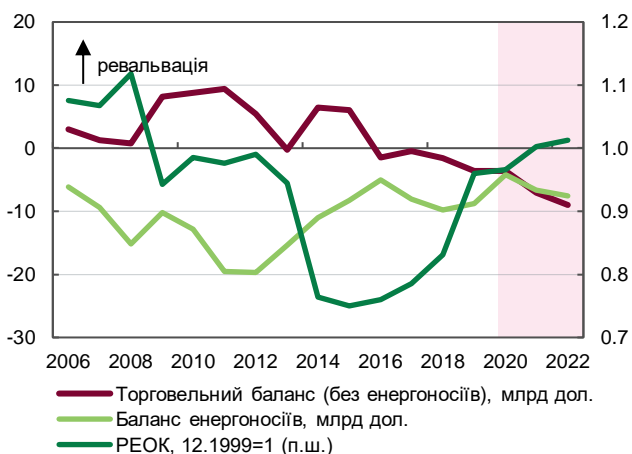
- У 2020 році дефіцит поточного рахунку залишиться низьким: зниження імпорту товарів та витрат на подорожі переважатиме скорочення експорту та грошових переказів.
- Надалі дефіцит розшириться внаслідок укріплення РЕОКу гривні та реалізації відкладеного попиту, однак залишиться в прийнятних межах (3–4% ВВП).
- Завдяки новій програмі співпраці з МВФ та поступовому відновленню інтересу інвесторів до країн ЕМ, міжнародні резерви зростуть до 27–29 млрд дол у 2020–2022 роках.

Графік 3.3.1. Сальдо поточного рахунку, млрд дол



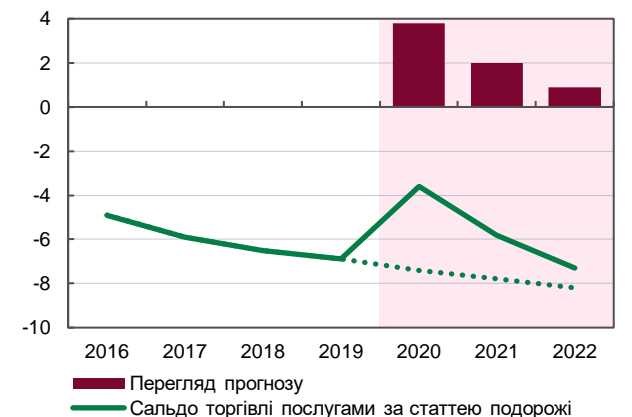
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.3.2. РЕОК гривні та торговельний баланс



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.3.3. Сальдо торгівлі послугами за статтею подорожі, млрд дол



Джерело: розрахунки НБУ.

Дефіцит поточного рахунку поступово розширюватиметься у 2020–2022 роках, однак залишатиметься в прийнятних межах

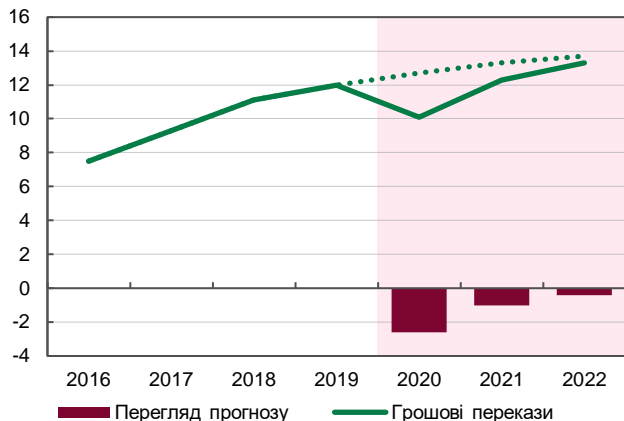
НБУ переглянув прогноз дефіциту поточного рахунку на 2020 рік у бік зменшення до 1.7% ВВП (порівняно з 3.2% ВВП у січневому прогнозі). У 2020 році торговельний баланс поліпшиться завдяки сприятливим умовам торгівлі та зниженню імпорту товарів та послуг. В умовах карантинних обмежень по всьому світі та падіння цін на глобальних ринках Україна зменшить обсяги закупівель енергоносіїв і більшості товарів не першої необхідності. Негативні наслідки пандемії для експорту будуть слабшими з огляду на очікуване збереження попиту на продовольство. Водночас зниження переказів від трудових мігрантів буде з надлишком компенсоване скороченням витрат українців на закордонні подорожі.

Після відновлення економічної активності у світі та в Україні дефіцит поточного рахунку знову розшириться. Цьому сприятиме реалізація відкладеного попиту на імпорتنі товари з боку населення, відновлення інвестиційного імпорту бізнесом, а також очікуване зниження надходжень від транзиту газу. Утім показник дефіциту залишатиметься на рівні 3–4% ВВП (як і передбачав січневий прогноз НБУ).

У 2020 році експорт товарів скоротиться на 12% унаслідок зниження зовнішнього попиту та цін на сировинні товари, а також нижчого врожаю зернових через менш сприятливі погодні умови. У 2021–2022 роках експорт зростатиме (на 6–10%) завдяки відновленню економічної активності та зростанню цін на чорні метали, а також продовженню підвищення продуктивності в сільському господарстві.

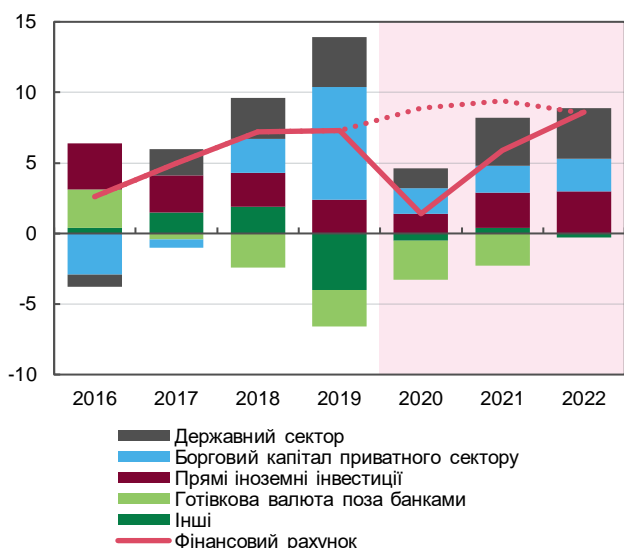
Зменшення імпорту товарів на 12% у 2020 році зумовлюватиметься передусім енергетичною складовою, яка скоротиться майже вдвічі. Знижуватимуться як ціни на енергоресурси, так і обсяги імпорту газу (до 6 млрд м³ порівняно з 14.4 млрд м³ у 2019 році) через високі запаси в сховищах. Унаслідок падіння реальних доходів населення та зниження економічної активності скорочуватиметься і неенергетичний імпорту (на 4%). Водночас, темпи падіння неенергетичного імпорту стримуватимуться додатковим попитом на медичне обладнання та фармацевтичну продукцію. Відновлення зростання імпорту у 2021–2022 роках (на 8–14%) зумовлюватиметься реалізацією відкладеного попиту, відновленням інвестиційного імпорту бізнесом, зростанням цін на енергоресурси, поживленням економічної активності та зміцненням РЕОК гривні.

Графік 3.3.4. Грошові перекази, млрд дол



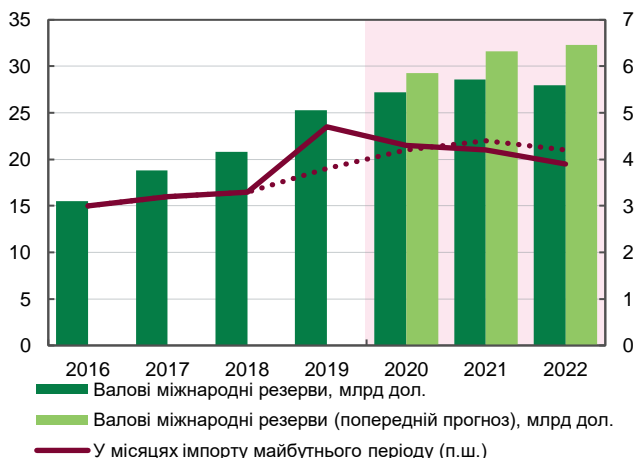
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.3.5. Фінансовий рахунок: чисті зовнішні зобов'язання та операції з капіталом, млрд дол



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.3.6. Міжнародні резерви, млрд дол



Профіцит торгівлі послугами суттєво зросте у 2020 році внаслідок падіння кількості закордонних подорожей на тлі обмеження пересування та збереження побоювань щодо інфікування. Після відновлення туризму у 2021–2022 роках темпи зростання імпорту прискоряться, але сальдо торгівлі послугами залишатиметься додатним.

Зниження грошових переказів від трудових мігрантів у 2020 році відбудеться внаслідок скорочення їх кількості через закриття кордонів, втрати роботи або вимушеного переходу на часткову зайнятість в умовах карантинних обмежень та зниження оплати праці в країнах – реципієнтах (детальніше у вставці 7 “Оцінка впливу карантинних заходів на грошові перекази в Україну” на сторінці 46). Це призведе до зменшення надходжень за первинними та вторинними доходами. У 2021–2022 роках очікується повернення за кордон переважної більшості трудових мігрантів (більше 90%) унаслідок відновлення економік країн-сусідів та попиту на робочу силу.

Укладення нової програми співпраці з МВФ є головною передумовою збереження макрофінансової стабільності в Україні під час світової кризи

Схвалення Радою директорів МВФ нової програми співпраці з Україною та отримання вже до кінця весни першого траншу фінансування на суму близько 2 млрд дол. створять сприятливі умови для інших державних запозичень. Україна зможе покрити збільшений дефіцит державного бюджету та впевнено пройти період пікового боргового навантаження.

У другому півріччі 2020 року вплив боргового капіталу з приватного сектору припиниться, однак попит на державні цінні папери не відновиться до кінця року. У 2021–2022 роках очікується повернення інтересу інвесторів до країн EM та відповідно приплив капіталу в приватний та державний сектори, у тому числі в гривневій ОВДП. Також знизиться вплив іноземної готівки поза банки на тлі поліпшення інфляційних та курсових очікувань.

Фінансування від МВФ та інших офіційних міжнародних партнерів дасть змогу підтримувати міжнародні резерви України на рівні 27–29 млрд дол. упродовж цього та наступних років. На кінець 2022 року вони становитимуть 90% від композитного критерію МВФ адекватності резервів, або 3.9 місяця майбутнього імпорту.

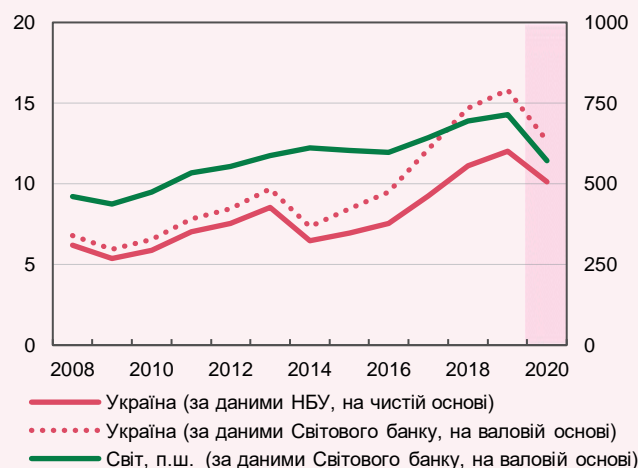
Вставка 7. Оцінка впливу карантинних заходів на грошові перекази в Україну

Закриття кордонів багатьма країнами та зниження економічної активності у світі з огляду на поширення коронавірусу безпосередньо позначається на грошових переказах українських заробітчан. На основі прогнозу економічного розвитку країн – реципієнтів українських мігрантів та зниження трудової міграції прогноз грошових переказів на 2020 рік було переглянуто в бік зниження на 2.6 млрд дол. (або 20%) порівняно з попереднім прогнозом – до 10 млрд дол.

До цього часу консенсусна думка полягала в тому, що значні обсяги переказів трудових мігрантів пом'якшують наслідки криз для країн – донорів робочої сили. [На відміну від інших фінансових потоків, перекази є доволі стійкими, оскільки трудові мігранти намагаються підтримати своїх близьких у складні часи.](#) Крім того, такі потоки швидко відновлюються після завершення кризи.

Звичайно, що і за минулих криз послаблення економік країн – реципієнтів трудових мігрантів спричинило падіння заробітних плат за кордоном, втрату частиною мігрантів роботи або погіршення умов праці, а відтак – і скорочення переказів. Так, під час глобальної фінансової кризи 2009 року обсяги грошових переказів до країн світу скоротилися на 6%, в Україну – на 12%.

Графік 1. Грошові перекази в Україну та до країн світу, млрд дол.*



* З 2015 року – перегляд методики розрахунку на основі дзеркальної статистики ([детальніше](#)). Перекази на чистій основі – за вирахуванням витрат мігрантів у країні перебування. Дані за 2020 рік – прогноз НБУ та [Світового банку](#).

Джерело: [Світовий банк](#), НБУ.

Проте поточна глобальна рецесія має свої особливості у впливі на перекази через закриття кордонів багатьма країнами. Адже багато трудових мігрантів повернулися додому, а інша частина – не зможе поїхати на заробітки, хоча і планувала це зробити.

З огляду на це, в поточному прогнозі переказів враховано як припущення щодо зниження кількості трудових мігрантів, так і ефекти від охолодження економічної активності та карантинних обмежень у країнах – реципієнтах.

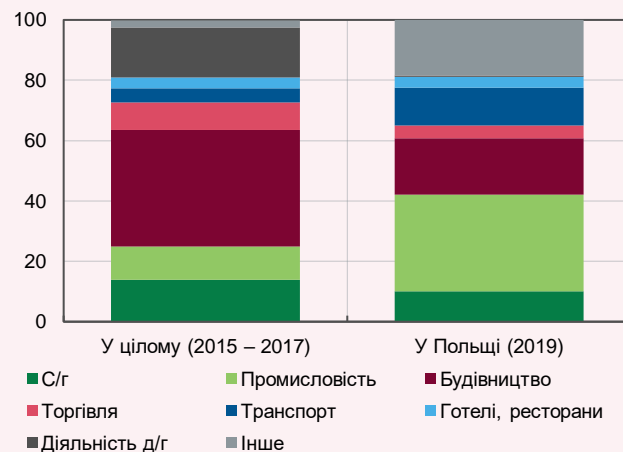
Оцінка зниження ефектів від зниження кількості мігрантів.

На підставі інформації з відкритих джерел, зокрема від [Прикордонної служби](#), [оцінок експертів тощо](#), оцінено загальну кількість трудових мігрантів, які повернулися в Україну протягом карантинного періоду, на рівні близько 10%. Крім того, обмеження на виїзд за кордон стануть додатковим чинником зниження переказів у II кварталі, оскільки сезонні працівники залишаться вдома (ще близько 10%). У цілому у 2020 році вплив зменшення кількості мігрантів на грошові перекази було оцінено в 0.6 млрд дол.

Ефекти від охолодження економічної активності та карантинних обмежень у країнах – реципієнтах.

Для оцінки було використано два підходи: (1) погіршення ситуації у розрізі сфер зайнятості трудових мігрантів, які залишаються за кордоном, та (2) за рахунок зниження їх зарплат або втрати зайнятості.

Графік 2. Структура зайнятості українських мігрантів у Польщі та в цілому, %



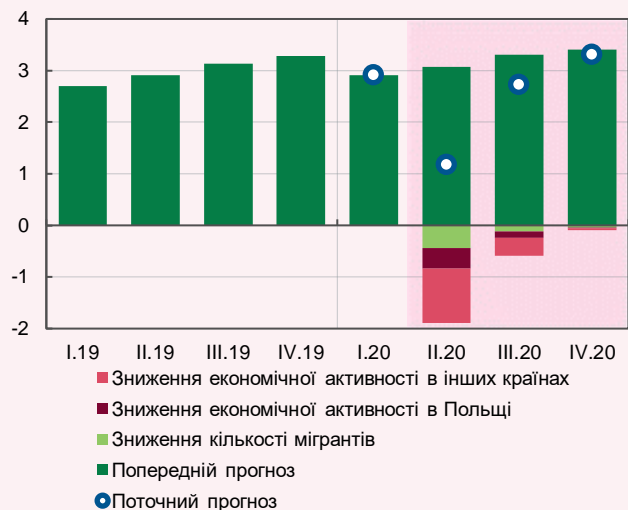
Джерело: Опитування ДССУ з питань трудової міграції (2017), Міністерство праці і соціальної політики Польщі.

Працівники, які залишаються за кордоном попри карантинні обмеження, відправлятимуть певну частину грошових переказів, але їх обсяг залежить від рівня економічної активності в країнах – реципієнтах. Відповідно до першого підходу зниження економічної активності за видами діяльності буде нерівномірним, тож і доходи трудових мігрантів за кордоном скоротяться залежно від сфери зайнятості. Найбільше постраждають доходи тих, хто працює у готельно-ресторанному бізнесі, закладах культури та мистецтва, освіти. Однак попри порівняно менший вплив на діяльність у сфері

будівництва та обробної промисловості саме зниження доходів у цих видах діяльності матиме визначальний вплив через значну кількість залучених у них мігрантів.

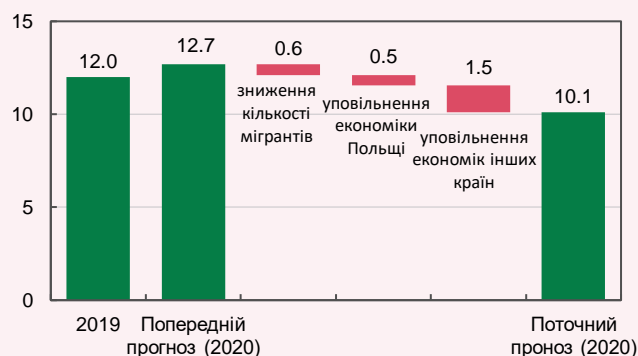
Загалом, через зниження економічної активності за кордоном, обсяг переказів знизиться на 2.0 млрд дол.

Графік 3. Грошові перекази в Україну та чинники перегляду прогнозу, млрд дол.



Джерело: НБУ, оцінки НБУ.

Графік 4. Грошові перекази в Україну та чинники перегляду прогнозу на 2020 рік, млрд дол.

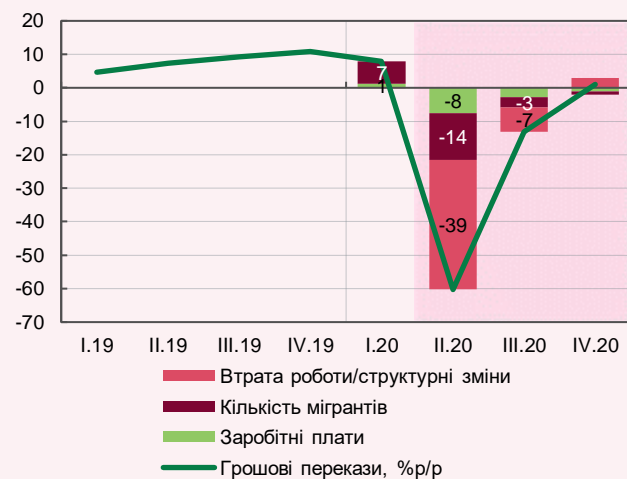


Джерело: НБУ, оцінки НБУ.

Другий підхід побудований на оцінці зниження заробітних плат, повної або часткової втрати роботи та погіршення умов праці в тих, хто залишився за кордоном на основі агрегування оцінок, зроблених окремо для Польщі, Чехії, Росії та інших країн. Ефект від вимушеного переходу на часткову зайнятість або втрати постійної роботи оцінено в 1.2 млрд дол. А втрати від зменшення заробітних плат трудових мігрантів оцінено в 0.8 млрд. дол. США.

У цілому зниження обсягів переказів в Україну оцінено на суму 2.5 млрд дол. до 10 млрд дол. Оновлений прогноз НБУ ґрунтується на припущенні про скасування більшості карантинних заходів до кінця II кварталу 2020 року. Як результат, негативний вплив поточної кризи буде нерівномірним за кварталами: найбільше скорочення переказів очікується в II кварталі з поступовим його зменшенням до кінця року.

Графік 5. Грошові перекази в Україну та чинники перегляду прогнозу на 2020 рік, % р/р

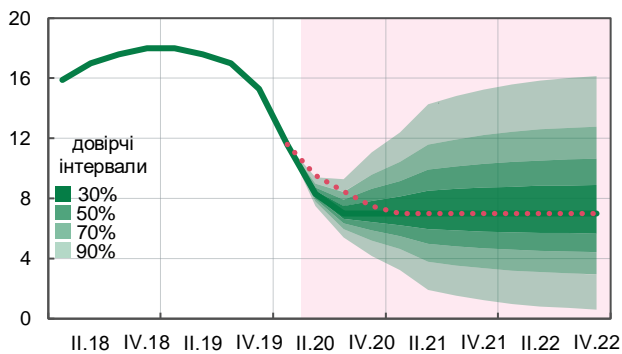


Джерело: НБУ, оцінки НБУ

3.4. Монетарні умови та фінансові ринки

- Пом'якшення монетарної політики сприятиме відновленню економічного зростання. Інфляція залишатиметься контрольованою та наблизиться до цільового рівня на горизонті політики. Ключова ставка в цьому році знизиться до свого середньострокового нейтрального рівня 7%.
- Значний профіцит ліквідності банківської системи зберігатиметься через конвертацію урядом валютних запозичень для фінансування дефіциту бюджету та купівлю НБУ на ринку іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів.

Графік 3.4.1. Облікова ставка НБУ, середня, %

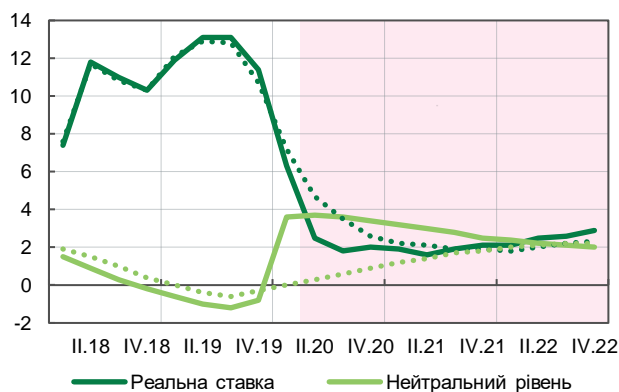


Джерело: розрахунки НБУ.

Зниження облікової ставки сприятиме пом'якшенню монетарних умов та зменшенню наслідків економічної кризи

Цикл пом'якшення монетарної політики виходить з прогнозу зниження облікової ставки до 7% у II кварталі 2020 року. Це надасть економіці стимул, необхідний для підтримання населення і бізнесу та швидкого відновлення ділової активності після завершення карантину. Ефект трансмісії ключової ставки посилюватиметься завдяки полегшенню доступу банків до фінансування внаслідок запровадження нових інструментів для підтримки ліквідності та стимулювання кредитування реального сектору (детальніше в розділі 2.6 "Монетарні умови та фінансові ринки" на стор. 30).

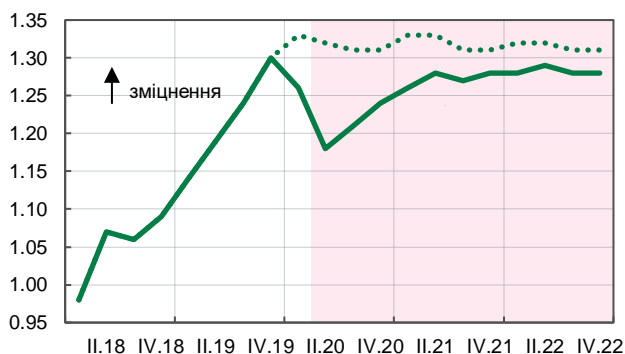
Графік 3.4.2. Реальна процентна ставка* та її нейтральний рівень, %



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

Реальні монетарні умови пом'якшаться у II кварталі 2020 року та будуть стимулюючими до кінця 2021 року. Така зміна монетарних умов відбудеться як внаслідок зниження ключової ставки та підвищення рівня прогнозованої інфляції, так і підвищення оцінки поточного рівня нейтральної ставки. Останнє зумовлюється послабленням оцінок рівноважного РЕОК гривні, що узгоджується з впливом структурного шоку на потенційний ВВП (детальніше в розділі 3.2 "Попит та випуск" на стор. 40). Реальна нейтральна ставка підвищилася до близько 4%, проте згодом поступово досягне свого довгострокового рівня 2%.

Графік 3.4.3. Індекс РЕОК гривні, IV.2017=1



Джерело: розрахунки НБУ.

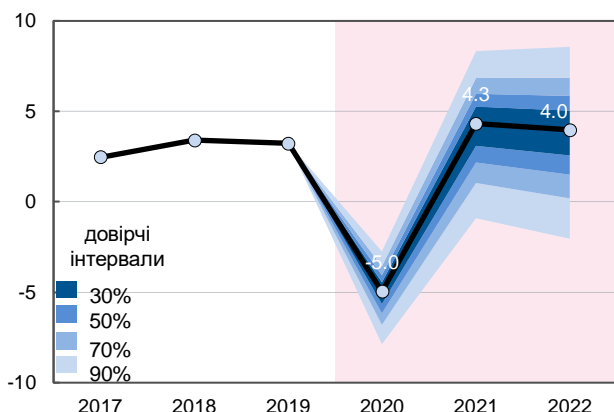
Після девальвації РЕОК гривні на початку 2020 року в другому півріччі він зміцниться та надалі стабілізується завдяки зниженню волатильності номінального обмінного курсу та слабкому інфляційному тиску. НБУ і надалі згладжуватиме надмірні коливання обмінного курсу, не протидіючи ринковим тенденціям.

Очікується збереження суттєвого профіциту ліквідності банківської системи на прогнозному горизонті. Зокрема, головним чинником його формування в поточному році буде конвертація урядом валютних запозичень для фінансування дефіциту бюджету. Крім того, ліквідність підтримуватиметься інструментами довгострокового рефінансування. У 2021–2022 роках головним каналом постачання ліквідності будуть операції НБУ з купівлі на ринку іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів. Ці чинники частково компенсуватимуться зростанням обсягів готівки в обігу. Водночас очікується поступове згасання ажіотажного попиту на готівку, спричиненого невизначеністю, пов'язаною з коронавірусом та введенням карантинних заходів.

3.5. Ризики прогнозу

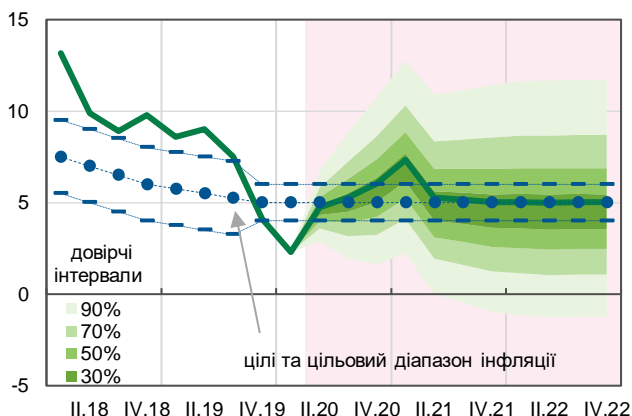
- Основним ризиком для втілення цього прогнозу залишається відсутність укладення нової програми співпраці з МВФ.
- Іншим важливим ризиком є триваліший строк пандемії коронавірусу та збереження обмежувальних заходів, необхідних для її подолання, на довший період. Від цього безпосередньо залежатиме швидкість відновлення як глобальної, так і української економіки.

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 і для інших зон графіка. Таким чином, імовірність того, що інфляція не вийде за межі найсвітлішої зони, становить 90%.

Ключовим припущенням макроекономічного прогнозу є продовження співпраці з МВФ. Відповідно одним з основних ризиків макроекономічного прогнозу є відсутність укладення нової угоди про співпрацю з МВФ. Тривала затримка нової програми значно погіршить фінансові можливості уряду з підтримання економіки під час кризи та можливість рефінансування боргів в умовах обмеженого доступу до міжнародних ринків капіталу. Це призведе до погіршення курсових та інфляційних очікувань і змусить НБУ вдаватися до більш жорсткої монетарної політики.

Базовий сценарій макроекономічного прогнозу побудований з урахуванням припущення про скасування основних карантинних обмежень, що стримують економічну діяльність, вже до кінця II кварталу. Необхідність продовження карантинних обмежень на більш тривалий час (у тому числі через ймовірну нову хвилю захворюваності восени або взимку) є ключовим ризиком для окресленого прогнозу. За такого сценарію суттєво поглибитиметься падіння економіки в поточному році та виникне потреба в посиленні фіскальних та монетарних стимулів для пом'якшення негативного впливу від скорочення сукупного попиту на економіку.

З боку зовнішнього сектору основні ризики теж пов'язані з успішністю приборкання пандемії на глобальному рівні. У разі глибшої світової кризи або більш повільного відновлення економік країн – ОТП після завершення основних карантинних заходів очікується негативний вплив на українську економіку через зниження світового попиту та продовження відпливу капіталу з країн ЕМ, а також зниження цін на товари українського експорту. Водночас за такого сценарію очікуються активні антикризові заходи урядів та центральних банків інших країн. Відповідно монетарна політика НБУ відобразить баланс між потребою у зниженні інфляційного тиску через послаблення обмінного курсу гривні та підтримкою економіки.

Ризики для продовольчої інфляції посилюються через зростання волатильності світових цін на продовольство в умовах кліматичних змін. А все ще вагома частка продуктів харчування в структурі ІСЦ визначає чутливість динаміки інфляції до таких тимчасових продовольчих шоків, що може викликати відповідні відхилення загальної інфляції від цілі. Реакція монетарної політики зумовлюватиметься впливом шоку пропозиції на інфляційні очікування.

		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 зернових. Глибоке падіння світової економіки	
	Сильний	Ескалація військового конфлікту	Гальмування співпраці з МВФ	Триваліший строк пандемії коронавірусу

Вагомим ризиком є скорочення врожаю зернових і плодоовочевих культур в Україні через несприятливі погодні умови. За таких умов більше зросте продовольча інфляція та поглибиться падіння ВВП через зниження випуску у сільському господарстві. Це призведе до скорочення експорту зернових, зменшення валютної виручки, що супроводжуватиметься девальваційним тиском на обмінний курс гривні та відповідно інфляцію. Втім, втрати від зниження експортних поставок частково компенсуються зростанням цін на зернові.

Ризики ескалації військового конфлікту на сході країни можуть суттєво погіршити інвестиційну привабливість України та очікування всіх економічних агентів

Показники	Макроекономічний прогноз (квітень 2020)																					
	2019				2020				2021				2022									
	2017	2018	факт	прогноз 1.2020	прогноз 1.2020	прогноз 1.2020	прогноз 1.2020	прогноз 1.2020	прогноз 1.2020	прогноз 1.2020	прогноз 1.2020	прогноз 1.2020	прогноз 1.2020	прогноз 1.2020	прогноз 1.2020	прогноз 1.2020	прогноз 1.2020					
РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше																						
Номинальний ВВП, млрд грн	2984	3561	3975	3975	832	870	1110	1158	3970	4290	875	1022	1222	1241	4360	4682	945	1112	1336	1367	4760	5113
Реальний ВВП	2.5	3.4	3.2	3.3	-0.5	-11.3	-5.3	-2.5	-5.0	3.5	-0.3	11.3	4.6	2.1	4.3	4.0	2.8	3.5	4.3	4.9	4.0	4.0
Дефлятор ВВП	22.1	15.4	8.1	8.0	2.6	5.2	6.1	6.5	5.1	4.3	5.5	5.5	5.1	5.0	5.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
ІСЦ (середнє за період)	14.4	10.9	7.9	7.9	-	-	-	-	4.3	3.6	-	-	-	-	5.8	5.5	-	-	-	-	5.0	5.0
ІСЦ (на кінець періоду)	13.7	9.8	4.1	4.1	2.3	4.8	5.3	6.0	6.0	4.8	7.3	5.3	5.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Базова інфляція	9.5	8.7	3.9	3.9	3.1	6.4	6.5	6.8	6.8	3.5	6.9	3.8	3.7	3.8	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8
Небазова інфляція	19.4	10.7	4.8	4.8	1.5	2.4	3.4	5.0	5.0	6.4	7.8	7.3	7.3	6.9	6.9	6.7	6.8	6.8	6.8	6.7	6.7	6.5
Сирі продукти	23.5	3.3	3.9	3.9	-1.0	4.7	4.8	5.6	5.6	3.2	8.7	4.5	3.3	3.3	3.3	3.0	3.2	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3
Адміністративно регульовані ціни	16.1	18.0	8.6	8.6	5.5	4.7	5.6	7.5	7.5	9.3	9.2	10.0	10.9	9.8	9.8	9.8	9.6	9.5	9.5	9.2	9.2	9.1
ІЦВ (на кінець періоду)	16.5	14.2	-7.4	-7.4	-4.2	-0.6	-1.4	7.1	7.1	5.4	4.5	4.5	5.0	5.3	5.3	5.1	5.1	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0
Номинальна заробітна плата, (в середньому за період)	37.1	24.8	18.5	18.5	15.2	2.3	-0.1	0.8	4.3	12.1	3.9	18.5	20.5	19.5	15.6	10.1	15.1	10.0	7.6	7.7	9.9	9.2
Реальна заробітна плата (в середньому за період)	19.1	12.5	9.7	9.7	-	-	-	-	0.0	8.2	-	-	-	-	9.1	4.5	-	-	-	-	4.7	4.0
Безробіття, % (МОП)	9.5	8.8	8.3	8.3	-	-	-	-	9.5	8.3	-	-	-	-	8.6	8.2	-	-	-	-	8.6	8.2
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР																						
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	-42.1	-67.8	-87.3	-84.3	-	-	-	-	-315.9	-85.4	-	-	-	-	-124.0	-92.6	-	-	-	-	-97.5	-101.2
% від ВВП	-1.4	-1.9	-2.2	-2.1	-	-	-	-	-8.0	-2.0	-	-	-	-	-2.8	-2.0	-	-	-	-	-2.0	-2.0
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд грн	-37.0	-75.4	-89.2	-84.3	-	-	-	-	-319.4	-84.0	-	-	-	-	-124.2	-92.3	-	-	-	-	-97.2	-100.1
% від ВВП	-1.2	-2.1	-2.2	-2.1	-	-	-	-	-8.0	-2.0	-	-	-	-	-2.8	-2.0	-	-	-	-	-2.0	-2.0
ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)																						
Поточний рахунок, млрд дол.	-2.4	-4.4	-1.3	-1.1	0.2	-1.1	-0.7	-1.0	-2.5	-5.7	-0.7	-1.9	-1.8	-0.9	-5.3	-7.9	-1.4	-2.4	-2.4	-1.1	-7.3	-8.0
Експорт товарів та послуг, млрд дол.	53.9	59.1	63.4	63.4	15.3	11.8	14.0	16.0	57.0	65.5	14.9	13.9	15.5	17.4	61.6	67.0	15.9	14.9	16.3	18.3	65.4	69.1
Імпорт товарів та послуг, млрд дол.	62.5	70.5	75.8	75.5	16.2	13.3	16.0	19.4	64.8	79.9	17.3	18.3	19.4	20.3	75.3	84.2	19.1	19.9	21.1	22.0	82.0	86.9
Фінансовий рахунок, млрд дол.	-5.0	-7.2	-7.3	-7.0	0.4	-1.3	2.3	-2.8	-1.4	-8.9	-1.3	-2.1	-1.8	-0.8	-5.9	-9.4	-2.0	-3.0	-2.5	-1.1	-8.6	-8.5
Зведений баланс, млрд дол.	2.6	2.9	6.0	6.0	-0.1	0.2	-3.0	1.8	-1.1	3.2	0.5	0.2	-0.1	-0.1	0.6	1.6	0.6	0.7	0.1	0.0	1.3	0.4
Валові резерви, млрд дол.	18.8	20.8	25.3	25.3	24.9	27.3	24.6	27.2	27.2	29.3	27.2	28.3	27.7	28.6	28.6	31.6	28.5	28.9	28.3	28.0	28.0	32.3
Місяці імпорту майбутнього періоду	3.2	3.3	4.7	3.8	4.5	4.6	4.0	4.3	4.3	4.2	4.2	4.3	4.1	4.2	4.2	4.4	4.0	4.0	4.9	3.9	3.9	4.2
МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)																						
Грошова база, %	4.6	9.2	9.6	9.6	0.9	7.8	4.8	7.5	7.5	6.1	-3.9	-1.9	-0.6	3.8	3.8	6.1	-4.0	0.8	2.0	4.3	4.3	5.6
Грошова маса, %	9.6	5.7	12.6	12.3	5.6	5.2	3.6	3.5	3.5	10.1	1.6	4.8	7.1	9.9	9.9	9.5	0.4	4.7	5.8	9.8	9.8	9.4
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	2.5	2.8	2.8	2.8	-	-	-	-	2.7	2.7	-	-	-	-	2.7	2.7	-	-	-	-	2.6	2.7

Абревіатури та скорочення

БІСЦ	Базовий індекс споживчих цін	НПЗ	Нафтопереробний завод
ВВП	Валовий внутрішній продукт	НФК	Нефінансові корпорації
ВДВ	Валова додана вартість	ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
ВДЕ	Відновлювані джерела енергії	ОЗДП	Облігації зовнішньої державної позики
ВЕД	Види економічної діяльності	ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти
ВНОК	Валове нагромадження основного капіталу	ОТП	Основні торговельні партнери
ВРУ	Верховна Рада України	ПАТ	Публічне акціонерне товариство
ГМК	Гірничо-металургійний комплекс	ПДВ	Податок на додану вартість
ДГ	Домогосподарства	ПДФО	Податок та збір на доходи фізичних осіб
ДКСУ	Державна казначейська служба України	ПІІ	Прямі іноземні інвестиції
ДС	Депозитні сертифікати	ППП	Податок на прибуток підприємств
ДСЗУ	Державна служба зайнятості України	ПФ	Пенсійний фонд
ДССУ	Державна служба статистики України	РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ДМСУ	Державна митна служба України	СЗДУ	Сектор загального державного управління
ЄКР	Єдиний казначейський рахунок	США	Сполучені Штати Америки
ЄС	Європейський Союз	ФРС	Федеральна резервна система США
ЄЦБ	Європейський центральний банк	ЦСЄ	Центрально-Східна Європа
ЖКГ	Житлово-комунальне господарство	ЧМІП	Чиста міжнародна інвестиційна позиція
ІВ	Іноземна валюта	COVID-19,	коронавірусна хвороба COVID-19
ІДО	Індекс ділових очікувань	коронавірус	
ІОДА	Індекс очікувань ділової активності	ЕСРІ	Індекс зміни світових цін на товари українського експорту
ІСЦ	Індекс споживчих цін	ЕМ	Emerging Markets, країни, ринки яких розвиваються
ІТ	Інформаційні технології	ЕМВІ	Emerging Markets Bond Index
КМУ	Кабінет Міністрів України	ІІФ	Institute of International Finance, Інститут Міжнародних Фінансів
КПМ	Квартальна прогнозна модель	РМІ	Purchasing Managers' Index, індекс ділової активності
МБВР	Міжбанківський валютний ринок	UAWCPI	Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України
МВС	Міністерство внутрішніх справ	UAWGDP	Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України
МВФ	Міжнародний валютний фонд	UIIR	Український індекс міжбанківських ставок
МОЗ	Міністерство охорони здоров'я		
МОН	Міністерство освіти і науки		
МОП	Міжнародна організація праці		
МР	Маркетинговий рік		
МФО	Міжнародні фінансові організації		
МФУ	Міністерство фінансів України		
НАК	Національна акціонерна компанія		
НБУ	Національний банк України		
НВ	Національна валюта		
НЕОК	Номінальний ефективний обмінний курс		
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