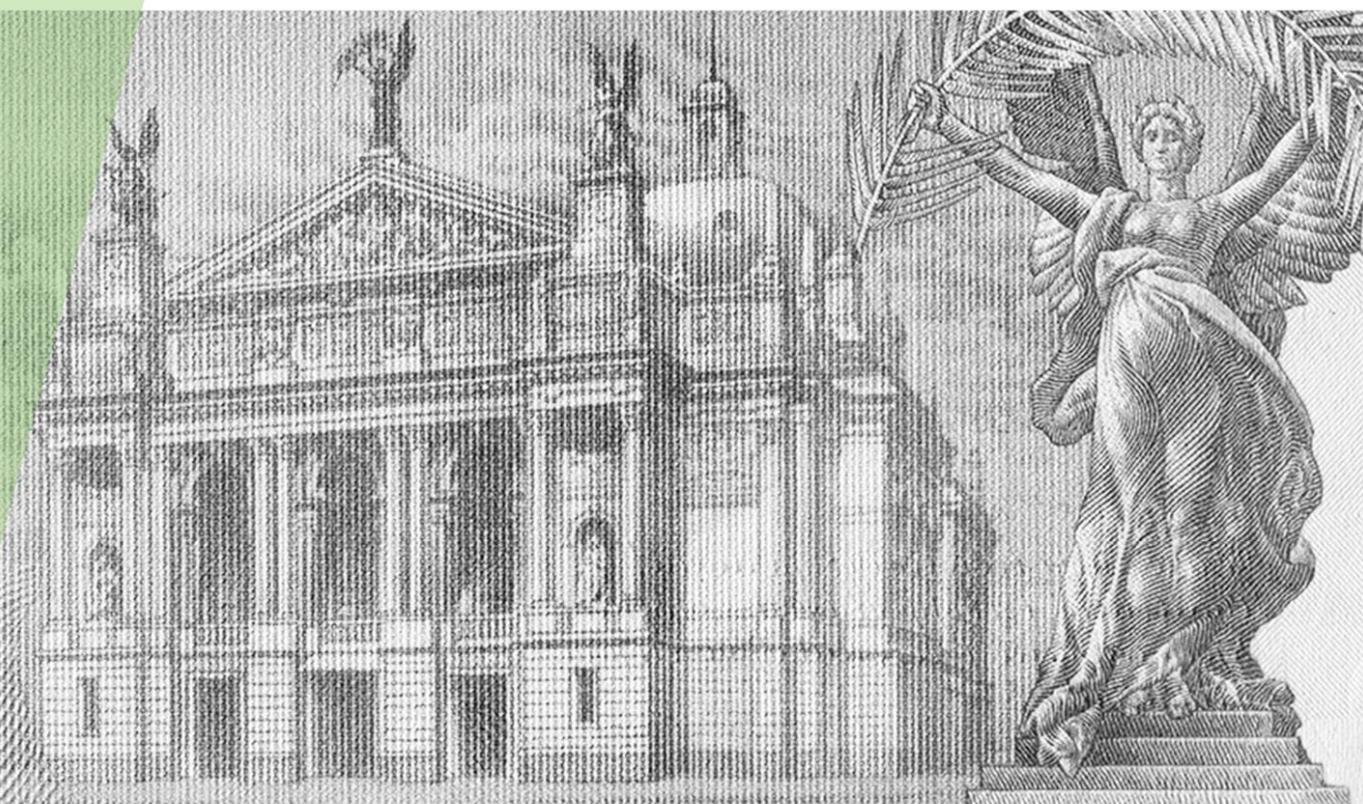




Національний
банк України

Інфляційний звіт

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

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

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

Аналіз в Інфляційному звіті ґрунтується на наявних макроекономічних даних на дату його підготовки, тому період аналізу для окремих індикаторів може бути різним. Остання дата оновлення даних у цьому звіті – 22 липня 2020 року, а в окремих випадках – 30 липня 2020 року.

Прогнози інфляції та інших макроекономічних показників були підготовлені Департаментом монетарної політики та економічного аналізу і 22 липня 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 22 липня 2020 року № 487-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

Зміст

Головне	4
Частина 1. Зовнішнє середовище	7
Вставка 1. Вплив пандемії COVID-19 на інфляцію в країнах – ОТП України	10
Частина 2. Економіка України: поточні тенденції	12
2.1. Інфляційний розвиток	12
Вставка 2. Особливості обрахунку цін в період карантину	14
2.2. Попит і випуск	16
Вставка 3. Вплив карантинних обмежень на бізнес в Україні: результати опитування підприємств	18
2.3. Ринок робочої сили та доходи домогосподарств	20
2.4. Фіскальний сектор	22
2.5. Платіжний баланс	24
Вставка 4. Реінвестовані доходи підприємств: вплив на показники платіжного балансу	27
2.6. Монетарні умови та фінансові ринки	29
Вставка 5. Заходи монетарної політики для підтримання банківської системи та економіки в умовах коронакризи	32
Частина 3. Економіка України: прогноз	34
3.1. Інфляційний розвиток	34
3.2. Попит і випуск	36
3.3. Платіжний баланс	40
3.4. Монетарні умови та фінансові ринки	42
Вставка 6. Оцінка тренду РЕОК для України: BEER підхід	43
3.5. Ризики прогнозу	45
Вставка 7. Глобальні кліматичні зміни: вплив на економіку України	47
Абревіатури та скорочення	50

Головне

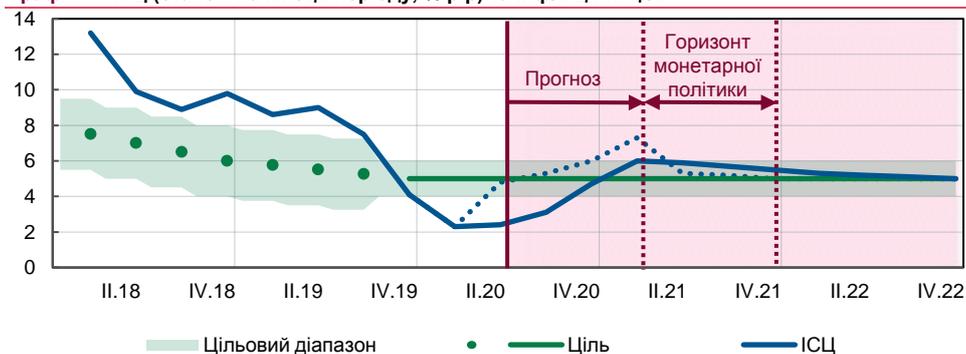
У II кварталі 2020 року інфляція перебувала нижче цільового діапазону, хоча і дещо прискорилося наприкінці кварталу

Споживча інфляція у річному вимірі прискорилося наприкінці II кварталу 2020 року (до 2.4% у червні). Утім, вона все ще перебувала за нижньою межею цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п. Базова інфляція коливалася на рівні близько 3.0% р/р. Головним чинником прискорення інфляції наприкінці кварталу стало подорожчання окремих сирих продуктів харчування через несприятливі погодні умови. Також погіршилися й інфляційні очікування бізнесу та населення. Водночас інфляцію гальмували слабкий внутрішній попит, сприятлива ситуація на валютному ринку та відносно низькі ціни на енергоресурси.

Інфляція повернеться в цільовий діапазон $5\% \pm 1$ в. п. наприкінці 2020 року та залишатиметься в його межах у наступні два роки

У другому півріччі 2020 року інфляція прискориться та повернеться в цільовий діапазон $5\% \pm 1$ в. п. у IV кварталі 2020 року – на кінець 2020 року становитиме 4.7% р/р. По-перше, це зумовлюватиметься м'якою монетарною та фіскальною політикою, які підтримають споживчий попит і ділову активність. По-друге, на цінах позначиться подорожчання енергоносіїв, а також гірший урожай фруктів.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Протягом 2021 й 2022 років інфляція також перебуватиме в межах цільового діапазону завдяки виваженій монетарній політиці. Вагомим проінфляційним фактором стане зростання реальних доходів населення та відповідне поліпшення купівельної спроможності. Базова інфляція також прискориться разом з відновленням економічної діяльності та становитиме близько 4% на всьому прогностному періоді. Стримуватиме інфляцію поступовий перехід монетарних умов від стимулюючих до нейтральних.

Зростання цін на сирі продукти харчування пришвидшиться на початку 2021 року, проте очікувана достатня пропозиція фруктів та овочів знизить продовольчу інфляцію до 3–5% у 2021–2022 роках. Адміністративна інфляція почне прискорюватися вже в поточному році та сягне 9–10% у 2021–2022 роках через подальше підвищення ставок акцизів на тютюнову продукцію, зростання цін на газ у зв'язку з поступовим відновленням попиту у світі тощо. Відновлення світової економіки, а разом з нею – попиту на нафтопродукти, призведе до підвищення вартості палива, яке вже почалося з червня 2020 року.

Найглибше падіння – у II кварталі 2020 року – позаду

За оцінками НБУ, спад реального ВВП у II кварталі 2020 року становив близько 11% р/р. Основним чинником цього стали повномасштабні карантинні обмеження на окремі види діяльності. Додатковий від'ємний внесок сформувало скорочення виробництва в сільському господарстві через пізніший початок жнив.

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

Стимулюючі заходи Національного банку та уряду підтримали бізнес-активність та приватне споживання. Утім, фіскальна політика в II кварталі в цілому була стриманою через високий ступінь невизначеності з доходами та фінансуванням протягом кварталу.

З послабленням карантинних заходів вже з травня почалося поступове відновлення як внутрішньої, так і світової економічної активності. Останнє підтримало зростання цін на світових товарних ринках. До повноцінної роботи вже повернулася більшість вітчизняних підприємств найбільш постраждалого під час коронакризи сектору послуг. Ситуація на ринку праці хоч і залишається гіршою за докризову, однак демонструє ознаки стабілізації. Наприкінці II кварталу накопичено значний бюджетний ресурс для підтримання економіки та фінансування виплат за борговими зобов'язаннями.

Українська економіка скоротиться на близько 6.0% у 2020 році, але відновить зростання на рівні близько 4% у наступні роки

Прогноз ВВП на 2020 рік переглянуто в бік суттєвішого падіння – близько 6%. Збереження адаптивного карантину в низці областей та все ще пригнічений внутрішній попит стримуватимуть відновлення економіки. Повільний вихід з кризи інших країн звужуватиме можливості для швидкого відновлення експорту. У 2021–2022 роках українська економіка зростатиме на рівні близько 4% завдяки монетарним та фіскальним стимулам та відновленню зовнішнього попиту.

У 2020 році для протидії негативним наслідкам кризи буде сформовано додатний фіскальний імпульс, що відображає суттєве розширення дефіциту зведеного бюджету в поточному році. Кошти спрямовуватимуться на заходи зі стимулювання економічної діяльності, підтримки бізнесу та населення. Після відновлення сталого зростання економіки потреба в значних фіскальних стимулах з боку держави знизиться, тому дефіцит СЗДУ поступово скорочуватиметься.

Державний та гарантований державою борг у 2020 році зросте до 62% ВВП через нарощення дефіциту бюджету, падіння номінального ВВП, а також слабший, ніж у кінці минулого року, обмінний курс гривні. Надалі цей показник буде знижуватися на 2–3 в. п. щороку завдяки зростанню економіки та виваженій фіскальній політиці.

Оцінка поточного рахунку на 2020 рік суттєво поліпшена у бік значного профіциту, однак у наступні роки він повернеться до дефіциту

У першому півріччі 2020 року експорт проявив вищу стійкість до кризових явищ, ніж імпорт, у тому числі через стійкіший зовнішній попит на продовольство. Натомість імпорт товарів та послуг різко скоротився через звуження внутрішнього попиту, подальше падіння цін на енергоносії та зупинення туризму. У результаті поточний рахунок зведено з рекордним профіцитом, що частково також зумовлено переглядом методології в частині реінвестованих доходів підприємств. Відплив капіталу зберігався, зумовлений передусім значними виплатами за зовнішніми зобов'язаннями. Однак завдяки значному профіциту поточного рахунку разом з отриманням кредитів від МВФ валові резерви суттєво зросли і станом на кінець червня становили 28.5 млрд дол., або 4.9 місяця майбутнього імпорту.

Відновлення глобальної економіки в другому півріччі 2020 року буде повільнішим через продовження карантинних обмежень, хоча і в пом'якшеному форматі. У наступні два роки зростання прискориться, однак не компенсує поточних втрат. Умови торгівлі, незважаючи на активізацію глобальної економіки, поступово погіршуватимуться через більш швидке зростання світових цін на енергоносії порівняно з цінами на товари, що переважають в українському експорті. Проте через високі темпи скорочення імпорту порівняно з експортом очікується збереження значного профіциту поточного рахунку в 2020 році (4.4% ВВП). Крім того, обсяг переказів від трудових мігрантів в Україну буде більшим, ніж очікувалося. У наступні роки поточний рахунок знову буде дефіцитним (близько 3%-4.5% ВВП) внаслідок реалізації відкладеного споживчого та інвестиційного попиту й очікуваного зниження транзиту газу.

НБУ пришвидшив темпи пом'якшення монетарної політики з метою підтримання економіки

У II кварталі 2020 року Правління НБУ пришвидшено знижувало облікову ставку, і на кінець кварталу вона сягнула 6% – найнижчого номінального рівня в історії. Пришвидшене пом'якшення монетарної політики зумовлювалося тим, що споживчий та інвестиційний попит з високою ймовірністю залишатиметься пригніченим довше, ніж це прогнозувалося раніше. Активне пом'якшення НБУ монетарної політики покликане підтримати економіку на етапі поступового згортання карантинних обмежень. Реальна ключова ставка перетнула нейтральний рівень. Це свідчить про те, що монетарна політика набула стимулюючого характеру.

Оновлений прогноз облікової ставки передбачає її збереження на поточному низькому рівні принаймні до кінця цього року. В наступному році Національний банк буде приймати рішення щодо облікової ставки залежно від реалізації проінфляційних ризиків, у тому числі зміни соціальних стандартів, та темпів відновлення економіки.

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

Дотримання умов нової програми співпраці stand-by з МВФ, зокрема і в частині проведення послідовної фіскальної та монетарної політики, дасть змогу забезпечувати макроекономічну стабільність, необхідну для впевненого та безперервного відновлення економіки. Підтримка МВФ є важливою для фінансування бюджетних витрат на подолання наслідків пандемії, вчасних та повних розрахунків за державним боргом, збереження доступу на міжнародні ринки капіталу та зацікавленості міжнародних інвесторів в українських активах. Фінансування від МВФ та інших офіційних міжнародних партнерів допоможе суттєво наростити міжнародні резерви України. За підсумками цього року вони зростуть до близько 30 млрд дол. США, а в наступні роки – до 32–33 млрд дол. США.

Основним ризиком для реалізації окресленого прогнозу є триваліший термін пандемії коронавірусу та повернення до жорсткіших карантинних заходів

Довготривала пандемія коронавірусу та потенційне повернення до жорсткіших карантинних заходів як в Україні, так і в світі може призвести до суттєвішого та тривалішого охолодження глобальної та української економік. Відповідно постане потреба в додатковому пом'якшенні фіскальної та монетарної політики для підтримки економіки і населення.

Вагомими складовими невизначеності щодо подальшої монетарної політики є масштаб та строки підвищення соціальних стандартів. Їх зміна може справити вплив на економічне зростання, безробіття та інфляцію, що відповідно потребуватиме реакції з боку монетарної політики.

Актуальними залишаються також інші ризики:

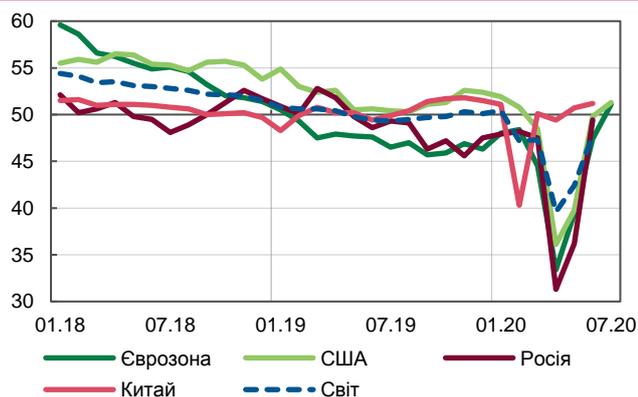
- скорочення врожаю зернових, олійних і плодоовочевих культур в Україні через несприятливі погодні умови;
- збільшення волатильності світових цін на продукти харчування з огляду на глобальні зміни клімату та ризик посилення протекціонізму у світі;
- ескалації військового конфлікту на сході країни.

Зважаючи на поступове прискорення інфляції та окреслений баланс ризиків, Правління НБУ в липні зберегло облікову ставку на рівні 6%. Це залишає достатній простір для монетарного стимулювання і зможе надати економіці додатковий імпульс для зростання у разі повільнішого відновлення споживчого та інвестиційного попиту.

Частина 1. Зовнішнє середовище

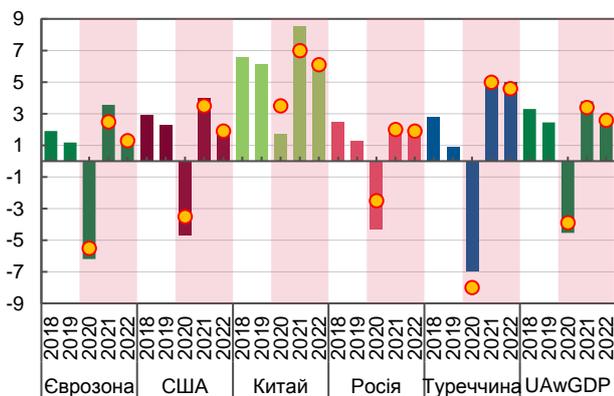
- Відновлення глобальної економіки у другому півріччі 2020 року буде повільнішим ніж очікувалося через подовження частини карантинних обмежень. Наступні два роки зростання прискоряться, однак не компенсує поточні втрати.
- Умови торгівлі, незважаючи на активізацію глобальної економіки, поступово погіршуватимуться через швидше зростання світових цін на енергоносії порівняно з цінами на товари, що переважають в українському експорті
- Фінансові умови для ЕМ залишатимуться м'якими. Однак доступ до ринку кожної окремої країни залежатиме від її здатності підтримувати заходи макрофінансової стабільності та проведення структурних реформ.

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



Джерело: IHS Markit.

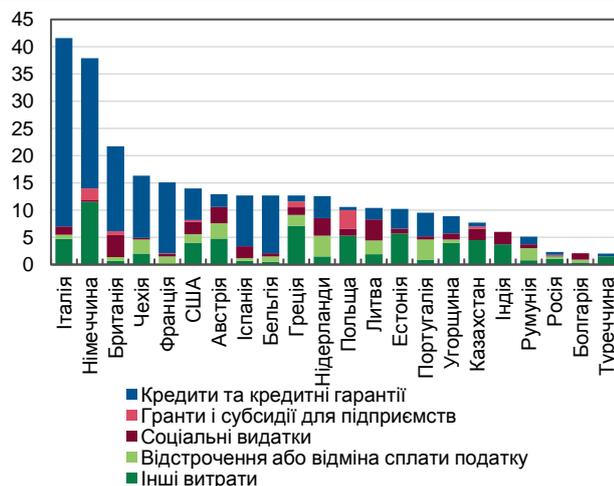
Графік 1.2. Реальний ВВП окремих країн та UAWGDP, %, р/р



● - Попередній прогноз НБУ.

Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Графік 1.3. Фіскальні стимули за категоріями, % до ВВП за 2019



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

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

Через продовження карантинних обмежень в окремих країнах відновлення світової економіки буде повільнішим

Як й очікувалося, II квартал поточного року виявився найскладнішим для глобальної економіки з часів Другої світової війни через негативний вплив карантинних заходів у відповідь на поширення COVID-19. Водночас уже з травня почалося слабе відновлення економічної активності завдяки послабленню обмежень в низці країн. Так, [індикатор ділової впевненості](#) у світі на кінець червня суттєво поліпшився, а [PMI обробної промисловості у світі](#) – продемонстрував рекордний приріст за місяць, хоча обидва показники знаходилися нижче свого базового рівня, що свідчило про падіння економічної діяльності.

Зниження обсягів світової торгівлі в II кварталі поглибилося (до 18.5% р/р за попередніми оцінками СOT) через суттєве падіння в автомобілебудуванні й подальше скорочення нових експортних замовлень. Динаміка останнього сигналізує про слабкість світової торгівлі і в наступні періоди. Додатковим фактором такої слабкості є протекціоністські заходи, як ті, що були запроваджені минулого року, так і у відповідь на поточну кризу, зокрема [на поставки окремих продовольчих товарів](#).

Світовий попит також залишався низьким, про що свідчили рекордно високі рівні безробіття в низці країн та динаміка Global Services PMI (хоча наприкінці кварталу темпи падіння уповільнилися). В умовах глобальної слабкості загальний інфляційний тиск з боку країн – ОТП України значно зменшився (детальніше у вставці 1 "Вплив COVID-19 на інфляцію в країнах – ОТП України" на с. 10). Очікується, що запроваджені монетарні та фіскальні стимули підтримають внутрішній попит та економічну активність загалом. Однак через погіршення епідеміологічної ситуації в низці країн наприкінці II кварталу та продовження дії частини карантинних обмежень відновлення глобальної економіки буде повільнішим порівняно з попередніми оцінками. У 2021–2022 роках зростання світової економіки прискоряться, але через безпрецедентність поточних обмежувальних заходів, наявні внутрішні дисбаланси в окремих країнах та невизначеність, що стримує інвестиційні рішення, воно не компенсує втрати внаслідок кризи.

Економіка США попри значні вливання коштів з боку уряду та ФРС наразі є однією з найбільш уразливих через стрімке поширення епідемії. Попри загальне поліпшення випереджаючих індикаторів нові експортні замовлення продовжували знижуватися, а рівень безробіття

Графік 1.4.* Світові ціни на чорні метали та залізну руду*, дол./т, середні за квартал



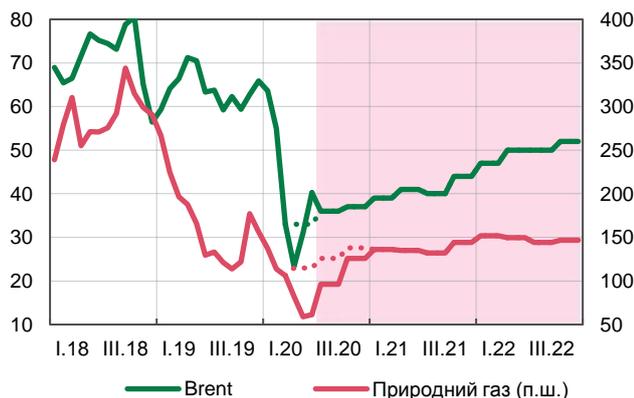
* Steel Billet Exp FOB Ukraine та China import Iron Ore Fines 62% FE spot (CFR Tianjin port).
Джерело: Refinitiv Datastream, прогноз НБУ.

Графік 1.5 Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСPI), 12.2004=1



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 1.6 Світові ціни на нафту марки Brent (дол./бар.) та ціни на природний газ на німецькому хабі (дол./тис. м³)



Джерело: Refinitiv Datastream, прогноз НБУ.

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

залишався високим – 11.1% у червні. Тому відновлення економіки США буде повільнішим, ніж очікувалося, а позитивний ефект від фіскальних та монетарних стимулів найбільше відобразиться з 2021 року.

Темпи падіння економіки Євросони в II кварталі поглибилися та були найбільшими з моменту заснування об'єднання через дію обмежувальних заходів, зниження зовнішньої торгівлі та уповільнення попиту. У міру зняття карантинних обмежень на тлі сприятливих фінансових умов та фіскальної підтримки економіка Євросони відновлюватиметься. Однак накопичена слабкість через негативний вплив торговельних війн у попередні періоди та боргові проблеми в окремих країнах відновлення залишатиметься стриманим.

ВВП країн ЄМ – ОТП України у поточному році суттєво знизиться через звуження зовнішнього і внутрішнього попиту на тлі погіршення доступу на світові фінансові ринки. Винятком залишатиметься Китай, економічна активність якого попри уповільнення залишатиметься в додатній площині з огляду на значну державну підтримку. Надалі зростання економік ЄМ, як і розвинених країн, поступово прискорюватиметься завдяки м'яким фінансовим умовам та фіскальним стимулам.

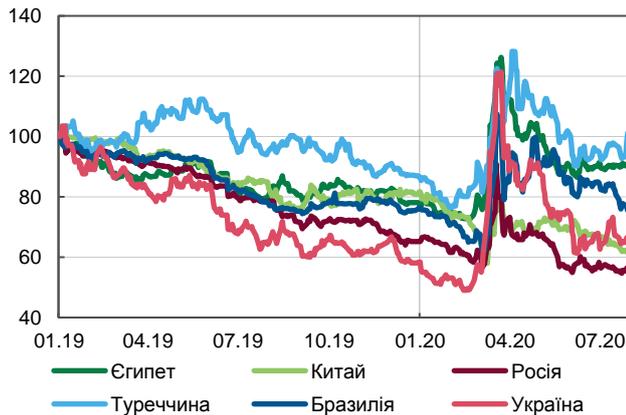
Поступове відновлення економічної активності поліпшуватиме кон'юнктуру на світових товарних ринках, але умови торгівлі погіршуватимуться через швидше зростання цін на енергоносії

Стрімке зниження світового попиту через уведення карантинних обмежень утримувало ціни на світових товарних ринках на відносно низькому рівні. Однак з послабленням карантинних заходів у травні та дію факторів пропозиції відновилося слабке зростання цін.

Світові ціни на сталь після досягнення у квітні найнижчого рівня за останні три роки поволі зростали. Підтримку цінам надають активізація інфраструктурних проєктів у Китаї та відновлення економічної активності в інших регіонах. Додатковим фактором було зростання цін на залізну руду через зменшення постачань з Бразилії. Однак нарощення обсягів виробництва сталі Китаєм (тільки за квітень-травень на 16.8% до рекордних 92.3 млн т за місяць) стримувало прискорене збільшення цін. Очікується, що ціни на сталь поволі зростатимуть завдяки відновленню економічної активності (попит на сталь збільшиться на 3.8% р/р у 2021 році за оцінкою WSA) та відносно високому рівню цін на залізну руду (через затяжну дію менших обсягів пропозиції з боку Бразилії). Останні, однак, поступово знижуватимуться через нарощення виробництва Австралією та іншими дрібнішими виробниками, зокрема Гвінеєю.

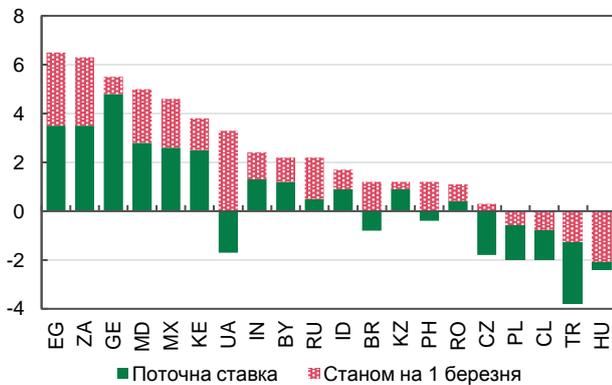
Світові ціни на пшеницю та кукурудзу протягом II кварталу змінювалися різноспрямовано. Так, ціни на пшеницю після стрімкого зростання, спричиненого ажіотажним попитом та введенням обмежень на експорт окремими країнами, знизилися на тлі очікуваного виходу на ринок нового значного врожаю. Натомість ціни на кукурудзу після стрімкого падіння в результаті зниження попиту, насамперед з боку виробників біоетанолу, скоригувалися

Графік 1.7. J.P.Morgan EMBI+, 01.01.2019=100



Джерело: Bloomberg, станом на 29.07.2020.

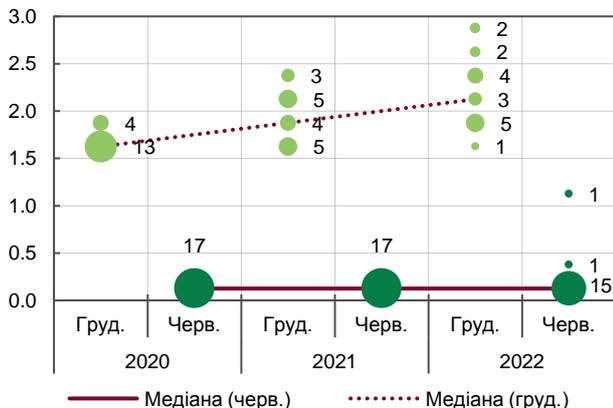
Графік 1.8. Ключові ставки центральних банків окремих ЕМ* у реальному вимірі** та їх зміна з початку березня 2020 року, %



* Станом на 29.07.2020.

** За вирахуванням прогнозу інфляції станом на кінець 2020 року. Джерело: офіційні сторінки центральних банків окремих країн, IMF WEO June 2020.

Графік 1.9. Кількість учасників FOMC, що очікують відповідну ставку*



* Світло-зеленим кольором позначено попереднє засідання (грудень), темно-зеленим – поточне (червень). Джерело: ФРС.

внаслідок вичерпання запасів попередніх врожаїв. Надалі ціни на зернові коливатимуться близько поточних рівнів: очікуваний високий урожай у 2020/2021 МР компенсуватиметься поступовим зростанням попиту.

Загалом у 2020 році середньозважений індекс зміни світових цін на товари, що переважають в українському експорті, залишатиметься нижчим порівняно з попереднім роком через суттєве звуження зовнішнього попиту. Однак його прогноз поліпшено порівняно з попередніми очікуваннями з огляду на вищі ціни на залізну руду в короткостроковому періоді. У наступні два роки поступова активізація світової торгівлі стимулюватиме ціни до повільного зростання.

Ціни на енергоносії, зокрема нафту та природний газ, на тлі дії угоди ОПЕК+ та слабого відновлення економічної діяльності також зростали, хоча їх підвищення стримували значні накопичені запаси та відносно високе виробництво порівняно з наявним попитом. Ураховуючи високу чутливість цін на енергоносії, насамперед нафту, до будь-яких геополітичних та геоекономічних змін, очікується, що вони швидше відреагують порівняно з іншими товарами у бік зростання на активізацію глобальної економіки. Водночас прискорення обсягів сланцевого виробництва дещо стримуватиме таке зростання.

Умови на світових фінансових ринках для країн ЕМ залишатимуться м'якими

Після оголошення цілою низкою країн монетарних та фінансових заходів підтримки економіки ситуація на світових фінансових ринках поліпшилася, апетит інвесторів до ризикових активів відновився. Це привело до поступового зниження премії за ризик для суверенних облігацій ЕМ та зменшення девальваційного тиску на валюти країн цієї групи. Однак висока залежність ЕМ від зовнішніх шоків на тлі посилення невизначеності щодо подальшого поширення COVID-19 зробила інтерес інвесторів нестійким та нерівномірним.

Монетарна політика як провідних центральних банків, так і багатьох країн ЕМ на прогнозованому горизонті залишатиметься надм'якою. У країнах, де немає простору для зниження ключових процентних ставок (очікується, що ставки ФРС та ЄЦБ залишатимуться на поточному рівні щонайменше протягом наступних двох років, а ставки окремих ЕМ наразі не перевищують 1.0%), програми кількісного пом'якшення будуть і надалі основним інструментом монетарної підтримки.

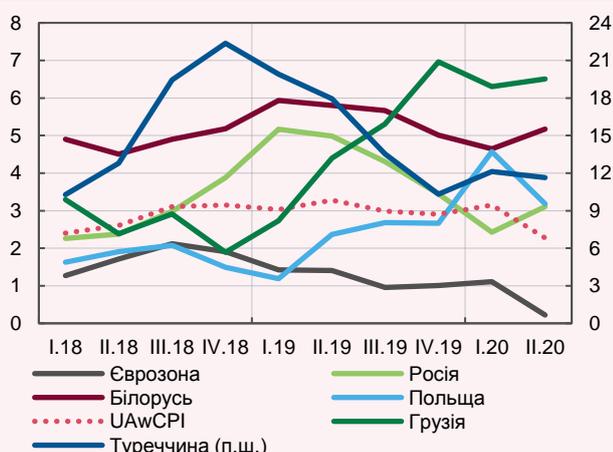
Як наслідок, дохідність за борговими державними цінними паперами провідних країн залишатиметься на низькому рівні, а брак високоприбуткових фінансових активів на глобальних фінансових ринках може підтримати інтерес інвесторів до ризикових активів. Однак через слабкість світової економіки, відсутність сталого розвитку зовнішньої торгівлі, нерівномірний вплив обмежувальних заходів на економічну активність попит на ризикові активи може бути нестійким. Відповідно доступ до ринку кожної окремої країни ЕМ залежатиме від її здатності підтримувати заходи макрофінансової стабільності та проведення структурних реформ.

Вставка 1. Вплив пандемії COVID-19 на інфляцію в країнах – ОТП України

Суттєве звуження світового попиту на тлі низьких цін на енергоносії призвело до загального зниження інфляційного тиску з боку країн – ОТП України. Однак у низці країн, зокрема Росії, Туреччині, Грузії, зростання цін на товари прискорилося внаслідок девальвації валют та ажіотажного попиту на окремі продукти харчування, що спонукало деякі країни вжити заходів з обмеження експорту. Із вгамуванням ажіотажу та в умовах млявого попиту інфляційний тиск з боку країн – ОТП України залишатиметься слабким. Надалі ж він поволі збільшуватиметься у відповідь на поживлення глобальної економіки на тлі стимулюючої монетарної та фінансової політики.

Стрімке поширення COVID-19 змусило окремі країни вжити безпрецедентних заходів безпеки аж до закриття підприємств та кордонів. Це призвело до суттєвого звуження світового попиту та стрімкого зниження цін на світових товарних ринках, насамперед енергоресурсів. У результаті, загальний інфляційний тиск з боку країн – ОТП України, виражений індексом UAWCPI, у II кварталі уповільнився до 2.3% р/р.

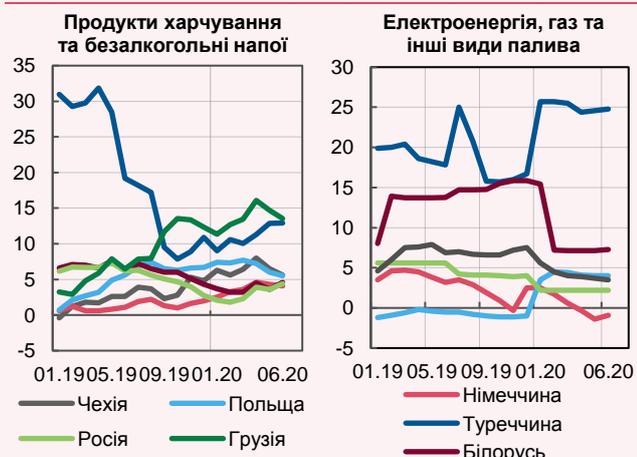
Графік 1. Індекс споживчих цін окремих країн та середньозважений показник ІСЦ країн – ОТП України (UAWCPI), % р/р



Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Однак ще на початку року інфляційний тиск залишався суттєво вищим та порівняно з попереднім кварталом навіть зростав.

Графік 2. Динаміка цін на окремі групи товарів, %, р/р



Джерело: національні статистичні агенції, Евростат.

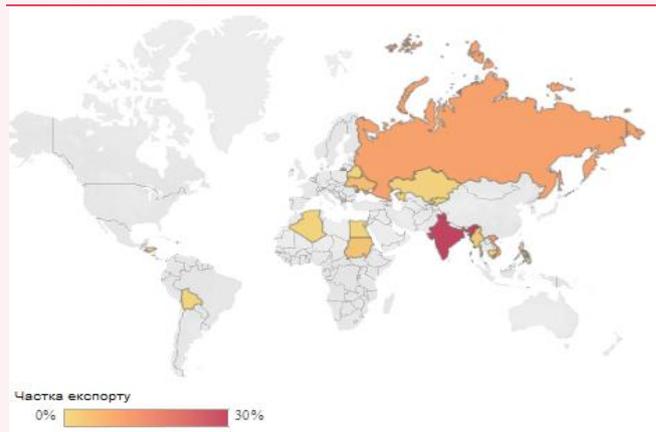
Прискорене зростання цін на енергоносії наприкінці 2019 року та цін на необроблені продукти, насамперед свинину та фрукти, формувало інфляційний тиск у країнах ЄС. І хоча інфляція Єврозони все ще залишалася нижче цілі, у

країнах ЦСЄ (зокрема Чехії, Угорщині, Польщі) у I кварталі вона навіть виходила за верхню межу цільового коридору. Додатковим чинником такої динаміки стало суттєве збільшення споживчого попиту минулого року завдяки зростанню заробітних плат, державним програмам (наприклад, розширенню програми “Сім'я 500+” у Польщі) та споживчому кредитуванню. За таких умов монетарна політика поступово посилювалася, зокрема Банк Чехії підвищував базову процентну ставку включно до лютого 2020 року.

Стрімке поширення пандемії в світі, у тому числі в Європі, призвело до суттєвого звуження сукупного попиту через введення карантинних обмежень. Унаслідок цього економічна активність знизилася до найнижчих рівнів за останні 70 років, а інфляція з виникненням дефляційного тиску очікувано послабилася, зокрема в країнах Єврозони та ЦСЄ.

Натомість в окремих країнах, а саме Росії, Туреччині, Грузії, Білорусі, зростання цін прискорилося. Вагомими чинниками такої динаміки стали тимчасовий ажіотажний попит на товари першої необхідності, до яких відносять зазвичай крупи (насамперед, гречку), продукти з антисептичними властивостями (лимон, часник, цибуля), олія та жири, а також ефекти перенесення від девальвації національних валют у попередні періоди.

Графік 3. Тимчасові заходи на експорт продуктів харчування, станом на 02.07.2020



Джерело: Світовий банк.

На хвилі паніки з метою захисту внутрішнього ринку, продовольчої безпеки та угамування ажіотажного попиту низка країн запровадила експортні обмеження. Так, за даними СОТ тільки в країнах G20 було введено з початку пандемії 93 експортні заходи, хоча на середину травня 36% з них були скасовані. Значна частка цих заходів стосувалася товарів медичного призначення та

продовольства. Загалом у світі, за даними Центру міжнародної торгівлі, частка країн, які ввели тимчасові експортні обмеження, становила майже 50% станом на кінець II кварталу. При цьому обмеження на експорт продуктів харчування були введені країнами, які найбільше відчули ажіотажний внутрішній попит на той чи

(насамперед лимони). Так, в умовах закриття кордонів та посилення контролю за контрабандою збільшився попит на легальні алкогольні напої, що підтримує ціни на високому рівні. Також на значному рівні залишаються ціни на лимони через високий попит на продукти з антисептичними властивостями. Щоб стримати зростання

Графік 1.4. Ціни на окремі товари та групи товарів, %, р/р



Джерело: статистичні агенції країн, Євростат, останні дані за червень 2020.

інший товар: групою ЄАЕС, Туреччиною, і навіть тимчасово Румунією (у квітні).

Так, суттєвий девальваційний ефект на ціни від зниження російського рубля за I квартал (на 25.8%) на тлі наростання ажіотажного попиту призвів до стрімкого зростання цін на товари першої необхідності не лише в Росії, а й в інших країнах ЄАЕС. З метою стримування зростання цін та забезпечення внутрішнього ринку в межах ЄАЕС було введено заборону на експорт у треті країни низки товарів першої необхідності, зокрема цибулі, часнику, крупів. Це дало змогу стабілізувати, а на окремі товарні групи, зокрема часник, навіть дещо знизити ціни на внутрішньому ринку. Схожою була й ситуація в Грузії, де на сьогодні інфляція залишається суттєво вищою за ціль (6.1% р/р у червні проти 3% відповідно). Однак на відміну від більшості країн ЄМ, які використовують наразі інструменти монетарного стимулювання економіки, політика центрального банку Грузії залишається доволі жорсткою (попри незначне зниження ключової ставки) для приведення інфляції до цільового рівня.

Одну з найвищих інфляцій серед країн – ОТП України демонструє Туреччина – 12.6% р/р у червні. Вагомий внесок у високий рівень цін на тлі негативного ефекту від знецінення турецької ліри в попередні періоди мають алкогольні та тютюнові вироби, крупи, окремі види фруктів

цін на ці фрукти Туреччина ввела обмеження на експорт лимонів з квітня до кінця серпня цього року. Це позитивно вплинуло на внутрішній ринок, однак спровокувало зростання цін у країнах, що їх імпортують, у тому числі й Україні.

Очікується, що в умовах відносно млявого попиту на тлі доволі низьких цін на енергоносії інфляційний тиск з боку країн – ОТП України залишатиметься слабким. Ці чинники наразі превагуватимуть над можливими логістичними проблемами через усе ще чинні, хоча й в неповній мірі, карантинні обмеження та зменшення пропозиції окремих товарів. Додатково, низькі ціни на енергоносії зменшуватимуть собівартість виробленої продукції.

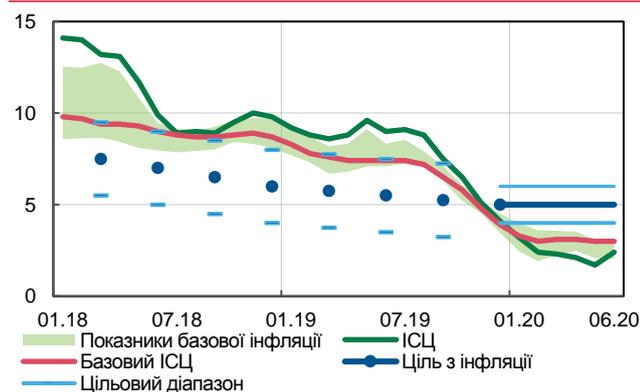
У наступні два роки пожвавлення глобальної економіки на тлі стимулюючої монетарної та фіскальної політики призведе до зростання зовнішнього інфляційного тиску. Однак, попри збільшення, він залишатиметься доволі стриманим, насамперед через низький рівень базової інфляції. Підтвердженням цього очікуваного низького рівня є продовження ультрам'якої монетарної політики провідних центральних банків, яка покликана привести інфляцію до цільових значень на тлі безпрецедентного падіння глобальної економіки та погіршення ситуації на ринку праці, що призвело до падіння доходів.

Частина 2. Економіка України: поточні тенденції

2.1. Інфляційний розвиток

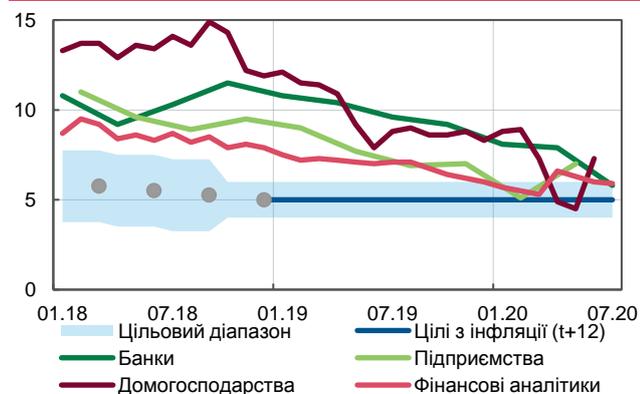
- У II кварталі 2020 року споживча інфляція перебувала нижче цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п. та була нижчою за прогноз, опублікований в [Інфляційному звіті за квітень 2020 року](#).
- Інфляційний тиск залишався слабким насамперед через звуження споживчого попиту, здешевлення енергоносіїв та сприятливу ситуацію на валютному ринку. Це переважило тиск з боку зростання виробничих витрат, скорочення пропозиції окремих видів продукції тваринництва та несприятливих погодних умов.
- Особливістю цього періоду стала відсутність пропозиції окремих товарів та послуг унаслідок запровадження карантинних обмежень, що, за оцінками НБУ, мало незначний тиск на показник інфляції в бік зниження.

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



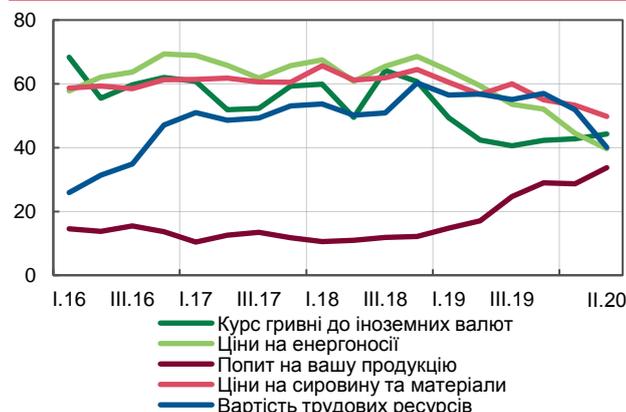
* Детальніше в "Інфляційному звіті" за січень 2017 року (стор. 20–21).
Джерело: розрахунки НБУ.

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



Джерело: НБУ, GfK Ukraine, Info Sapiens.

Графік 2.1.3. Оцінка респондентів щодо впливу факторів, які зумовили їх очікування щодо зміни цін на товари та послуги, %



Джерело: НБУ.

³ Згідно з розрахунками НБУ, кореляція між інфляційними очікуваннями домогосподарств та річною зміною цін на сирі продукти з лагом один місяць становить близько 60%.

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

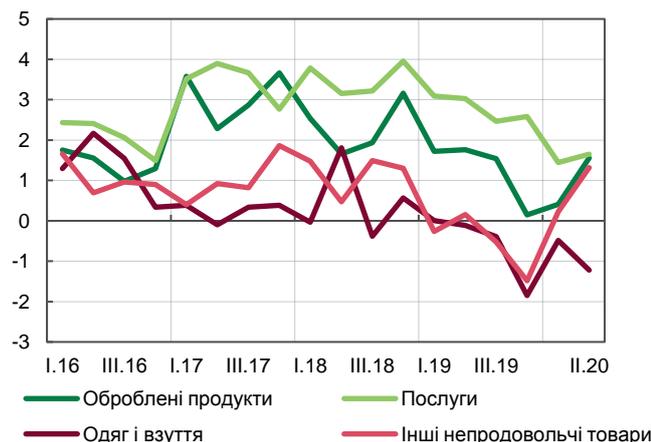
Наприкінці II кварталу 2020 року споживча інфляція дещо прискорилася (до 2.4% р/р у червні), але й надалі перебувала за нижньою межею цільового діапазону та була суттєво нижчою порівняно з прогнозом, опублікованим в Інфляційному звіті за квітень 2020 року.

Динаміка інфляційних очікувань різних груп респондентів була змішаною. На початку кварталу очікування окремих груп респондентів погіршилися під впливом тимчасового послаблення гривні в березні та погіршення економічних настроїв, однак у травні-червні переважно поліпшувалися. Очікування домогосподарств залишилися на рівні попереднього кварталу, хоча у квітні й травні показники були суттєво нижчими. Погіршення інфляційних очікувань домогосподарств у червні може пояснюватися як зміною методу опитування (на час карантинних обмежень використовувалося телефонне, а не особисте інтерв'ю), так і подорожчанням сирих продуктів харчування³.

Слабкий попит стримував зростання фундаментального інфляційного тиску

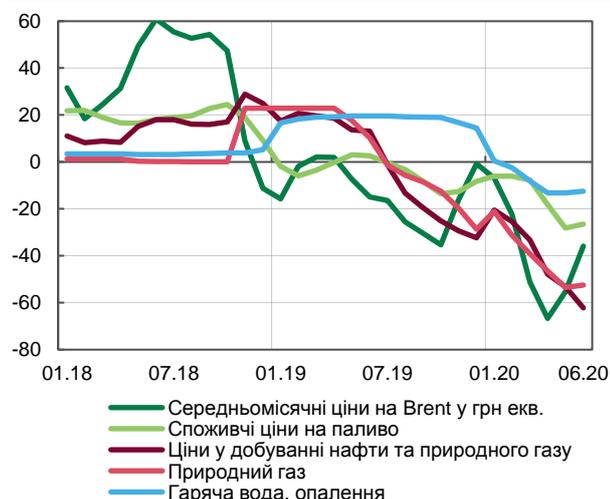
Базова інфляція залишалася практично незмінною – близько 3.0% р/р, що також було меншим за прогноз НБУ. Особливістю цього періоду стала недоступність для реєстрації цін на окремі товари та послуги у видах діяльності, які тимчасово припинили діяльність під час карантину (детальніше у вставці 2 "Особливості обрахунку цін у період карантину" на стор. 14). Крім того, темпи зростання вартості більшості послуг сповільнювалися через послаблення споживчого попиту. Цей чинник разом з обмеженою пропозицією та залишковими ефектами від торішнього зміцнення гривні зумовили подальше здешевлення одягу і взуття та поглиблення падіння цін на електроніку. Про зростання ролі попиту у формуванні цін на товари і послуги свідчать і результати [опитувань щодо ділових очікувань](#) підприємств. Зокрема, у II кварталі 2020 року майже половина опитаних підприємств не очікували підвищення цін на свою продукцію (порівняно з 44.6% у I кварталі та 37.4% торік), а оцінка впливу фактору попиту суттєво

Графік 2.1.4. Основні компоненти БІСЦ с/с, % кв/кв



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.5. Ціни на енергетичні ресурси, % р/р



Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ, Refinitiv Datastream.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

збільшилася⁴.

Значний дезінфляційний вплив мали ціни на енергоносії

У відповідь на низькі світові ціни на природний газ та нафту знижувалися ціни й у їх вітчизняному добуванні. Додатковим чинником було формування значних запасів енергетичних ресурсів через теплу погоду взимку та послаблення економічної активності. Ці фактори спричинили поглиблення падіння вартості природного газу для населення і для промисловості. Дешевший газ також сприяв зниженню вартості опалення та гарячої води. Падіння цін на паливо поглиблювалося, відображаючи суттєве зниження світових цін на нафту.

Здешевлення енергоносіїв позначилося й на суміжних ланках виробничого процесу, зокрема, у виробництві коксу та нафтопродуктів, хімічній промисловості. Однак падіння цін в останній сповільнилося, що може бути пов'язано зі збільшенням зовнішнього попиту, зокрема з боку Індії на український карбамід.

Ціни на сирі продукти повернулися до зростання через посилення впливу факторів пропозиції

Прискорилося зростання цін на фрукти, зокрема яблука та полуницю, внаслідок вичерпання запасів минулого року та під впливом менш сприятливих за торішні погодних умов. Через спекотну погоду та вичерпання ефекту бази порівняння скоротилися темпи падіння цін на овочі, хоча більшість з них залишалася значно дешевшими, ніж торік, завдяки достатній пропозиції. Через гірші показники тваринництва підвищилися ціни на яйця та вищими темпами дорожчало молоко.

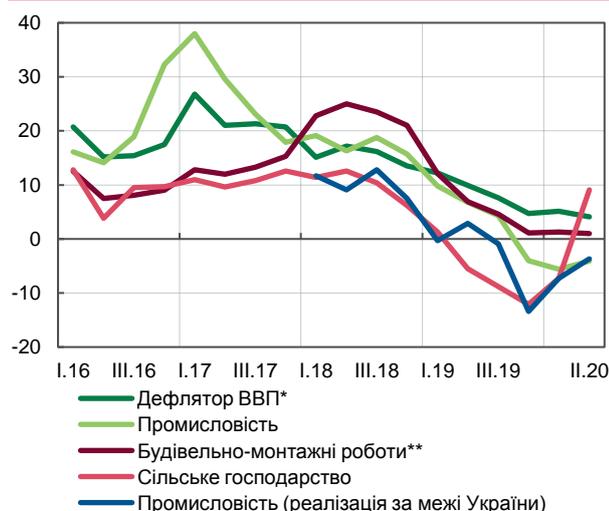
Запровадження карантину з середини березня спровокувало ажіотажний попит на окремі продукти харчування (переважно довготривалого зберігання), вплив якого, однак, швидко вичерпався. Це разом із послабленням проблем з логістикою та погіршенням фінансового стану споживачів призвело до сповільнення зростання цін (на часник, хліб та борошняні вироби), а на окремі товари – до зниження цін (на лимони та м'ясо).

Збільшення виробничих витрат стримувало сповільнення інфляції

За результатами опитувань щодо ділових очікувань у II кварталі 2020 року витрати на сировину та матеріали залишалися найбільш вагомими чинниками зростання цін. Як наслідок, усе ще високими темпами зростали тарифи на послуги пошти й зв'язку для підприємств і вартість телекомунікаційних послуг для населення. Крім того, зросли витрати на дезінфекцію (детальніше на графіку 4 у вставці 3 "Вплив карантинних обмежень на бізнес в Україні: результати опитування підприємств" на стор. 18). Збільшення виробничих витрат, а також подальше відображення підвищення акцизів зумовили збереження високих темпів зростання цін на тютюнові вироби.

⁴ У запитанні щодо оцінки впливу факторів немає уточнення щодо напрямку впливу чинника "попит на вашу продукцію". Однак відповіді на інші запитання анкети (наприклад, "недостатній попит" у запитанні про збільшення прибутку та очікувань щодо зміни цін на продукцію підприємств) дає змогу трактувати цей чинник як стримуючий.

Графік 2.1.7. Інші виміри інфляції, у середньому за квартал, % р/р



* Дані за II квартал 2020 року – за оцінками НБУ.
 ** Дані за II квартал 2020 року – у середньому за квітень – травень 2020 року.
 Джерело: ДССУ.

Крім того, підтримувало зростання цін, наприклад, на послуги холодного водопостачання та водовідведення, прискорення зростання цін у виробництві електроенергії. Це пояснюється передусім зменшенням частки виробництва атомної електроенергії (до 52.4% у II кварталі з 56.6% у I кварталі) на користь дорожчої електроенергії з теплових станцій та з ВДЕ.

НБУ очікує сповільнення зростання дефлятора ВВП у II кварталі 2020 року

Темпи зростання дефлятора знизяться через 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, а також несприятливу цінову ситуацію для товарів, які реалізуються за межі України, збереглося падіння промислових цін (на 4.1% р/р у II кварталі 2020 року). Сповільнилося зростання цін у будівництві під впливом скорочення інвестиційного попиту. Натомість стримувало сповільнення дефлятора відновлення зростання цін на продукцію сільського господарства та відповідно прискорення зростання цін у харчовій промисловості, зокрема на молочну продукцію і товари олійно-жирової промисловості.

Вставка 2. Особливості обрахунку цін в період карантину

У зв'язку з поширенням COVID-19 багато країн світу, у тому числі Україна, запровадили широкомасштабні карантинні заходи, які включали обмеження на пересування людей, фактичну заборону на ведення торгівлі товарами не першої необхідності та функціонування закладів обслуговування. Це ускладнило спостереження за цінами як через відсутність деяких товарів та послуг, так і через рекомендації обмежити пересування представників ДССУ – реєстраторів. Попри широке застосування ДССУ інших способів збору даних (телефоном чи з онлайн-магазинів) вибірка даних за окремими товарами-представниками чи навіть їх цілими групами виявилася недостатньою або можливою для реєстрації деяких цін взагалі не було. Широко застосовуваними в таких випадках методами є перенесення темпів зростання цін з товарів чи групи товарів зі схожими характеристиками або фіксація цін на останньому зареєстрованому рівні⁵. Одним з головних недоліків цих методів є те, що динаміка зміни цін на відсутні товари та послуги за звичних обставин могла суттєво відрізнитися від загального споживчого набору. Однак згідно з розрахунками НБУ застосування цих методів у цілому мало незначний знижувальний ефект на загальний показник річної інфляції – до 0.1 в. п. у червні 2020 року (у квітні – до 0.15 в. п.).

ДССУ, як і більшість статистичних організацій світу, для вирішення проблемних ситуацій щодо розрахунку ІСЦ на час карантину спиралася на наявну методологію. Зокрема, один з основних документів, "[Посібник щодо індексів споживчих цін: теорія та практика](#)"⁶, містить досить детальні рекомендації, як діяти у випадках відсутності цін.

Значна кількість відсутніх цін на товари та послуги унаслідок карантинних обмежень стала викликом для статистичних агенцій. Однак насправді реєстратори цін постійно стикаються з такою проблемою, адже з часом окремі продукти зникають або змінюються, а пропозиція частини товарів є сезонною. Тому в статистичній

методології передбачено кілька методів урахування цін для таких випадків:

1) зміна способів збору інформації. Наприклад, магазини одягу та взуття були зачинені, однак багато мереж мають інтернет-представництва, що також дає змогу зібрати дані про ціни. Такий же метод, ймовірно, використовувався для розрахунку цін на окремі послуги. Зокрема, у відкритому онлайн-доступі розміщено менше закладів громадського харчування, вартість проживання в готелях. Інформація в інтернеті також стала в пригоді для дотримання карантинних обмежень реєстраторами цін. Частина цін можна зібрати за допомогою телефонних опитувань. Однак часто цього було недостатньо для

⁵ Багато країн та міжнародних організацій випустили додаткові роз'яснення щодо поліпшення якості статистики цін на період карантину. Так, МВФ запровадив "Спеціальну серію зі статистичних питань у відповідь на COVID-19", а Евростат додав підходи до розрахунків під час пандемії у методологію розрахунку гармонізованого ІСЦ. Схожі документи опубліковані статистичними організаціями в Чехії, США, Латинській Америці тощо.
⁶ Основні положення цього посібника коротко відображені у [методології розрахунку інфляції ДССУ](#).

вибірки, а для деяких товарів і послуг взагалі неможливо, оскільки вони повністю не надавалися в період обмежень. Наприклад, це стосується туристичних послуг чи авіаквитків. Крім того, у разі зміни способів реєстрації з'являється ризик викривлення цінової динаміки, адже структура пропозиції та рівень цін можуть суттєво відрізнятись та змінюватися частіше;

2) фіксація цін на зареєстрованому в попередньому періоді рівні. Такий метод застосовується тоді, коли є підстави вважати, що ціна відсутнього продукту залишилася незмінною і надалі його реалізація буде відновлена за старими цінами;

3) імпутація цін шляхом множення ціни, зареєстрованої у попередньому місяці, на індивідуальний індекс, розрахований на основі цін наявних продуктів. Такий підхід є звичним для цін на окремі фрукти, що продаються лише кілька місяців на рік. Варіацією цього методу є застосування сезонного фактору. Зокрема, такий метод було використано для туристичних послуг, залізничних та авіаперевезень.

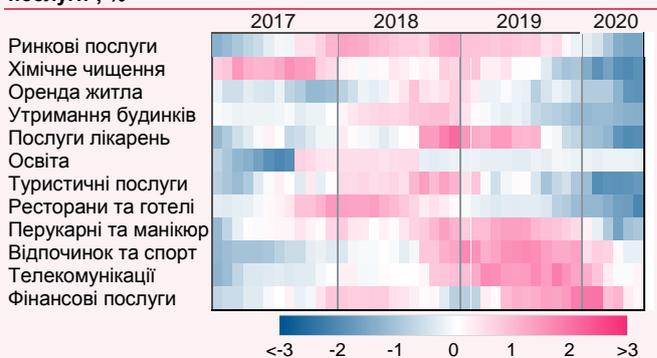
Застосування цих методів спрямоване на максимальне наближення розрахунків до реальних показників інфляції, однак їх використання протягом тривалого часу може призвести до викривлення динаміки загального рівня ІСЦ. Відповідно до міжнародної методології імпутована ціна може застосовуватися протягом одного-двох місяців, однак у нестандартних ситуаціях можливі винятки. Завдяки послабленню карантинних заходів для більшості товарів та послуг період застосування імпутованих цін не перевищував рекомендований. Хоча були й такі, для яких цей період тривав довше, оскільки послаблення обмежень відбувалися поетапно, їх частка була

незначною. За оцінками НБУ, під методи імпутації підпало близько 80 з 328 товарів-представників, сукупна частка яких в загальному ІСЦ становила лише 10–15% товарів та послуг у споживчому наборі. В інших країнах такий показник сягав 30%. За оцінками НБУ, застосування імпутованих цін мало незначний знижувальний ефект на рівень інфляції, що не перевищував 0.1 в. п. у червні (максимальний вплив спостерігався у квітні – до 0.15 в. п.).

Важливо, що доступ до реєстрації більшості цін, у тому числі найволатильніших груп "Продукти харчування" та "Паливо", не був обмежений. Як наслідок, показники ІСЦ за цей період відображали мінливість інфляції без викривлення сезонності та фактичний

інфляційний тренд.

Графік 1. Теплова карта нормалізованих річних змін цін на послуги*, %



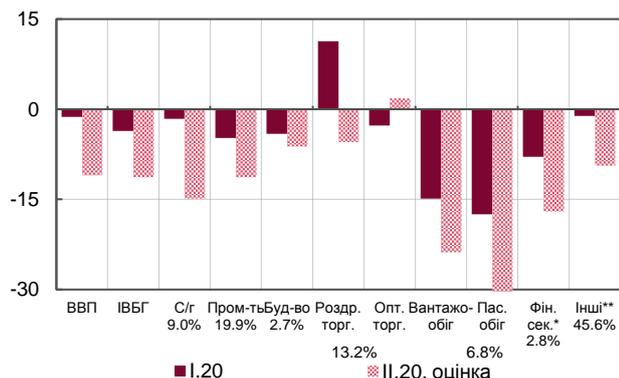
* Холодний блакитний колір означає, що ціни на відповідний вид послуг зростали нижчими темпами порівняно з нормалізованим середнім, теплий червоний – вищими. Дані нормалізовані врахуванням середньої зміни та діленням на стандартне відхилення, без урахування 2015 року. Детальніше stlouisfed.org.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

2.2. Попит і випуск

- Повномасштабні карантинні обмеження на окремі види діяльності зумовили спад внутрішнього попиту та стали основним чинником поглиблення спаду реального ВВП у II кварталі до близько 11% р/р. Додатковий від'ємний внесок сформувало скорочення виробництва в сільському господарстві через пізніший початок жнив.
- З пом'якшенням карантину економічна активність почала поступово відновлюватися, однак її стримували збереження окремих обмежень в умовах адаптивного карантину та погіршення матеріального стану домогосподарств та фінансових результатів бізнесу.

Графік 2.2.1. Випуск в окремих видах діяльності, % р/р у середньому за квартал (частка у ВВП у 2019 році, %)

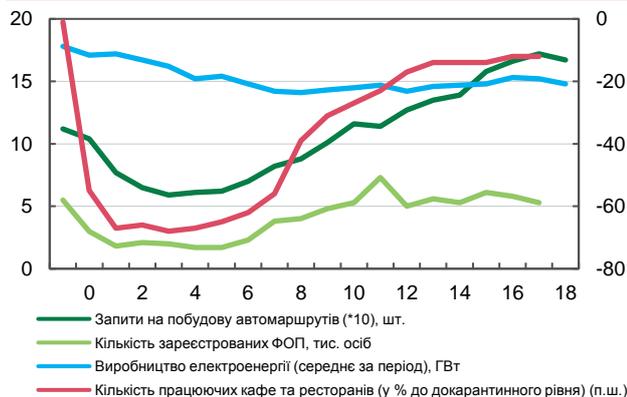


* ВДВ фінансового сектору, II кв. 2020 року – оцінка НБУ.

** ВДВ інших ВЕД, II кв. 2020 року – оцінка НБУ.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

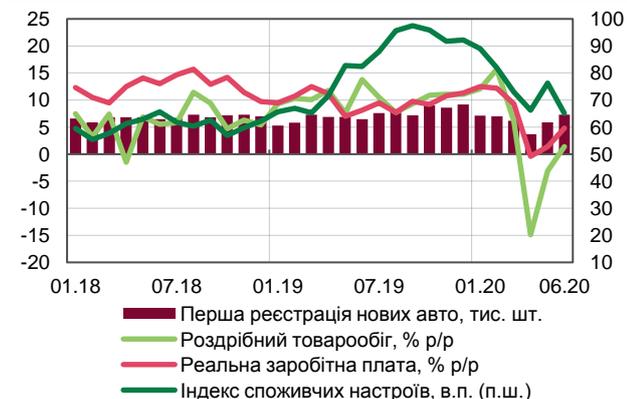
Графік 2.2.2. Висоочастотні індикатори економічної активності



* 0 позначає тиждень з 09 до 15 березня.

Джерело: opendatabot.ua, НЕК "Укренерго", Apple Inc., розрахунки НБУ.

Графік 2.2.3. Випереджаючі індикатори приватного споживання*



Джерело: ДССУ, Укравтопром, розрахунки НБУ.

Спад реального ВВП у II кварталі поглибився через карантинні обмеження та звуження попиту

Запроваджений у другій половині березня карантин мав негативний вплив на економіку України вже у I кварталі. Падіння реального ВВП (на 1.3% р/р) перевищило оцінки НБУ.

У II кварталі спад економіки поглибився – за оцінками НБУ, до близько 11% р/р. На тлі запроваджених обмежень практично не здійснювалася діяльність у пасажирському транспорті, тимчасовому розміщенні й організації харчування, сфері культури та розваг. З пом'якшенням обмежень з кінця травня та налагодженням ланцюгів постачання економічна активність почала відновлюватися, а очікування підприємств щодо ділової активності – поліпшуватися⁷. Поступово збільшувалася кількість відкритих кафе та ресторанів та їх обсяги реалізації, кількість переміщень автомобілями та громадським транспортом.

Утім, економічна активність не повернулася на докартинний рівень – її стримували погіршення фінансового стану домогосподарств та бізнесу та невизначеність щодо тривалості адаптивного карантину. Це відобразалося у все ще слабкому внутрішньому та зовнішньому попиті, а отже – значному падінні промислового виробництва, будівництва, показників оптової торгівлі та транспорту. Стриманою залишалася динаміка в секторах, що переважно фінансуються з бюджету (освіта, державне управління тощо). Втім, збільшення попиту на послуги доступу до мережі Інтернет, зокрема через поширення дистанційних форм зайнятості, ймовірно, підтримували показники сфери інформації та телекомунікацій.

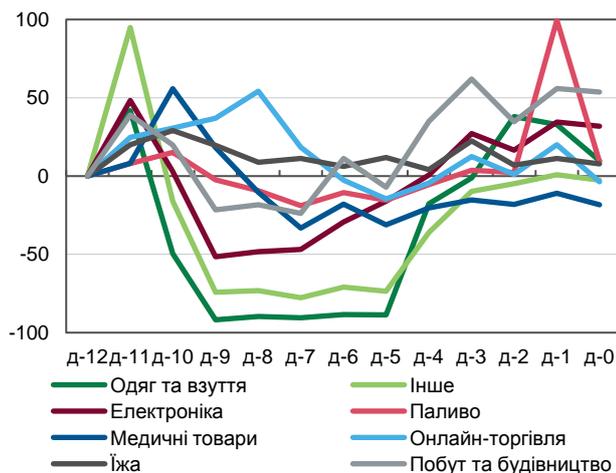
Значний від'ємний внесок у падіння ВВП у II кварталі сформувало сільське господарство. Неприятливі погодні умови призвели до зниження врожайності пшениці, особливо в південних областях (з яких починаються жнива), та до більш пізнього старту жнив порівняно з минулим роком. Складною залишалася ситуація й у тваринництві через низьку рентабельність та скорочення попиту.

Основний внесок у поглиблення падіння реального ВВП у II кварталі мав споживчий попит

Карантинні обмеження позначилися на споживанні через два основні канали. По-перше, споживання окремих товарів та послуг було фізично обмежене через фактичну

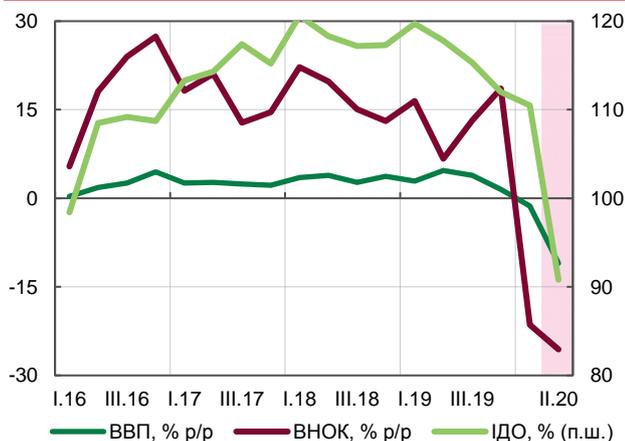
⁷ ЮДА сягнув мінімального значення у квітні (29.9%) та поступово відновлювався у травні-червні (до 35.9% та 45.5% відповідно), хоча все ще залишається нижче рівня 50%, який є нейтральним рівнем для цього індексу (нижче 50% - ситуація погіршується, вище – поліпшується).

Графік 2.2.4. Роздрібна торгівля за видами товарів, %, 21–29.02.20 = 0%



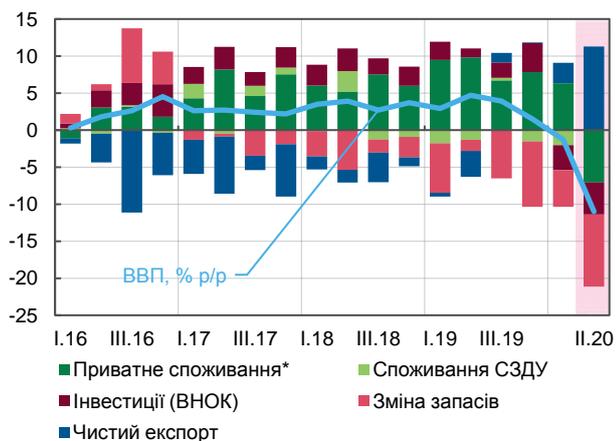
* д12 – остання декада лютого, д0 – остання декада червня.
Джерело: q.rating.zone.

Графік 2.2.5. Реальний ВВП, валове нагромадження основного капіталу, індекс ділових очікувань



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.6. Внески категорій кінцевого використання в річну зміну реального ВВП, в. п.



* Вкл. некомерційні організації, що обслуговують домогосподарства.
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

заборону на діяльність низки секторів. По-друге, споживання стримувалося погіршенням фінансового стану ДГ та їх споживчих настроїв. Так, перехід багатьох підприємств на дистанційну роботу (детальніше у вставці 3 "Вплив карантинних обмежень на бізнес в Україні: результати опитування підприємств" на стор. 18) позначився на зменшенні витрат ДГ на громадський транспорт та придбання окремих непершочергових товарів і товарів тривалого користування.

Певною мірою падіння споживчих витрат стримувалося поширенням онлайн торгівлі (утім, її обсяги залишаються порівняно незначними⁸), а також ажіотажним попитом на окремі продукти харчування, медичну і фармацевтичну продукцію на початку карантину. Пом'якшення обмежень, відновлення роботи магазинів, торговельних центрів та ринків зумовили поліпшення показників роздрібно товарообороту в травні й червні.

Через невизначеність ситуації з коронавірусом тривало скорочення інвестицій

Суттєве падіння інвестиційної активності вже в I кварталі 2020 року значною мірою пояснюється формуванням чистого збитку окремих великих та середніх підприємств, оскільки саме власні кошти підприємств є основним джерелом фінансування інвестицій. У свою чергу, погіршення фінансових результатів стало наслідком послаблення зовнішнього попиту, невизначеності законодавчого поля для окремих бізнес-проектів (зокрема ВДЕ) та епідеміологічної ситуації у світі й безпрецедентного запровадження карантинних заходів на рівні окремих країн світу.

За оцінками НБУ, падіння інвестиційного попиту тривало і в II кварталі 2020 року. Це пов'язано з високим ступенем невизначеності щодо подальшої динаміки пандемії COVID-19 та значною ймовірністю зниження прибутків підприємств і надалі. Відповідно, помітно погіршилися ділові очікування підприємств, зокрема інвестиційні⁹. А основним чинником, що стримуватиме нарощення обсягів реалізації продукції надалі, підприємства назвали низький попит. На тлі зазначеного песимізму окремі великі підприємства тимчасово призупинили заплановані інвестиційні проекти.

Свідченням подальшого падіння в II кварталі 2020 року інвестиційного попиту стали слабкі показники будівництва, який, однак, дещо зміцнило нарощення витраток бюджету на дорожнє господарство.

Натомість збільшився додатний внесок чистого експорту в зміну реального ВВП у II кварталі через суттєвіше падіння імпорту порівняно зі скороченням експорту (детальніше – у розділі 2.5. "Платіжний баланс" на стор. 24).

⁸ За даними ДССУ, у 2019 році частка роздрібно торгівлі через мережу Інтернет склала менше 2%, за оцінками учасників ринку – 9%.
⁹ У II кварталі 26.5% підприємств оцінили поточний фінансово-економічний стан своїх підприємств як "поганий" (порівняно із 13.9% у I кварталі), а частка підприємств, які очікують його подальшого погіршення у наступні 12 місяців збільшилася (до 22%), зменшилася частка тих, які очікують збільшення інвестиційних витраток у наступні 12 місяців (до 12.1%).

Вставка 3. Вплив карантинних обмежень на бізнес в Україні: результати опитування підприємств¹⁰

Характерною особливістю поточної кризи став її екзогенний характер для всього світу, не пов'язаний ні з перегрівом економіки окремої країни чи регіону, ні з прорахунками в їхній макроекономічній політиці. Першопричиною кризи стало запровадження карантинних обмежень у відповідь на поширення пандемії COVID-19. Для України нетиповість кризи полягає ще й у тому, що вона не супроводжується девальваційним та інфляційним тиском. Утім, такі особливості мали не менш болючі, а часом й більш суттєві, наслідки для економічної активності. Результати додаткових запитань, включених НБУ до регулярного щоквартального опитування підприємств, свідчать про суттєве зниження обсягів виробництва і продажів, послаблення попиту та збільшення додаткових витрат. Водночас частка підприємств, які звільнили працівників, була порівняно незначною – переважна більшість підприємств зазначила перехід до дистанційних форм зайнятості та переведення працівників у режим простою. Це може мати й більш довгострокові наслідки – структурні зміни в економіці через поширення діджиталізації та зміну споживчої поведінки.

Повна заборона на діяльність окремих секторів, скорочення зовнішнього та внутрішнього попиту, проблеми із транспортуванням продукції та працівників насамперед призвели до стрімкого зменшення обсягів реалізації та доходів – про це зазначили майже 70% підприємств. Найбільшого негативного впливу зазнали ті види діяльності, карантинні заборони для яких були найбільш масштабними – роздрібна торгівля, транспорт, сектори послуг. Також порівняно вищими були втрати малих підприємств, які переважно й зосереджені в секторі послуг¹¹.

Графік 1. Вплив карантину на продажі, % відповідей



* Середнє значення за результатами щотижневих опитувань. Джерело: НБУ.

Це зумовило значне погіршення поточного стану підприємств та Індексу ділових очікувань, який вперше з 2015 року опустився нижче рівня 100% (90.8% у II кварталі за рахунок погіршення всіх очікувань – щодо інвестицій, зайнятості та продажів). Погіршення оцінок та очікувань підприємств було в цілому зівставним з попередніми кризами. Проте, на відміну від попередніх криз, основним чинником, що стримуватиме нарощування виробництва, підприємства назвали слабкий попит, тоді як вплив курсових коливань, цінового тиску та обмеженого доступу до кредитів значно послабився.

Графік 2. Оцінки впливу окремих факторів, що стримують нарощення виробництва, % відповідей



Джерело: НБУ.

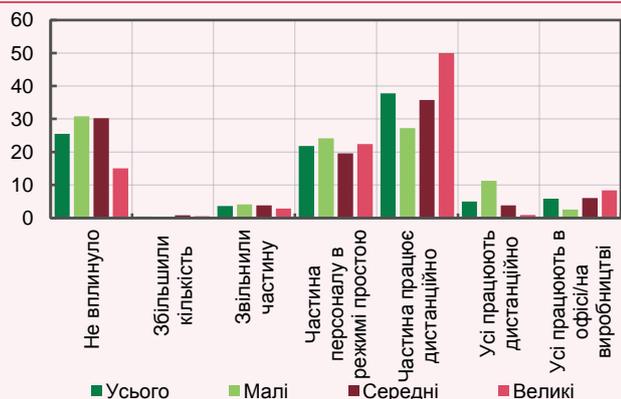
Найбільші побоювання стосувалися впливу карантину на зайнятість – за умов скорочення доходів вартість утримання персоналу могла стати для підприємств зависокою. Але насправді підприємства виявилися не налаштованими на звільнення (75–85% протягом карантину не планували змінювати чисельність персоналу). Частково це може пояснюватися неформальною зайнятістю. Іншим чинником могло стати сподівання на швидке відновлення роботи після завершення карантину. Також стримувала звільнення персоналу зміна підходів підприємств до організації роботи. Там, де це було можливо, були запроваджені дистанційні форми зайнятості (більше 40% підприємств про це зазначили). І як і завжди у період криз, деякі підприємства відправляли весь чи частину персоналу в режим простою або скорочували тривалість робочого часу. Водночас більш поширеною дистанційною зайнятістю була на великих підприємствах, а режим простою – на малих та в будівництві, транспорті й переробній промисловості. Натомість майже половина сільськогосподарських підприємств не змінювали або навіть збільшили кількість персоналу на тлі активної

¹⁰ Регулярне щоквартальне опитування щодо ділових очікувань підприємств у II кварталі 2020 року було проведене НБУ з 05 травня до 03 червня 2020 року. Участь взяло 691 підприємство у 22 регіонах України. Вибірка репрезентативна за основними видами та напрямками діяльності, розмірами підприємств за кількістю працівників. 31.8% у вибірці становлять великі підприємства, 39.4% – середні, 28.8% – малі. Додатково з 23 березня до 06 травня 2020 року НБУ проводив щотижневі опитування близько 100 середніх та великих підприємств (у вибірку входило близько 20% підприємств сільського господарства, 36% – переробної промисловості, 41% – торгівлі) з метою оперативної оцінки впливу карантинних обмежень на їхній стан. Відмінності у вибірці, зокрема, пояснюють деякі відхилення в отриманих результатах.

¹¹ За даними ДССУ, за обсягами реалізації до секторів послуг належать 15% малих підприємств порівняно з близько 10% в економіці в цілому та ще 46% малих підприємств – до торгівлі.

посівної кампанії, яка припала саме на час фази найбільш жорсткого карантину.

Графік 3. Вплив карантину на персонал, % відповідей



Джерело: НБУ.

Однак, за оцінками НБУ, приріст безробіття буде значним саме за підсумками II кварталу як через слабку економічну активність, так і через тиск з боку трудових мігрантів, які внаслідок карантинних обмежень на перетин кордонів могли шукати роботу в Україні.

Крім обмеженого попиту та логістичних перепон, коронакриза зумовила додаткові витрати підприємств на санітарний захист.

Графік 4. Вплив карантину на інші показники діяльності, % відповідей



Джерело: НБУ.

Певну допомогу бізнесу надали урядові заходи – за повідомленнями підприємств, вони користувалися пільгами з податку на землю та комерційну нерухомість, зі сплати за оренду комунальної власності, а для утримання персоналу – виплатами 2/3 окладу за режим вимушеного простою та компенсацій з часткового безробіття. Утім, про отримання підтримки повідомили лише 13% респондентів. Оскільки більшою мірою дизайн допомоги був розроблений з метою підтримки малих підприємств та ФОП, це також могло бути чинником більш позитивних очікувань щодо зайнятості на малих підприємствах.

Власні кошти або підтримка пов'язаних підприємств будуть основним джерелом відновлення діяльності після карантину. Лише 10% підприємств планують скористатися банківським кредитом, а близько 6% зазначили, що не зможуть відновитися без державної підтримки.

Графік 5. Джерела коштів для відновлення діяльності після карантину, % відповідей



Джерело: НБУ.

У міру пом'якшення карантинних обмежень очікування підприємств поступово поліпшувалися, що підтверджує припущення НБУ щодо того, що відновлення економіки України, як й інших країн, розпочнеться разом із завершенням карантину.

Графік 6. Зміна ІДО та оцінок поточного стану, п.



З 2014 року без АР Крим, Донецької та Луганської областей. Зміна оцінок під час кризи 2008 року – різниця між III та IV кварталами, 2014 року – між II та III кварталами, 2020 року – різниця між I та II кварталами.

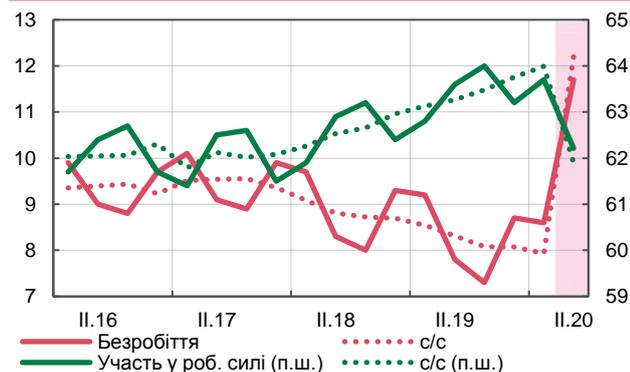
Джерело: НБУ.

Утім, нині немає чітких оцінок щодо темпів подолання хвороби та/або розробки дієвих вакцин. Тому світові доведеться звикати до нових реалій, що вже позначаються і далі позначатимуться також на підходах до ведення бізнесу. Згідно з низкою досліджень (IMF, FP, VOX) зміняться підходи до глобалізації та виробничих зв'язків через транспортні обмеження, вимоги до інфраструктури та поширення інтернет-сервісів – через перехід до дистанційних форм роботи, споживча поведінка – через подальше соціальне дистанціювання тощо.

2.3. Ринок робочої сили та доходи домогосподарств

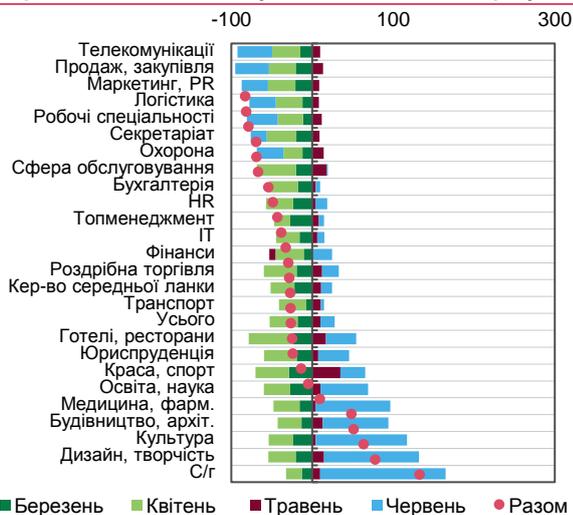
- Після подальшого поліпшення у I кварталі рівень безробіття у II кварталі за наявними індикаторами стрімко зріс на тлі запровадження карантину. Однак вже наприкінці кварталу з послабленням карантинних обмежень і попит, і пропозиція робочої сили почали відновлюватися.
- У II кварталі, за оцінкою НБУ, суттєво сповільнилося зростання доходів через зниження оплати праці, у тому числі з-за кордону. Оплата праці в Україні переважно скорочувалася за рахунок зменшення відпрацьованого часу. Нижчі доходи від зарплати частково компенсувалися різними видами соціальної підтримки.

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



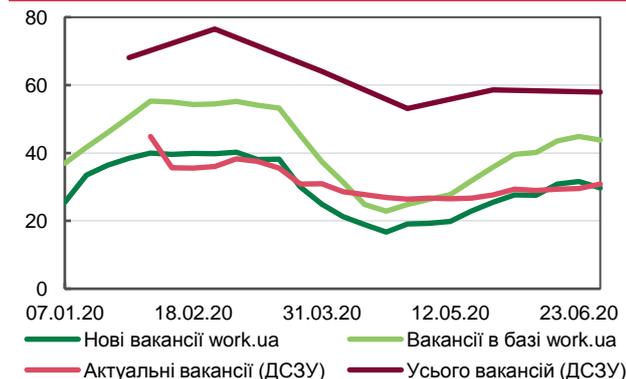
* У % до робочої сили віком 15–70 років; ** У % до всього населення віком 15–70 років;
 # II кв. 2020 року – оцінка НБУ на підставі даних InfoSapiens.
 Джерело: ДССУ, Info Sapiens, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.2. Помісячна динаміка вакансій за окремими секторами, % м/м та накопичувально з лютого 2020 року, %



Джерело: work.ua, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.3. Індикатори попиту на робочу силу у 2020 році: кількість вакансій, тис.



Джерело: ДСЗУ, work.ua, розрахунки НБУ.

Карантинні обмеження очікувано суттєво погіршили тенденції зайнятості в II кварталі

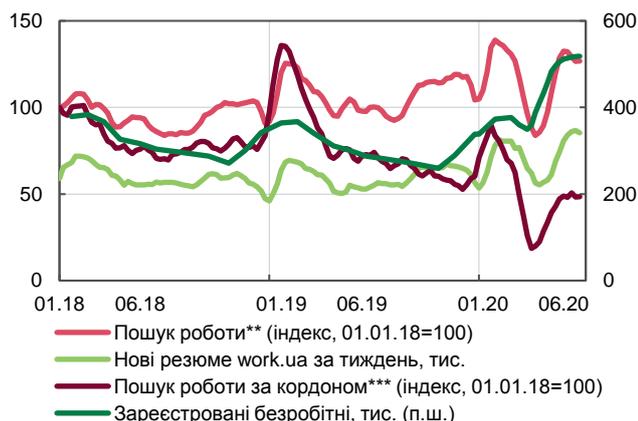
У I кварталі 2020 року тривало зниження рівня безробіття за методологією МОП (до 7.9% у сезонно скоригованому вимірі та 8.6% – у нескоригованому). Сприятлива динаміка показників зайнятості на початку року, попри послаблення економічної активності, частково пояснюється тим, що статистика збиралася переважно до запровадження карантину. Тривало й стрімке зростання участі в робочій силі, зокрема за рахунок жінок та осіб передпенсійного віку (50–59 років). Як і раніше, це значною мірою пояснювалося запровадженням наприкінці 2017 року змін до пенсійного законодавства, що передбачали поступове збільшення страхового стажу для призначення пенсії.

У II кварталі вплив карантинних обмежень на ринок праці був широкомасштабним – за оцінкою НБУ на базі наявних високочастотних індикаторів, рівень зайнятості суттєво знизився, тоді як рівень безробіття – стрімко зріс. Кількість зареєстрованих безробітних також суттєво зросла. Причиною останнього була як втрата населенням роботи, так і спрощення процедури реєстрації та скорочення термінів отримання статусу безробітного. Водночас, як і очікувалося, підвищення рівня безробіття стримувало зниження рівня участі в робочій силі, зокрема через заходи із самоізоляції для уникнення захворювання.

Основним чинником зменшення попиту на робочу силу були карантинні заборони на діяльність окремих секторів, та відповідно спад економіки. Водночас на тлі оголошення плану пом'якшення карантинних заходів у середині травня попит на робочу силу почав поступово відновлюватися, про що свідчила щотижнева динаміка вакансій. Однак через збереження низки карантинних обмежень та слабку економічну активність попит на робочу силу залишався нижче докарантинного, зокрема у сферах продажів, транспорту, обслуговування.

Про тимчасове зниження рівня участі в робочій силі свідчило різке падіння індексів пошуку роботи та кількості розміщених резюме на сайтах пошуку роботи в найгостріший період карантинних обмежень. Тимчасове зниження пропозиції робочої сили стало наслідком як соціального дистанціювання, так і обмежень на роботу громадського транспорту, а відтак вплинуло і на наміри шукати нову роботу.

Графік 2.3.4. Індикатори пропозиції робочої сили*



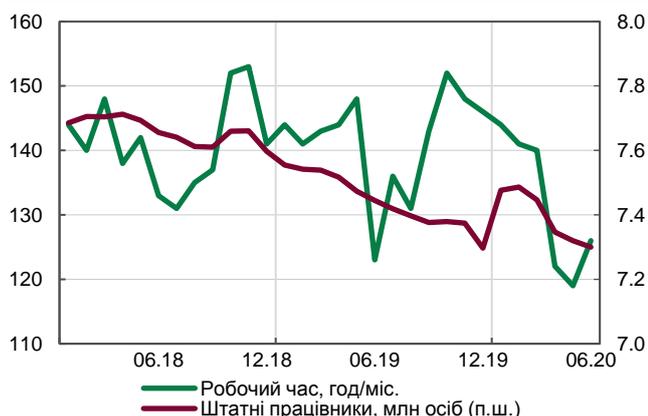
* Щотижневі індикатори за плинний місяць, крім кількості зареєстрованих безробітних, статистика за якими – щомісячна.
 ** Включають запити про пошук роботи українською та російською мовами.
 *** Включає запити про пошук роботи у Польщі, Чехії, Росії та Німеччині українською та російською мовами з території України.
 Джерело: work.ua, Google Trends, розрахунки НБУ.

Послаблення карантинних обмежень уже в травні спричинило швидке відновлення пропозиції робочої сили, яка в червні за щотижневими даними кількості резюме повернулася на докартинний рівень. Інтерес до пошуку роботи відновився не лише на внутрішньому ринку праці, але й за кордоном, чому сприяло часткове відкриття державних кордонів на виїзд з метою працевлаштування.

Зростання доходів населення суттєво сповільнилося

Запровадження карантину наприкінці березня позначилося на показниках оплати праці в Україні вже в I кварталі. Так, у березні зростання фонду оплати праці¹² сповільнилося до 10% р/р (порівняно з 14% р/р у лютому), а у квітні й травні його обсяг залишився незмінним порівняно з відповідним періодом попереднього року. Це відбулося через стрімке скорочення відпрацьованого робочого часу в усіх видах діяльності, особливо у готельно-ресторанному бізнесі. Натомість внесок скорочення зайнятості у зміну фонду оплати праці залишився стриманим.

Графік 2.3.5. Відпрацьований робочий час та кількість штатних працівників



Джерело: ДССУ.

Очікувано скоротилися прибуток та змішаний дохід і оплата праці працівників малих підприємств через [погіршення їхнього фінансового стану](#). Крім того, оплата праці з-за кордону скоротилася через повернення частини мігрантів в Україну й обмеження здійснення нових виїздів за кордон.

Зниження окремих видів доходів частково компенсувалося розширенням соціальної підтримки

На час карантину розширено наявні і запроваджено нові види соціальної підтримки. Найбільший обсяг підтримки надано у вигляді пенсійних виплат. У квітні здійснено [одноразові доплати до пенсій](#) і [збільшено виплати пенсіонерам старше 80 років](#), з травня [проведено індексацію пенсій](#). Надалі збільшення пенсій підтримає чергове підвищення з 01 липня прожиткового мінімуму.

Графік 2.3.6. Окремі категорії доходів населення, млрд грн



* Оплата праці з-за кордону та приватні трансферти – дані платіжного балансу, переведені у гривню за офіційним курсом гривні до долара у відповідному місяці.
 Джерело: ДССУ, ДКСУ, ПФУ, розрахунки НБУ.

Для підтримки тих, хто втратив роботу, [збільшено](#) планові видатки на допомогу по безробіттю. Для зниження впливу карантину на зайнятість запроваджено механізм надання [допомоги з часткового безробіття](#), а для підтримки фізичних осіб-підприємців запроваджено допомогу на дітей молодше 10 років.

¹² Згідно з методикою ДССУ, фонд оплати праці розраховується для штатних працівників, тобто працівників установ із кількістю зайнятих осіб 10 або більше.

2.4. Фіскальний сектор

- Фіскальна політика в II кварталі була не очікувано стриманою через високий ступінь невизначеності з доходами та фінансуванням протягом більшої частини кварталу.
- Найважливіші ресурси пріоритетно спрямовувалися на соціальні ініціативи, охорону здоров'я та дорожнє господарство, що насамперед мало на меті підтримку внутрішнього попиту. Однак інші видатки фінансувалися стримано.
- Завдяки зовнішньому фінансуванню та внутрішнім залученням наприкінці кварталу накопичено значний ресурс для підтримки економіки та фінансування майбутніх виплат за борговими зобов'язаннями.

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

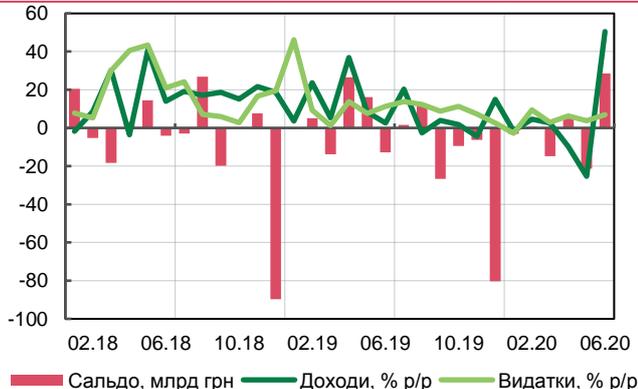


* Загальне сальдо (% ВВП) – сальдо зведеного бюджету з урахуванням позичок з ЄКР, наданих Пенсійному фонду.

** 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: кошти від спецконфіскації, ефекти від рішення Стокгольмського арбітражу тощо. Від'ємне значення цього показника означає м'яку фіскальну політику.

Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.2. Основні показники зведеного бюджету



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.3. Внески в річну зміну доходів зведеного бюджету, в. п.



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Фіскальна політика була стриманою через невизначеність з доходами та фінансуванням протягом більшої частини кварталу

У II кварталі сформувався профіцит зведеного бюджету (майже 14 млрд грн), попри очікування щодо пом'якшення політики з огляду на затверджені значні видатки, зокрема на протидію COVID-19 та підтримку економіки унаслідок запровадження карантинних обмежень. Циклічно скориговане первинне сальдо набуло додатного значення, що свідчить про стриманий характер політики. За винятком окремих пріоритетних напрямів, видатки фінансувалися доволі стримано з огляду на невизначеність з доходами та фінансуванням.

Утім, підтримку економіці надавало спрямування видатків на соціальні ініціативи, охорону здоров'я та дорожнє господарство, що насамперед мало на меті сприяти внутрішньому попиту та зайнятості населення. Крім того, впровадження податкових послаблень підтримало діяльність частини підприємців, малого бізнесу та відповідно й сукупний попит.

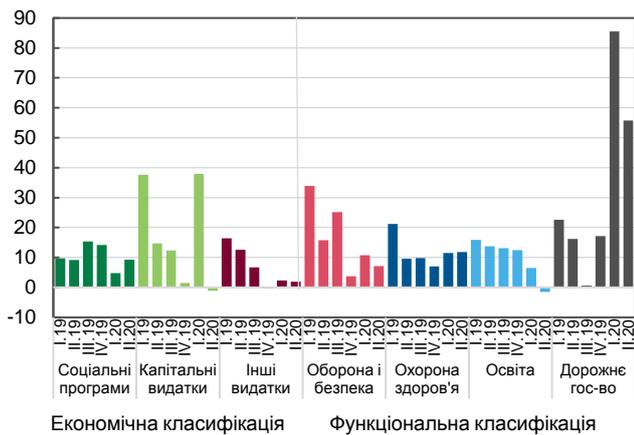
Податкові надходження скоротилися у відповідь на звуження економічної активності та зниження імпорту, а компенсували їх значні дивіденди державних підприємств наприкінці кварталу

Жорсткі карантинні обмеження, які діяли до середини травня, звуження попиту та погіршення фінансового стану домогосподарств і бізнесу спричинили суттєве скорочення податкових надходжень. Тривало зниження податків з увезених товарів (на майже 17% р/р) унаслідок падіння фізичних обсягів імпорту та міцніший номінальний ефективний курс гривні порівняно з відповідним кварталом попереднього року.

Також погіршення фінансового стану підприємств ще в I кварталі та зниження доходів населення разом зі звільненням від оподаткування доходів певних категорій працівників зумовили зменшення надходжень від прямих податків на доходи та прибуток. Збереження низьких світових цін на енергоресурси і далі впливало на надходження від рентних платежів, які залишалися значно нижчими за минулорічні обсяги. Впровадження податкових послаблень зменшило доходи насамперед місцевих бюджетів, однак підтримало економічну активність та окремі категорії домогосподарств.

Натомість пом'якшення карантинних обмежень та поступове відновлення споживчого попиту разом із поліпшенням адміністрування зумовило збільшення

Графік 2.4.4. Темпи зростання видатків зведеного бюджету за окремими напрямками, % р/р



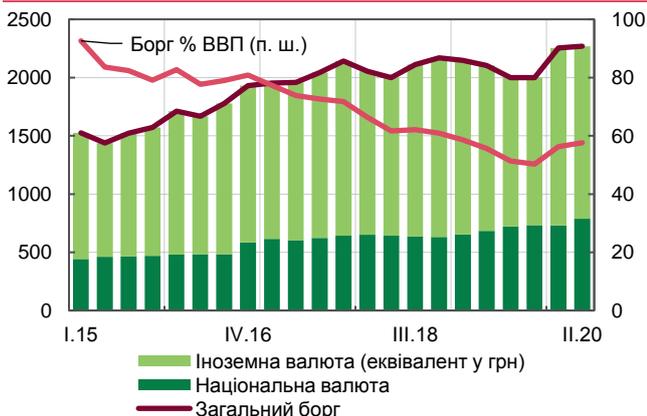
Оборона і безпека включає оборону та громадський порядок, безпеку та судову владу.
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.5. Чисті залучення державного бюджету, млрд грн



Джерело: ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

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



* За браком 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.

надходжень внутрішнього ПДВ, а стабілізація виробництва тютюнових виробів сприяла збільшенню надходжень від акцизного податку з цих товарів. Утім цього було недостатньо, щоб компенсувати скорочення надходжень від інших внутрішніх податків.

Однак значні за обсягами перерахування частини прибутку НБУ та державних підприємств компенсували скорочення податкових надходжень та дали змогу накопичити рекордний обсяг гривневих ресурсів на ЄКР наприкінці кварталу.

Пріоритетними були видатки на соціальні ініціативи, охорону здоров'я та дорожнє господарство

Видатки зростали порівняно стриманими темпами на тлі обмежених бюджетних ресурсів протягом більшої частини кварталу. Навіть отримання офіційного фінансування та очікувані значні дивіденди від державних підприємств у червні не викликали їх різкого збільшення.

Видатки фінансувалися зі значним акцентом на соціальні програми – збільшено трансферти Пенсійному фонду, підтримано Фонд на випадок безробіття та спрямовано додаткові виплати окремим категоріям підприємців (наприклад, які мають на утриманні дітей віком до 10 років). Тривало збільшення видатків на оплату праці. В умовах кризи все це підтримувало приватне споживання. Серед пріоритетних видатків залишалися дорожнє господарство та колективні послуги, такі як оборона й безпека та охорона здоров'я, що підтримало низку галузей, зокрема будівництво, виробництво іншої неметалевої мінеральної продукції, машинобудування тощо, а відтак – і зайнятість населення.

Фінансування за іншими напрямками, насамперед гуманітарними та соціокультурними, було стриманим. Серед інших чинників, це зумовлювалося тривалими процедурами прийняття рішень щодо розподілу коштів між розпорядниками. Окремі видатки знижувалися й з об'єктивних причин, таких як зменшення вартості комунальних послуг. Через низьку інфляцію та міцніший курс гривні порівняно із закладеним у бюджет виникла економія на обслуговуванні боргу.

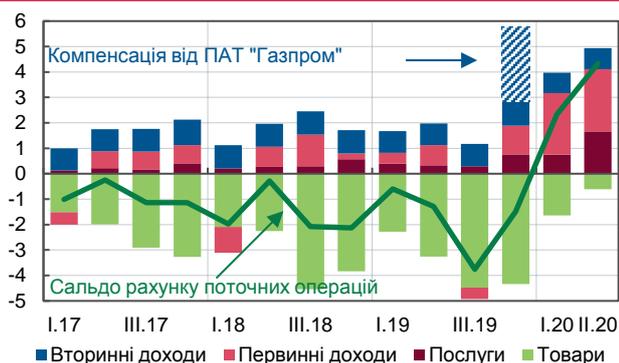
Наприкінці II кварталу накопичено значний ресурс для підтримки економіки та фінансування майбутніх виплат за борговими зобов'язаннями

Наприкінці квітня на внутрішньому ринку відновився попит на державні цінні папери, а в першій декаді червня надійшло також офіційне фінансування від МВФ та інших міжнародних партнерів. Враховуючи стримане фінансування видатків, це призвело до накопичення значних за обсягом як гривневих, так і валютних коштів на рахунках уряду, попри суттєві виплати за поточними борговими зобов'язаннями. Попри активні залучення обсяг державного та гарантованого боргу станом на кінець червня порівняно з кінцем березня майже не змінився як в абсолютному вимірі, так і відносно ВВП. Вагомим чинником цього стала курсова переоцінка унаслідок зміцнення курсу гривні порівняно з кінцем березня.

2.5. Платіжний баланс

- У II кварталі 2020 року поточний рахунок зведено з рекордним профіцитом. Такий результат був кращим, ніж очікувалося в [попередньому прогнозі](#), через вищу стійкість експорту товарів та глибше порівняно з експортом падіння імпорту, у тому числі через тимчасове припинення туризму.
- Дефіцит торгівлі звузився з огляду на стрімке падіння внутрішнього попиту, подальше зниження світових цін на енергоносії та реалізацію вікна можливостей для експорту окремих продовольчих товарів на тлі запровадження обмежень на їх експорт іншими країнами.
- Тривав вплив капіталу, зумовлений передусім значними виплатами за зовнішніми зобов'язаннями. Однак завдяки значному профіциту поточного рахунку разом з отриманням кредитів від МВФ валові резерви суттєво зросли.

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



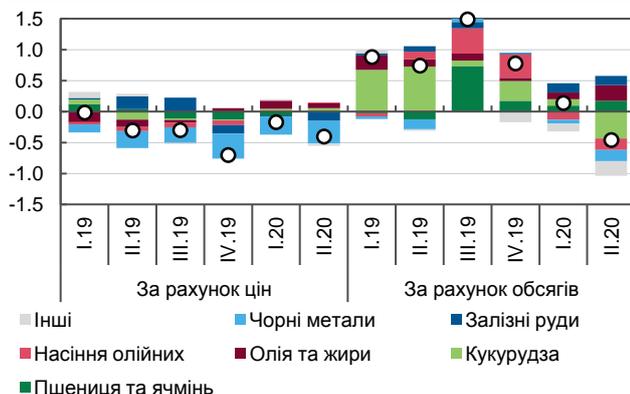
* У IV кв. 2019 року – без урахування компенсації від ПАТ "Газпром".
Джерело: НБУ.

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.

Експорт товарів та послуг продемонстрував певну стійкість до кризових явищ

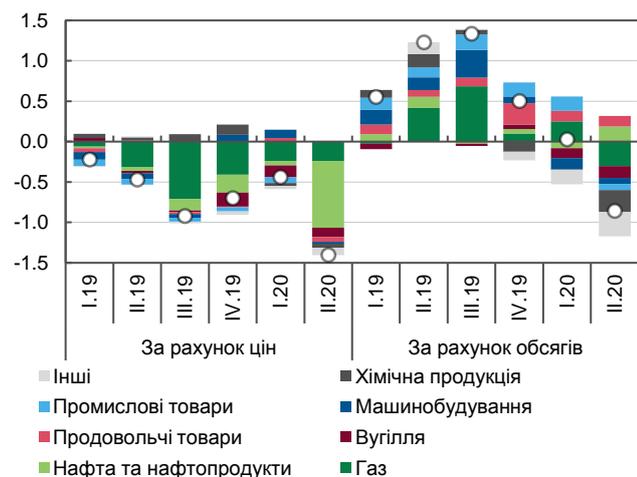
Падіння експорту товарів (на 12.1% р/р), спричинене послабленням світової економічної діяльності, вичерпанням запасів окремих зернових та низькими світовими цінами на метали і кукурудзу, було меншим, ніж очікувалося. Значною мірою це зумовлено відкриттям вікна можливостей для експорту окремих продовольчих товарів на тлі [запровадження країнами ЄАЕС](#) експортних обмежень. Так, поставки соняшникової олії сягнули рекордних для цього періоду обсягів, а експорт пшениці та ячменю і далі зростає високими темпами. За результатами 2019/2020 МР Україна оновила рекорд експорту зернових – 56.7 млн т. Однак у цілому експорт продовольчих товарів у II кварталі 2020 року зменшився через швидше порівняно з попереднім роком вичерпання запасів кукурудзи та сої (унаслідок більших обсягів їх експорту в попередні періоди), високу конкуренцію на ринку зернових з боку країн Південної Америки та зменшення попиту з боку виробників біопалива. Додатковим фактором падіння експорту кукурудзи було запровадження країнами ЄС [антидемпінгового мита на її імпорт](#).

Падіння експорту металургійної продукції поглибилося внаслідок подальшого звуження зовнішнього попиту та зниження світових цін. Крім того, зростання експорту української залізної руди суттєво сповільнилося внаслідок скорочення попиту з боку європейських металургів, що лише частково було компенсоване нарощуванням поставок дешевшої руди до Китаю. Також тривало скорочення експорту трубної продукції через зменшення інтересу до видобутку енергетичних ресурсів, серед іншого зумовленого низькими світовими цінами на них. Попри подальше нарощування поставок добрив та пластмас експорт продукції хімічної промисловості скоротився через погіршення зовнішньої цінової кон'юнктури. Експорт продукції машинобудування також зменшився, у тому числі через зменшення зовнішніх замовлень на поставки залізничних вагонів.

Імпорт різко низився через суттєве звуження внутрішнього попиту та закриття кордонів

Падіння імпорту товарів поглибилося (до 27.7% р/р) за широким спектром інвестиційних та споживчих товарів. Суттєво зменшився імпорт продукції машинобудування: наземних транспортних засобів, побутової техніки,

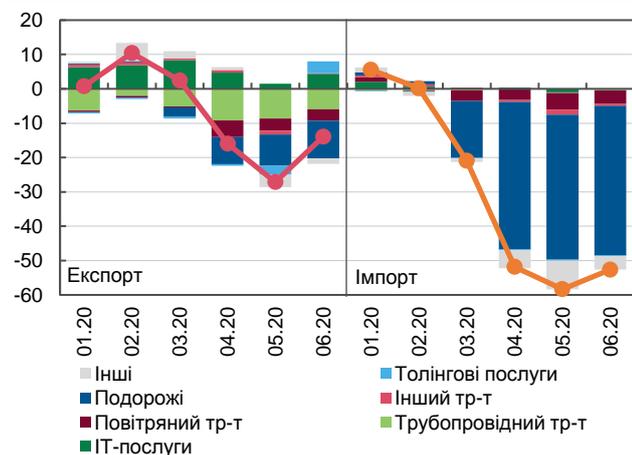
Графік 2.5.4. Абсолютна річна зміна обсягів та цін імпорту за окремими* товарами, млрд дол.



* 51% в імпорті товарів.

Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.5.5. Внески в річну зміну торгівлі послугами, в.п.



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.6. Сальдо торгівлі послугами в II кварталі, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

промислового обладнання. Поглибилося падіння імпорту комплектуючих для альтернативної енергетики через невизначеність щодо законодавчого поля для цього виду діяльності. Через послаблення споживчого попиту скоротився імпорт промислових виробів, хоча імпорт продовольчих товарів й надалі зростає.

Імпорт продукції хімічної промисловості також зменшився внаслідок нарощування внутрішнього виробництва добрив, нижчих обсягів закупівель побутової хімії та зниження цін на енергоносії, що є основою проміжного споживання галузі. Через подальше зниження цін поглибилося падіння енергетичного імпорту (майже до 50% р/р), хоча зменшення фізичних обсягів також мало внесок. Наднизькі ціни на нафту стимулювали нарощування обсягів її закупівель, однак його переважило скорочення закупівель газу та вугілля.

Закриття кордонів призвело до суттєвого зниження обсягів неформального імпорту товарів, а також мало значний вплив на торгівлю послугами. Призупинення туризму суттєвіше позначилося на імпорті послуг порівняно з їх експортом через значно вищу частку "подорожей" у структурі імпорту. Також, попри сповільнення, експорт IT-послуг і далі зростає, частково компенсуючи падіння експорту послуг трубопровідного транспорту. У результаті суттєво розширився профіцит торгівлі послугами.

Попри очікуване зниження обсягів переказів, їх падіння (на 15.3% р/р) було меншим, ніж прогнозувалося (детальніше у вставці "Оцінка впливу карантинних заходів на грошові перекази в Україну" в [Інфляційному звіті за квітень 2020 року](#) на стор. 46-47). Цьому сприяли активніше повернення українських працівників на роботу за кордон та більш стійкий попит на трудових мігрантів у країнах-реципієнтах (зокрема Польщі).

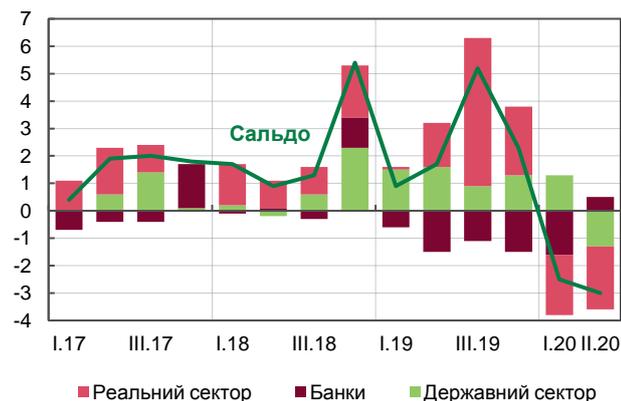
Важливим фактором формування значного профіциту поточного рахунку було також скорочення виплат за первинними доходами через формування збитків підприємств з іноземними інвестиціями (детальніше у вставці 4 "Реінвестовані доходи підприємств: вплив на показники платіжного балансу" на стор. 27).

Значні виплати за зовнішніми зобов'язаннями призвели до збільшення відпливу капіталу за фінансовим рахунком

Відплив капіталу в II кварталі був сформований державним та реальним секторами. Так, виплати за зовнішніми боргами державного сектору (більше 1 млрд дол.) перевищили надходження [другого траншу макрофінансової допомоги від ЄС](#) у розмірі 500 млн євро. Крім того, широкомасштабний відплив капіталу з країн, ринки яких розвиваються, позначився і на українському ринку: обсяг гривневих ОВДП у власності нерезидентів знизився на 14% (0.8 млрд дол.) за квартал.

За реальним сектором зберігався чистий відплив ПІІ через погіршення фінансових результатів підприємств з

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



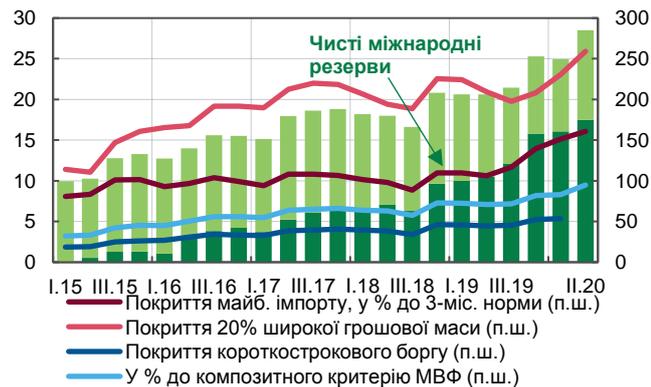
Джерело: НБУ.

Графік 2.5.8. Прямі іноземні інвестиції в Україну, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Графік 2.5.9. Валові міжнародні резерви, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

іноземними інвестиціями. Крім того, через зменшення фінансування неформальної торгівлі та туризму більше валюти залишалося в країні (це означає нарощування зовнішніх активів, що відображається як відплив капіталу за реальним сектором). Водночас за банківським сектором спостерігався приплив капіталу за рахунок отримання довгострокових позик та переведення безготівкової валюти в готівкову, що знизило активи сектору.

Зовнішня позиція України поліпшилася, але країна потребує подальшої співпраці з МФО для підтримання макрофінансової стабільності

Надходження за поточним рахунком у II кварталі суттєво перевищували відплив капіталу. У результаті платіжний баланс було зведено зі значним профіцитом (1.3 млрд дол.). Крім того, у червні Україна отримала перший транш (2.1 млрд дол.) у межах нової програми співпраці з МВФ. Завдяки цьому, попри кризові явища в економіці, міжнародні резерви зросли до 28.5 млрд дол. на кінець червня 2020 року. Цього обсягу достатньо для фінансування 4.9 місяця майбутнього імпорту, а за композитним критерієм МВФ резерви сягнули 95% від мінімально необхідного рівня.

Динаміка показників боргової стійкості теж була позитивною. Так за I квартал 2020 року обсяг валового зовнішнього боргу скоротився на 1.2% – до 120.3 млрд дол. або 76% ВВП. Виплати за кредитами реального сектору перевищили залучення єврооблігацій окремими корпораціями. Крім того, НБУ сплачував за кредитами МВФ. Водночас зобов'язання державного сектору збільшилися, передусім через [випуск єврооблігацій](#). Короткостроковий борг за залишковим терміном погашення зменшився на 1.9 млрд дол. та сягнув 29.3% ВВП – найнижчого значення з 2009 року.

Проте боргове навантаження залишається значним: у другому півріччі 2020 року СЗДУ має сплатити за зовнішніми зобов'язаннями близько 3 млрд дол., а у 2021 році – ще 5 млрд дол. Разом із виплатами за зобов'язаннями перед МВФ загальний обсяг виплат перевищує 10 млрд дол. Попри м'які світові фінансові умови доступ України до міжнародних ринків капіталу визначатиметься спроможністю надалі проводити структурні реформи та реалізовувати виважену макроекономічну політику. Подальша співпраця з міжнародними партнерами не лише забезпечить надходження необхідних фінансових ресурсів у цей період, а й полегшить доступ до міжнародних ринків капіталу.

Вставка 4. Реінвестовані доходи підприємств: вплив на показники платіжного балансу

Наприкінці червня 2020 року НБУ оприлюднив результати перегляду даних платіжного балансу (далі – ПБ) у зв'язку з подальшим удосконаленням обліку прямих іноземних інвестицій, а саме врахуванням реінвестованих доходів підприємств з прямими іноземними інвестиціями. Загальне сальдо ПБ унаслідок перерахунку не змінилося, однак призвело до збільшення показників ПІІ за еквівалентного розширення дефіциту поточного рахунку. Ретроспективний аналіз демонструє високі значення реінвестованих доходів реального сектору, що може свідчити як про "зрілість" життєвого циклу ПІІ, так і особливості розвитку країни в цілому. Загалом ці зміни дали змогу підвищити якість статистики, її співставність зі статистикою інших країн та можливості для аналізу ПБ.

Планове вдосконалення якості статистики. НБУ постійно вдосконалює якість статистики ПБ, у тому числі в межах поглиблення співпраці з ДССУ. Згідно з планом у 2018 році ДССУ передала НБУ функції формування даних щодо ПІІ банківського сектору, а на початку 2020 року – повноваження щодо публікації всієї статистики ПІІ. Розширення співпраці між організаціями дало змогу розпочати облік реінвестованих доходів банків з 2018 року та підприємств – з 2020 року. Дані ПБ за новою методологією переглянуто з 2015 року.

Реінвестовані доходи: життєвий цикл ПІІ та особливості розвитку країни. Метою діяльності більшості підприємств є отримання та максимізація прибутків. У свою чергу прибуток може бути використаний для сплати дивідендів або знову інвестований (реінвестований) для розвитку підприємства. Згідно з теорією [Brada and Tomšik](#) (2009) життєвий цикл ПІІ має три етапи. На стадії входження на ринок більшість проєктів зазвичай збиткові. Пізніше, на стадії зростання, підприємство генерує прибутки, однак потребує подальших інвестицій для розвитку, збільшення частки на ринку тощо. З цією метою більша частина доходу реінвестується. Нарешті, на етапі зрілості, фокус зміщується на репатріацію прибутку або у вигляді дивідендів, або для інвестування в інші ринки, де інвестиції все ще перебувають на ранній стадії. Згідно з [Novotny](#) (2015) життєвий цикл прибутковості ПІІ становить 15–16 років, а найвищий рівень прибутковості припадає на 7–8 рік від початку інвестиції.

Вибір реінвестувати доходи чи сплатити їх у вигляді дивідендів визначається багатьма факторами. Так, на рішення інвестора можуть впливати інвестиційні можливості порівняно з іншими країнами. [Oseghale та Nwachukwu](#) (2010) емпірично довели, що високий рівень розвитку корпоративного управління, розмір та темпи зростання ринку, макроекономічна стабільність, якість робочої сили та прибутковість операцій прямо впливають на реінвестовані прибутки. Крім того, вибір інвесторами подальшої стратегії є дуже чутливим до політичної стабільності в країні ([Polat](#), 2017).

Вплив перегляду на надходження ПІІ. Згідно з методологією КПБ-6 повторне вкладення коштів іноземного інвестора в основний капітал підприємства, попри те, що ці прибутки, на відміну від дивідендів, фактично не перераховуються, належать до прямих іноземних інвестицій. Реінвестовані доходи можуть

набувати і від'ємних значень. Це може бути результатом збитків підприємства в умовах погіршення економічного стану в секторі, де воно функціонує, або більш глобальних економічних викликів у країні перебування.

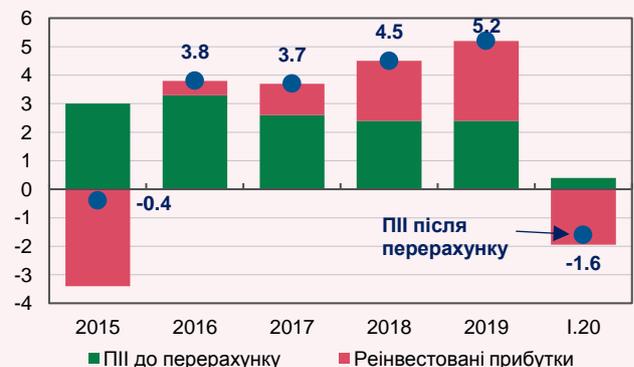
Графік 1. Фінансові результати та реінвестовані прибутки підприємств, млрд дол.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Так, глибока криза 2014–2015 років мала наслідком формування значних від'ємних фінансових результатів підприємств у 2015 році. Однак починаючи з 2016 року макроекономічна стабілізація, виважена фіскальна та монетарна політика, поступове впровадження структурних реформ та позитивні очікування щодо ділової активності сприяли поліпшенню фінансових результатів та відповідно зростанню реінвестованих прибутків підприємств. Водночас у 2020 році коронакриза призвела до погіршення фінансових результатів підприємств, що відобразилося у формуванні нерозподіленого збитку підприємств.

Графік 2. Прямі іноземні інвестиції (сальдо) до та після перерахунку, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Отже, урахування реінвестованих доходів призвело до зменшення обсягів припливу ПІІ у 2015 році та I кварталі

2020 року та до суттєвого їх збільшення у 2016-2019 роках. Частка реінвестованих доходів у загальному обсязі надходжень ПІІ у 2019 році сягнула майже 50%, що [відповідає загальносвітовим тенденціям](#).

Графік 3. Частка реінвестованих прибутків у надходженнях ПІІ у 2019 році, %



Джерело: МВФ, UNCTAD, НБУ.

Нейтральний вплив перерахунку на загальне сальдо платіжного балансу. Як і будь-яка операція в ПБ, реінвестовані доходи обліковуються за принципом подвійного запису: у фінансовому рахунку – за статтею "прямі інвестиції", у поточному рахунку – за статтею "виплати за доходами від ПІІ". Як наслідок, зміна обліку реінвестованих доходів реального сектору не впливає на загальне сальдо ПБ, проте змінює дані поточного та фінансового рахунку на однакові величини. Так, у результаті перерахунку дефіцит поточного рахунку у 2017–2019 роках щорічно збільшено від 1.1 млрд дол. (1% ВВП) у 2017 році до 2.8 млрд дол. (1.8% ВВП) у 2019 році – на ті самі величини, на які збільшено приплив ПІІ.

Аналітичні наслідки та можливості. Перегляд показників ПБ, зокрема розширення дефіциту поточного рахунку, у цілому не змінює попередні аналітичні висновки щодо стійкості зовнішньої позиції України, оцінки економічної ситуації, на підставі яких здійснювалася монетарна та валютна політика НБУ. Це зумовлено тим, що на відповідну величину змінився й показник "прямих іноземних інвестицій", які є надійним та стійким джерелом фінансування дефіциту поточного рахунку. Крім того, реінвестування не передбачає фактичного перетину коштами кордонів: трансакція відбувається в країні – реципієнті інвестицій.

Реінвестовані доходи мають низку позитивних ефектів на економіку країни-реципієнта. Спрямування материнськими компаніями коштів на реінвестування має на меті підвищення конкурентоспроможності дочірніх структур, та як наслідок їх продуктивності, що має відповідний вплив і на макроекономічні показники. Відповідно до окремих [досліджень](#), реінвестовані прибутки також здатні забезпечити більшу стійкість ПІІ, оскільки через нарощування обсягів останніх збільшується альтернативна вартість їх переміщення. Тож підвищуються й стимули для інтеграції в місцеву економіку. Аналіз факторів, що спонукають інвесторів приймати рішення на

користь виплати дивідендів чи реінвестування доходів, може мати велике значення для формування політики уряду, спрямованої на залучення та утримання інвестицій.

Графік 4. Поточний рахунок до та після перегляду, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Досвід залучення інвестицій у Польщі та Чехії. Політичне та економічне становлення країн ЦСЄ-4¹³ на початку 1990-х років, швидкі та глибокі, хоча й дуже болючі на початку структурні реформи, чіткий курс на євроінтеграцію та створення сприятливих умов для залучення іноземних інвестицій, у тому числі завдяки податковому середовищу (однак на однакових умовах для всього бізнесу), зумовили значний приплив ПІІ у ці країни. На початкових етапах капітал до країн надходив за рахунок придбання частки акцій у наявних компаніях. Протягом цього періоду прибутковість інвестиційних проектів на початкових стадіях була низькою, наприклад у Польщі після виведення дивідендів це призводило до формування нерозподіленого збитку. На початку 2000-х років реалізовані інвестиції вступили до фази отримання прибутку. Проте вже з 2004 року на тлі макроекономічної стабілізації [дохідність ПІІ в акціонерний капітал в окремих країнах, зокрема в Польщі, перевищила ту, яку мали боргові інструменти](#). Водночас з огляду на перспективи зближення країн ЦСЄ-4 після приєднання до ЄС у 2004 році до розвинених країн Єврозони реінвестовані доходи стали домінуючим інструментом ПІІ. Зокрема, частка реінвестованих доходів у загальному припливі ПІІ в Чехію зростає з 46% у 2004 році до 84% у 2019 році, у Польщі – з 45% до 93% відповідно.

Графік 5. Прямі іноземні інвестиції в Польщу, млрд дол.



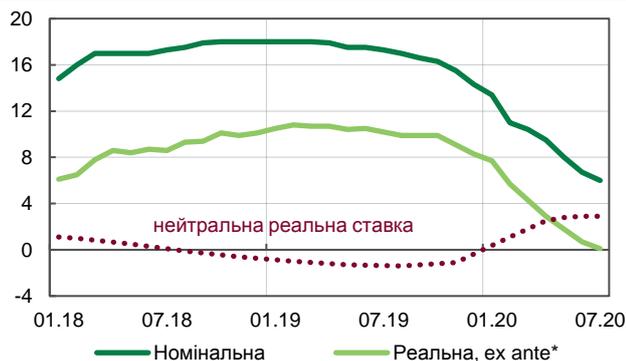
Джерело: МВФ.

¹³ Чехія, Польща, Словаччина та Угорщина.

2.6. Монетарні умови та фінансові ринки

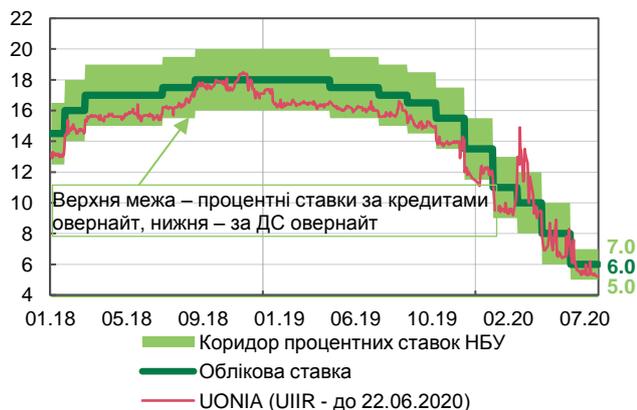
- У II кварталі 2020 року Правління НБУ пришвидшено знижувало облікову ставку і на кінець кварталу вона сягнула 6% – найнижчого номінального рівня в історії.
- Зниження ключової ставки та розширення заходів НБУ з підтримання ліквідності банківської системи сприяло зменшенню вартості ресурсів на ринку. Завдяки стабілізації ситуації відновився попит на гривневі ОВДП, а короткостроковий відрізок кривої дохідності опустився нижче докризового рівня.
- На валютному ринку превалював ревальваційний тиск, зумовлений зниженням попиту на іноземну валюту та збереженням високої її пропозиції.

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



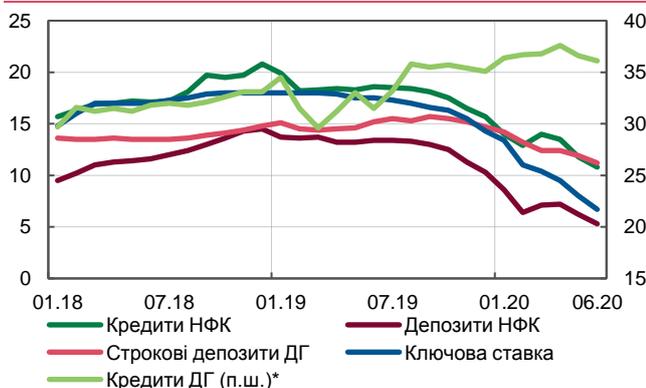
* Дефльована на очікування фінансових аналітиків щодо інфляції через 12 місяців.
Джерело: розрахунки НБУ.

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



* Останні дані – за 29.07.2020.
Джерело: НБУ.

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



* Без овердрафту.
Джерело: НБУ.

¹⁴ З 23 червня 2020 року НБУ припинив розрахунок UIIR, замінивши його новим індикатором вартості ресурсів на міжбанківському кредитному ринку – Українським індексом міжбанківських ставок овернайт (Ukrainian Overnight Index Average, UONIA).

Унаслідок пришвидшених темпів зниження облікової ставки у II кварталі 2020 року монетарна політика набула стимулюючого характеру

У II кварталі 2020 року Правління НБУ двічі знижувало облікову ставку загалом на 400 б. п. – до 6.0%, історично мінімального рівня в номінальному виразі. Пришвидшене пом'якшення монетарної політики зумовлювалося високою ймовірністю того, що споживчий та інвестиційний попит залишатиметься пригніченим довше, ніж це прогнозувалося раніше. Активне пом'якшення НБУ монетарної політики покликане підтримати економіку на етапі поступового згортання карантинних обмежень. Водночас, НБУ звузив коридор процентних ставок за інструментами постійного доступу до ± 1 в. п. (з попередніх ± 2 в. п.) з метою поліпшення механізму трансмісії від зниження облікової ставки.

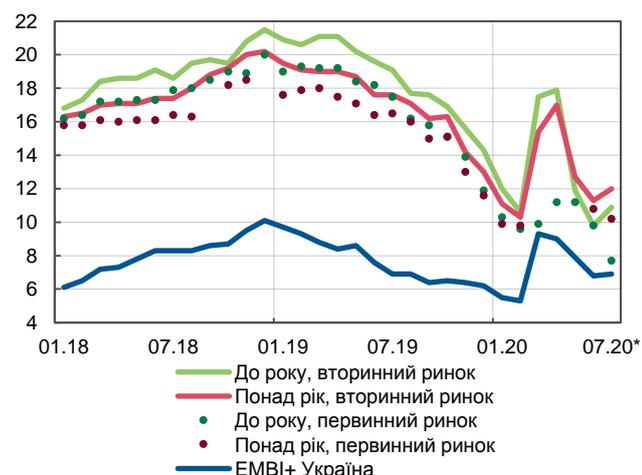
Послідовна політика НБУ зі зниження облікової ставки сприяла зниженню її в реальному вимірі, незважаючи на подальше поліпшення інфляційних очікувань фінансових аналітиків. Крім того, реальна ключова ставка перетнула нейтральний рівень у травні та знижувалася надалі – у липні майже до нуля. Зниження ставки нижче нейтрального рівня свідчить про те, що монетарна політика набула стимулюючого характеру (тобто спрямована на стимулювання споживчого попиту та створення нових робочих місць – детальніше у вставці 5 “Переоцінка нейтральної процентної ставки” у Інфляційному звіті за січень 2020 року на стор. 48).

Банки знижують гривневі ставки як на міжбанківському ринку, так і за операціями з клієнтами

Оперативне запровадження НБУ антикризових заходів, у тому числі спрямованих на розширення можливості банків управляти своєю ліквідністю, сприяли стабільній роботі міжбанківського кредитного ринку. У результаті, після підвищеної волатильності в березні, з квітня відновилася кореляція динаміки UIIR/UONIA¹⁴ та облікової ставки. Пришвидшене зниження НБУ облікової ставки та збереження профіциту ліквідності банківської системи зумовлювало тяжіння UIIR/UONIA до нижньої межі коридору ставок НБУ.

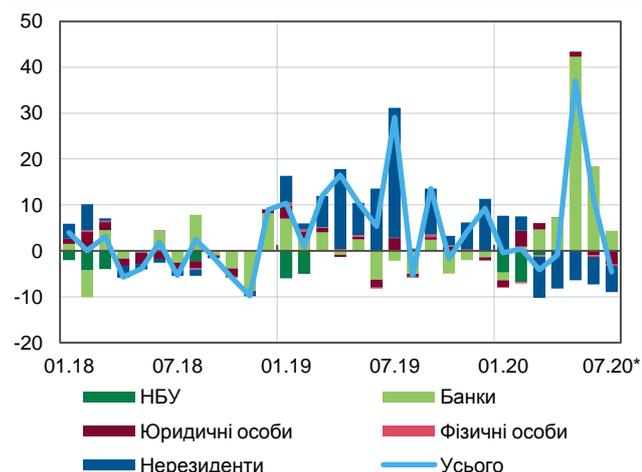
За результатами II кварталу 2020 року знизилися і гривневі процентні ставки за новими кредитами та депозитами, відображаючи загальну тенденцію до

Графік 2.6.4. Дохідність гривневих ОВДП за строком до погашення та дохідність єврооблігацій України (EMBI+), %



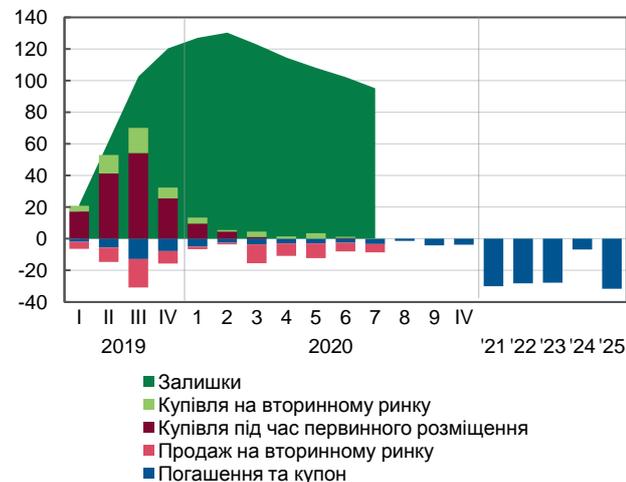
* Останні дані – за 29.07.2020.
Джерело: НБУ.

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



* Останні дані – за 29.07.2020.
Джерело: НБУ.

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



* Останні дані – за 29.07.2020.
Джерело: НБУ.

здешевлення вартості ресурсів на ринку. Збереження значних обсягів ліквідності та впевненість у можливості рефінансувати тимчасові її розриви, спонукали банки активно знижувати ставки за депозитами. Найбільше в середньому за квартал знижено ставки за строковими депозитами ДГ, тоді як ставки за коштами на вимогу залишилися практично на рівні попереднього кварталу. Зниження ставок для НФК за цими інструментами було рівномірним, а їх дохідність у червні опустилася нижче рівня облікової ставки. Вартість банківських кредитів для НФК знизилася в червні до найнижчого рівня з 2000 року (до 10.8%). Це стало відгуком як на пришвидшене зниження облікової ставки, так і заходи з підтримки бізнесу. Водночас ставки за кредитами ДГ залишилися практично на рівні I кварталу 2020 року. Їх інертність пояснюється збереженням значних ризиків у сегменті споживчого кредитування.

Дохідність ОВДП знизилася завдяки відновленню попиту та пом'якшенню монетарної політики

Наприкінці квітня фінансовий ринок України почав поступово оговтуватися від стресу, спричиненого запровадженням карантину. Відновився попит на гривневі ОВДП, а їхня дохідність вже в травні знизилася до докризового рівня. Знижувалася й дохідність на вторинному ринку – відплив нерезидентів, хоч і тривав протягом кварталу, за щомісячними обсягами поступався березню та в червні-липні послабився. Крім того, у червні короткостроковий відрізок кривої дохідності ОВДП уже опустився нижче докризового рівня. Незначне зростання дохідності на вторинному ринку в першій половині липня зумовлювалося ситуативними психологічними чинниками.

Головними чинниками відновлення роботи фінансового ринку в II кварталі 2020 року було вжиття НБУ низки заходів з підтримання ліквідності банківської системи та адаптація до роботи в умовах карантинних обмежень. Головними покупцями державних цінних паперів у II кварталі 2020 року були банки, а приріст гривневих ОВДП у їхньому портфелі більш ніж утричі перевищив відплив нерезидентів за цей період. Це дало змогу МФУ в II кварталі 2020 року здійснити розміщення гривневих ОВДП, що за обсягами поступалося лише рекордному розміщенню в III кварталі 2019 року. Поступово збільшувалися й строки залучень.

Через зниження попиту на іноземну валюту та збереження її високої пропозиції починаючи з квітня переважно домінував ревальваційний тиск

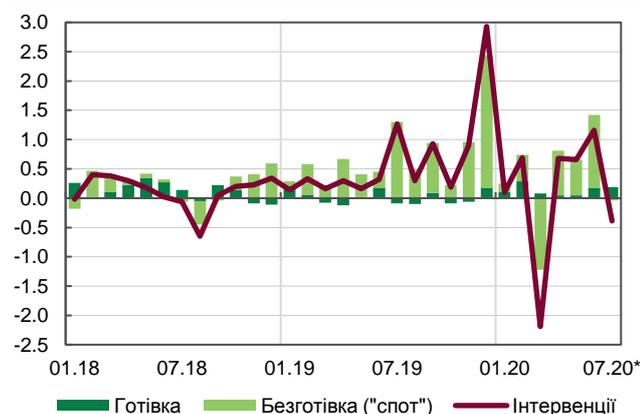
Офіційний обмінний курс гривні до долара на кінець II кварталу 2020 року порівняно з кінцем I кварталу 2020 року, зміцнився (на 4.9%). Ревальваційний тиск на валютному ринку в II кварталі 2020 року забезпечувався значною пропозицією іноземної валюти завдяки надходженням від традиційних експортно-орієнтованих галузей (зокрема АПК) та Нафтогазу за одночасних стриманих платежів за імпортом. Це дало змогу НБУ відновити купівлю іноземної валюти, не протидіючи тенденціям, що переважали на ринку, та компенсувати значний обсяг її продажу для задоволення ажіотажного

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



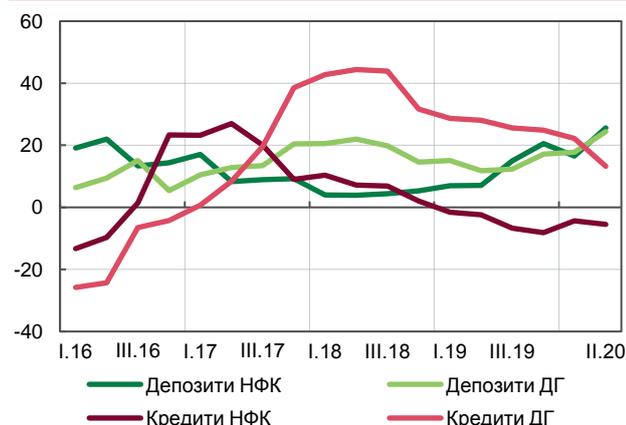
* Останні дані – НЕОК за 29.07.2020.
Джерело: IFS, розрахунки НБУ.

Графік 2.6.8. Чистий продаж іноземної валюти клієнтами банків та інтервенції НБУ, млрд дол.



* Останні дані – за 28.07.2020.
Джерело: НБУ.

Графік 2.6.9. Депозити та кредити в національній валюті, % р/р



Джерело: НБУ.

попиту в березні. Проте в середньому за II квартал 2020 року курс гривні до долара послабився тоді як більшість валют країн – ОТП України зміцнилися. У результаті, послабився й НЕОК гривні.

Попри переважання пропозиції іноземної валюти над попитом на неї, НБУ у квітні вирішив зменшити до кінця III кварталу 2020 року щоденні планові обсяги купівлі іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів (з 50 до 20 млн дол.). Цей перегляд зумовлено зменшенням глибини міжбанківського валютного ринку через негативний вплив пандемії на обсяги валютних потоків.

Додатне сальдо інтервенцій НБУ в II кварталі становило 2.5 млрд дол. (з початку року – 1.1 млрд дол.). Це стало основним джерелом постачання ліквідності банківської системи. Незважаючи на це, за результатами II кварталу 2020 року, ліквідність знизилася через акумулювання коштів на рахунках уряду та зростання обсягів готівки. Попри це, рівень ліквідності, виражений сумою залишків коштів на коррахунках банків та в депозитних сертифікатах НБУ, залишався високим (середньоденні залишки становили 190 млрд грн).

Тимчасове зростання турбулентності на валютному ринку та девальвація гривні у липні зумовлювалися ситуативними психологічними чинниками. Як і раніше, НБУ згладжував коливання на ринку – сальдо інтервенцій за результатами місяця було від’ємним.

Залишки за гривневими депозитами вже перевищили докризовий рівень

У II кварталі 2020 року тривав приплив коштів у банківську систему, а залишки за гривневими депозитами вже перевищили докризовий рівень. Високі темпи зростання гривневих депозитів головним чином забезпечувалися приростом коштів ДГ. Цьому сприяло зростання схильності населення до заощаджень з огляду на невизначеність щодо строків завершення карантинних заходів та збільшення соціальних виплат. Натомість банківське кредитування НФК залишалось млявим через зниження економічної активності, а суттєве сповільнення темпів приросту гривневих кредитів ДГ – стало наслідком скорочення споживання домогосподарствами.

З метою активізації банківського кредитування НБУ в II кварталі 2020 року запровадив [процентний своп](#), який покликаний не тільки стимулювати розвиток кредитних програм для бізнесу та населення, а й сприяти подальшому зниженню відсоткових ставок в економіці. Також НБУ підписав з ЄБРР договір про [валютний своп](#), відповідно до якого уже здійснено перші транші. З одного боку, гривневі кошти будуть використані ЄБРР на кредитування українського бізнесу, з іншого – купівля валюти на умовах своп сприятиме зростанню міжнародних резервів. НБУ [запровадив ще низку заходів](#) для підтримки банківського сектору, які передбачають незастосування до червня 2021 року до банків та банківських груп заходів впливу за порушення встановлених вимог щодо достатності капіталу, ліквідності, кредитного ризику тощо.

Вставка 5. Заходи монетарної політики для підтримання банківської системи та економіки в умовах коронакризи

НБУ, як і більшість центральних банків світу, у відповідь на поширення COVID-19 вжив широкий спектр заходів для зменшення турбулентності на фінансовому ринку України, а також для підтримання реального та фінансового секторів економіки. Зважаючи на більшу підготовленість української економіки до цієї кризи (детальніше у вставці "Макроекономічні умови на початку поточної кризи" в [Інфляційному звіті за квітень 2020 року](#) на стор. 34), а також ураховуючи низьку інфляцію, перша група заходів дала змогу НБУ достатньо швидко нормалізувати ситуацію на фінансовому ринку в гострий період кризи, а друга – закласти підґрунтя для відновлення ділової активності.

На розгортання кризових явищ, спричинених поширенням коронавірусної хвороби, центральні банки більшості країн світу оперативного відреагували впровадженням заходів монетарного стимулювання економіки. Переважно їх дії були спрямовані на:

- здешевлення фінансування для бізнесу, населення та урядів за рахунок зниження ключових ставок, а якщо можливості подальшого зниження ставок були вичерпані, – шляхом розширення програм кількісного пом'якшення;
- підтримання ліквідності та розширення ресурсного потенціалу банків, інших фінансових та навіть нефінансових установ;
- стимулювання фінансових установ до розширення кредитування шляхом запровадження регуляторних та наглядових послаблень.

НБУ не залишився осторонь коронакризових викликів та з урахуванням найкращих світових практик задіяв широкий спектр класичних і нових інструментів для заспокоєння фінансового ринку та підтримання реального і фінансового секторів економіки.

Так, протягом перших тижнів після введення карантинних заходів НБУ вдалося ефективно вгамувати ажіотажний попит на іноземну валюту, спричинений психологічним чинником, та заспокоїти курсові очікування, незважаючи на те, що масштаб шоку на валютному ринку в березні 2020 року був зівставним із шоками 2008–2009 років та 2014 року. Зокрема, у цей період НБУ збільшив свою присутність на валютному ринку. Чистий продаж іноземної валюти у березні становив 2.2 млрд дол.

Графік 1. Сальдо валютних інтервенцій НБУ та міжнародні резерви*



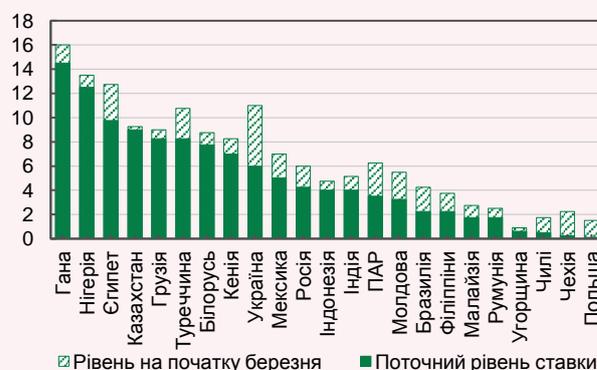
* Останні дані – за 30.06.2020.
Джерело: НБУ.

Також у березні-квітні НБУ здійснював операції з підкріплення банків готівковою іноземною валютою, метою яких було усунення труднощів із задоволенням потреб у готівковій валюті через перебої в авіасполученнях. У результаті, паніка швидко заспокоїлась, а НБУ згодом компенсував втрати міжнародних резервів та зменшив свою присутність на валютному ринку.

Стабілізація ситуації на валютному ринку дала змогу НБУ підтримувати економіку монетарними інструментами, не провокуючи сплеску інфляції.

Передусім НБУ створив умови, щоб позики для бізнесу та населення стали доступнішими. Для цього НБУ суттєво пом'якшив монетарну політику. Сьогодні серед країн ЄМ НБУ є одним із лідерів за темпами зниження ключової ставки.

Графік 2. Ключові ставки центральних банків окремих країн ЄМ, %*



* Останні дані – за 29.07.2020.
Джерело: офіційні сторінки центральних банків.

Багато провідних центробанків світу вичерпали можливості для підтримання економік ключовими ставками ще задовго до пандемії, знизивши їх майже до нуля чи навіть нижче (як, наприклад, Банк Японії та ЄЦБ). Тому вони вдалися до застосування нетрадиційного монетарного інструментарію – суттєвого розширення програм "кількісного пом'якшення". Однак для центральних банків країн ЄМ (у тому числі й України) макрофінансові ризики від запровадження такої програми суттєво перевищують потенційні вигоди. Причина полягає в тому, що застосування кількісного пом'якшення буде продуктивним та не створюватиме надмірних ризиків для макрофінансової стабільності за умови виконання низки передумов, серед яких:

- вичерпання потенціалу стимулювання економіки шляхом зниження ключової ставки;
- резервний статус національної валюти або значні обсяги міжнародних резервів для стерилізації надлишкової грошової маси та нівелювання девальваційного тиску;
- заякорені інфляційні очікування, високий рівень довіри до центрбанку та національної валюти;
- наявність розвиненого вторинного ринку державних цінних паперів.

Таким чином, з урахуванням українських реалій запровадження програми кількісного пом'якшення з високою ймовірністю спричинило б погіршення довіри до НБУ, розбалансування економічних очікувань, посилення відпливу портфельних інвестицій, зростання девальваційного та інфляційного тиску.

Додатково до зниження облікової ставки НБУ запровадив нові інструменти, що дають можливість підтримати кредитування та надають банкам гнучкості в управлінні ліквідністю:

- [довгострокове фінансування для банків на строк від 1 до 5 років](#) за процентною ставкою на рівні ключової. Банки за доступними ставками можуть отримати "довгі" гроші і спрямувати їх на кредитування масштабних довгострокових, зокрема інфраструктурних, проєктів;

- [своп процентної ставки](#), що дає змогу банкам управляти процентним ризиком.

Збільшенню вільної ліквідності банківської системи, що може бути спрямована на кредитування, також сприяли ["обнулення" норми обов'язкових резервів](#) за гривневими ресурсами, а також [зміна алгоритму розрахунку зобов'язань банків, що підлягають обов'язковому резервуванню](#).

Для того, щоб дати можливість банкам у найгостріший період кризи сконцентруватися на підтримці економіки, НБУ на період кризи запровадив низку регуляторних та наглядових послаблень, зокрема відтермінував формування буферів капіталу, дав додатковий час для подання та оприлюднення фінансової звітності, тимчасово зупинив проведення всіх видів виїзних перевірок і стрес-тестування банків. Також НБУ рекомендував банкам утриматись від виплати дивідендів щонайменше до жовтня 2020 року, аби вони мали змогу використати всі вивільнені кошти для підтримання економіки.

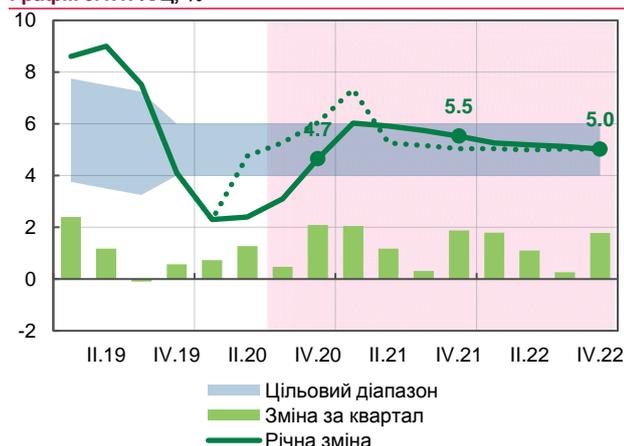
Активні дії НБУ щодо пом'якшення монетарних умов та заходи із розширення можливості банків управляти своєю ліквідністю сприяли зменшенню вартості гривневих міжбанківських ресурсів та ставок в національній валюті за новими кредитами та депозитами (детальніше у розділі 2.6 "Монетарні умови та фінансові ринки" на стор. 29).

Частина 3. Економіка України: прогноз¹⁵

3.1. Інфляційний розвиток

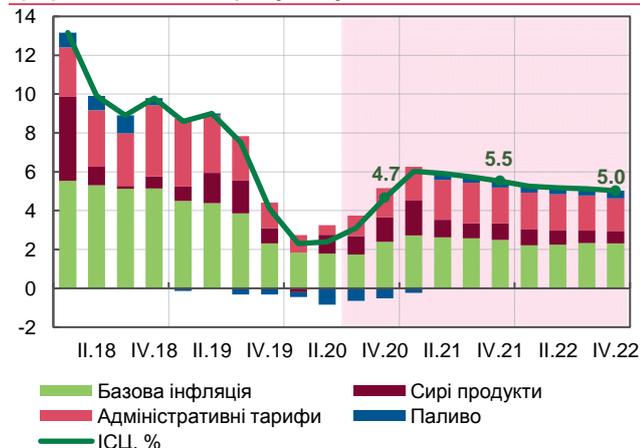
- Інфляція надалі поступово зростатиме та повернеться в цільовий діапазон у IV кварталі 2020 року завдяки відновленню економічної активності і сукупного попиту на тлі м'якої монетарної та фіскальної політики.
- Протягом 2021 й 2022 років інфляція перебуватиме в межах цільового діапазону 5% ± 1 в.п завдяки виваженій монетарній політиці.

Графік 3.1.1. ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.1.3. Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Інфляція до кінця 2020 року повернеться в цільовий діапазон 5% ± 1 в.п. на тлі монетарних та фіскальних стимулів

Після стрімкого гальмування інфляції в першому півріччі, пов'язаного з переходом економіки до стану рецесії, інфляція в подальшому поступово прискорюватиметься та до кінця 2020 року повернеться в межі цільового діапазону. Цьому сприятимуть стимулююча фіскальна та монетарна політики, спрямовані на відновлення економічної активності і споживчого попиту. На цінах також позначиться подорожчання енергоносіїв та гірший урожай фруктів.

Вагомим фактором прискорення інфляції у 2021 році стане зростання реальних доходів населення та відповідне покращення купівельної спроможності. Інфляційний тиск найбільше відобразиться у сфері послуг, насамперед малому бізнесі. Відповідно, монетарна політика буде спрямована на утримання інфляції близько до цілі 5%.

Базова інфляція прискориться разом з відновленням економічної діяльності та становитиме близько 4% на всьому прогнозному періоді

Фундаментальний тиск дещо посилиться в IV кварталі поточного року внаслідок дії фіскальних та монетарних стимулів, спрямованих на подолання кризи.

Відновлення української та глобальної економіки у 2021 році сприятиме подальшому зростанню заробітних плат, посилюючи фундаментальний інфляційний тиск, який насамперед відобразиться на зростанні вартості ринкових послуг. Поступовий перехід монетарних умов від стимулюючих до нейтральних також знижуватиме інфляційний тиск.

Продовольча інфляція прискориться на початку 2021 року через зростання попиту, проте очікувана достатня пропозиція плодово-овочевих культур знизить її до 3–5% у 2021–2022 роках

Інфляція в групі сирих товарів до кінця 2020 року залишиться близькою до поточного рівня (5 – 6.5%). На початку наступного року вона тимчасово прискориться орієнтовно до 9% через зростання споживчого попиту і витрат на оплату праці. Відновлення економічної

¹⁵ Якщо не позначено інше – пунктирна лінія на графіках означає попередній прогноз.

Графік 3.1.4. Ціни на сирі продовольчі товари, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.1.5. Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

діяльності та повна відміна карантинних обмежень зумовить підвищення попиту на продовольчі товари.

Після надходження на ринки продукції нового врожаю вже із середини наступного року продовольча інфляція стабілізується на рівні нижче 5%. Надалі таке помірне зростання цін підтримуватиметься підвищенням номінальних та реальних доходів домогосподарств, проте стримуючим фактором стане зростання пропозиції продовольчих товарів завдяки нарощуванню виробництва в сільському господарстві.

Адміністративна інфляція почне прискорюватися вже в поточному році та досягне 9–10% у 2021–2022 роках

Підвищення ставок акцизів на тютюнову продукцію визначатиме її подорожчання на 14–16% щороку та залишатиметься джерелом найбільшого внеску в адміністративну інфляцію на всьому прогностному періоді. Зростання заробітних плат в економіці у 2021 році позначиться також на їх перегляді у сфері ЖКГ, що визначатиме подальше подорожчання окремих комунальних послуг.

У першому півріччі 2020 року тарифи на газ та опалення для населення суттєво знизилися під впливом низьких цін на європейських торговельних майданчиках та високих запасів газу у сховищах. Однак надалі ціни знову зростатимуть у зв'язку з поступовим відновленням попиту в світі та наближенням опалювального сезону.

Ціни на паливо у 2020 році знизяться майже на 16% через значно дешевшу, ніж торік, нафту, що буде вагомим дезінфляційним фактором для значної кількості інших товарів та послуг в економіці. Але відновлення світової економіки, а разом з нею – і попиту на нафтопродукти призведе до підвищення вартості палива в Україні у 2021–2022 роках.

Зміна прогнозу інфляції порівняно з попереднім Інфляційним звітом викликана насамперед переоцінкою характеру проходження кризи та подальшого відновлення. Найбільше це відобразилось на базовій компоненті інфляції, вплив на яку з боку девальвації гривні та очікуваного дефіциту окремих товарів у II кварталі був дуже обмеженим на тлі падіння внутрішнього попиту. Більш повільне, ніж очікувалось відновлення економіки у 2020 році також відобразилось на прогнозі базової інфляції, який було знижено з 6.8% до 4.0%, а разом з ним – і загальної інфляції – з 6.0% до 4.7%.

3.2. Попит і випуск

- Економічна активність відновлюватиметься в другому півріччі, але за підсумками 2020 року ВВП скоротиться на 6% у реальному вимірі через глибоке падіння у II кварталі.
- У наступні роки ВВП зростатиме на рівні близько 4% завдяки монетарним та фіскальним стимулам і відновленню зовнішнього попиту. Головним драйвером економічного зростання буде приватне споживання.

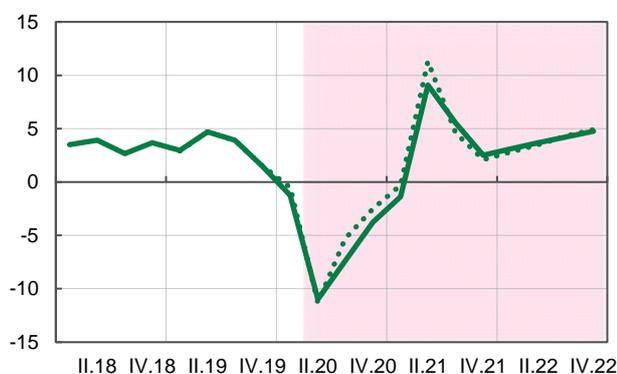
Економічна активність у другому півріччі 2020 року пожвавиться, незважаючи на продовження адаптивного карантину. Значна кількість карантинних обмежень уже скасована, однак залежно від епідеміологічного стану на регіональному рівні зберігатимуться окремі заборони. До повноцінної роботи вже повернулася більшість підприємств сектору послуг, який найбільше постраждав під час коронакризи. Ситуація на ринку праці хоча й залишається гіршою за докризову, але демонструє ознаки стабілізації. Стимулюючі заходи НБУ, кредитні канікули, податкові пільги та розширення бюджетної допомоги з безробіття додатково підтримали бізнес-активність і приватне споживання. Обмеження, що залишилися, не передбачатимуть заборону для більшості видів економічної діяльності, а діятимуть лише у форматі вимог до посиленого рівня антиепідеміологічних заходів у взаємодії зі споживачем. Відповідно вони вже не будуть основним чинником обмеження ділової активності.

Утім, темпи відновлення економіки стримуватимуться все ще пригніченим споживчим та інвестиційним попитом. Під час кризи громадяни суттєво знизили витрати на товари не першої необхідності, а бізнес призупинив плани розвитку, переглянув штатні розписи і зарплатні фонди. З огляду на високий рівень невизначеності в ситуації з поширенням коронавірусу громадяни та підприємства, ймовірно, і надалі будуть досить стриманими в своїх споживчих та інвестиційних рішеннях. Водночас повільний вихід із кризи інших країн звужує можливості швидкого відновлення експорту.

Прогноз ВВП на 2020 рік переглянуто в бік суттєвішого падіння – близько 6%, у наступні роки економіка повернеться до зростання на рівні 4%

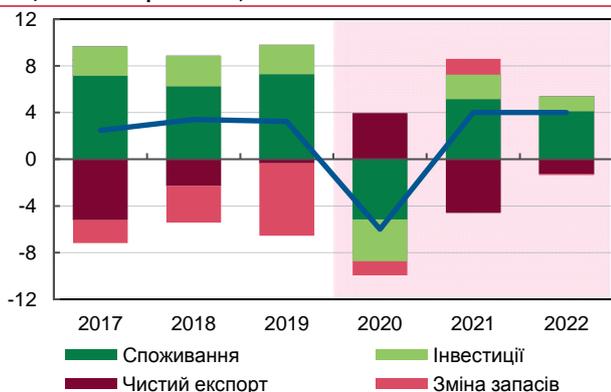
Пік економічної кризи, викликаній карантинними обмеженнями та пригніченням попиту як усередині країни, так і на глобальному рівні, припав на II квартал поточного року (падіння ВВП становитиме близько 11% р/р). Разом зі зняттям основних обмежень уже з III кварталу економіка почала поступово відновлюватися на тлі м'якої фіскальної та монетарної політики. Проте відновлення буде нерівномірним за видами економічної діяльності. Сектор послуг, торгівля і транспорт, які найбільше постраждали від карантинних обмежень, частково відновляться вже у III кварталі. Однак ще тривалий час ці галузі не повернуться до докризового рівня, оскільки споживчі настрої населення залишатимуться пригніченими. Послуги з міжнародного пасажирського авіасполучення ще тривалий час будуть обмежені та повноцінно відновляться лише зі вщуханням пандемії у світі. Повноцінне відновлення в експортоорієнтованих галузях, зокрема в металургії,

Графік 3.2.1. Реальний ВВП, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

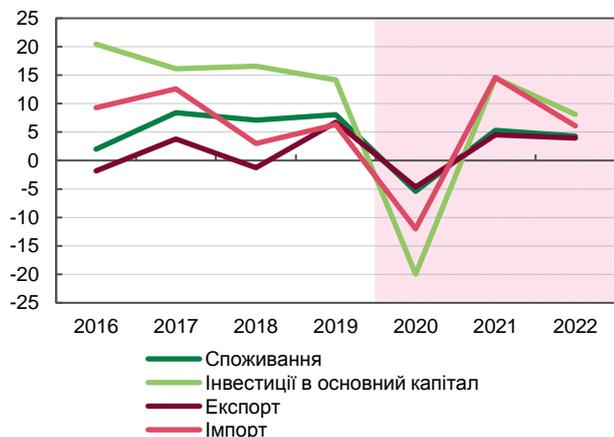
Графік 3.2.2. Внески в річну зміну реального ВВП за категоріями кінцевого використання, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

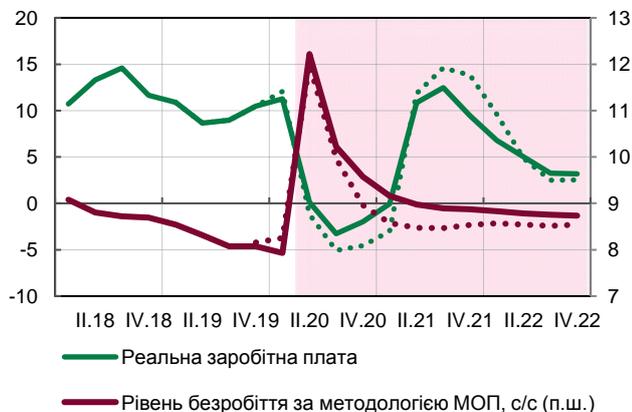
відбудеться разом зі зростанням світового попиту вже в наступному році. Сільське господарство очікувано буде серед видів економічної діяльності, які найменше постраждають саме від карантинних обмежень, проте цьогоріч очікуються дещо менші обсяги врожаю через гірші погодні умови.

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.

У 2021–2022 роках українська економіка зростатиме завдяки монетарним та фіскальним стимулам і відновленню зовнішнього попиту. Відновлення економіки після карантину відбуватиметься в умовах зміни окремих споживчих уподобань та бізнес-моделей в економіці. Зокрема зросте роль ІТ-інфраструктури для комунікацій у режимі віддаленої роботи, що викликатиме у т.ч. зменшення попиту на офісні приміщення, певний поштовх отримає внутрішній туризм та пов'язані з ним послуги через проблеми з міжнародним сполученням, тощо.

Після значного скорочення під час коронакризи приватне споживання буде основним чинником зростання ВВП у 2021–2022 роках

Обсяги приватного споживання в поточному році скоротяться на 6%. Карантинні обмеження всередині країни та світова криза призвели до згортання діяльності в багатьох секторах економіки разом з економією на заробітних платах або скороченням попиту на робочу силу. Відповідно у II кварталі рівень безробіття досяг свого піку, а реальні заробітні плати за рік в цілому знизяться навіть в умовах низької інфляції. Це спричинить зниження споживчих витрат населення. Очікується, що обсяги загального споживання знизяться дещо менше – на 5.4%, оскільки частково воно підтримуватиметься видатками уряду.

Зі скасуванням основних карантинних обмежень економіка України зможе скористатися стимулами від пом'якшення монетарної та фіскальної політики, які стануть одним із факторів виходу економіки з кризи та зростання споживчої активності.

У 2021 році приватне споживання (+6%) стане основним драйвером зростання ВВП. Головним фактором буде відновлення росту реальних доходів населення та покращення споживчих настроїв на тлі м'яких монетарних умов. У 2022 році темпи зростання як заробітних плат, так і приватного споживання частково уповільняться, проте залишаться визначальними для росту ВВП.

Інвестиційна діяльність у 2020 році скоротиться на 20%, оскільки на тлі падіння фінансових результатів та зростання невизначеності бізнес природньо згортатиме інвестиції та здійснюватиме видатки на більш нагальні потреби. Частково інвестиції підтримуватимуться державними проектами дорожнього будівництва, а також продовженням вже розпочатих програм.

В 2021 році очікується зростання інвестиційної діяльності на тлі виходу світової економіки з кризи, відновлення кредитної активності, зростання доходів бізнесу та зменшення рівня невизначеності. Стримуючим фактором для більш активного нарощування інвестицій бізнесом

стане потреба у збільшенні видатків на оплату праці в умовах посилення конкуренції за робочу силу.

У 2020 році внесок чистого експорту у ВВП стане додатним завдяки суттєвішому скороченню фізичних обсягів імпорту, аніж експорту. Обсяг експорту в поточному році скоротиться приблизно на 5% у реальному вимірі. Головними факторами цього вбачаються нижчий урожай через менш сприятливі погодні умови, що призведе до скорочення обсягів експорту зернових, а також досить слабкий зовнішній попит на металургійну продукцію. Обсяги експорту інших товарів та послуг також знизяться через падіння світового попиту.

Падіння обсягів імпорту в поточному році оцінюється в 12%. Попит на імпортовану продукцію істотно зменшиться через пригнічену інвестиційну активність і погіршення споживчих настроїв в умовах кризи. Високі перехідні запаси природного газу в сховищах із минулого опалювального сезону визначатимуть меншу потребу в енергетичному імпорті. Імпорт послуг також знизиться через вплив карантинних обмежень на міжнародний туризм.

Із 2021 року завдяки відновленню української та світової економіки очікується зростання обсягів як експорту, так і імпорту. Однак швидші темпи зростання обсягів імпорту порівняно з експортом зумовлять повернення до від'ємних значень внеску чистого експорту у ВВП. Споживчий імпорт стимулюватимуть зростання реальних доходів населення, поліпшення споживчих настроїв та низька волатильність РЕОК гривні. Потреба в нарощуванні інвестицій після різкого падіння зумовить зростання обсягів інвестиційного імпорту. Зростання фізичних обсягів експорту визначатиметься відновленням світового попиту (і відповідно цін) на сировинні товари, зокрема металургійну продукцію, а також збільшенням випуску в сільському господарстві.

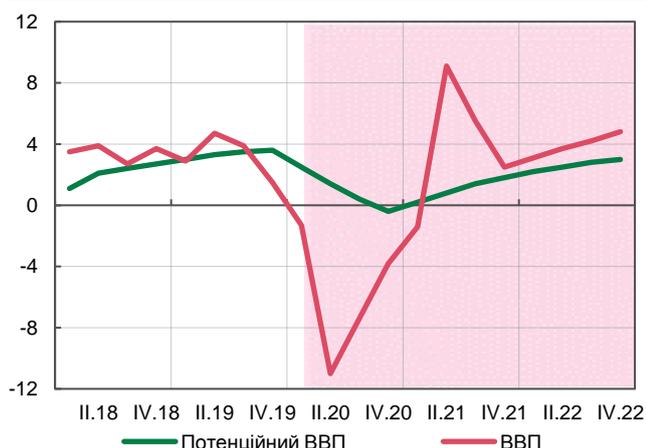
Перегляд прогнозу падіння реального ВВП у 2020 році до 6.0% (з 5.0% у минулому Інфляційному звіті) визначений переоцінкою темпів відновлення у другому півріччі, які будуть повільнішими як через більш тривалий період обмежень на економічну діяльність в умовах адаптивного карантину, так і через більш глибоке падіння світової економіки.

Від'ємний розрив ВВП досягнув свого піку в II кварталі 2020 року і надалі звужуватиметься. Його скороченню сприятиме відновлення внутрішнього та зовнішнього попиту

Потенційний ВВП призупинив зростання у 2020 році через зменшення внесків капіталу та зниження продуктивності внаслідок запровадження карантинних обмежень. Продуктивність виробництва знизиться на ряді підприємств, а виробничі потужності буде частково виведено з експлуатації через їх недозавантаженість.

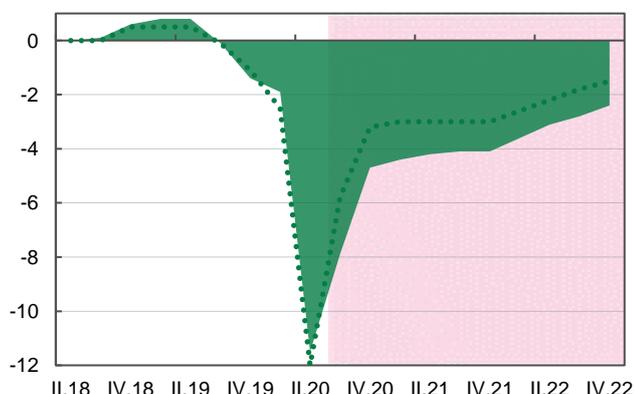
У 2021–2022 роках зростання потенційного ВВП поступово відновиться на тлі скасування карантинних обмежень та введення в експлуатацію додаткових виробничих потужностей. Післякризова оптимізація

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



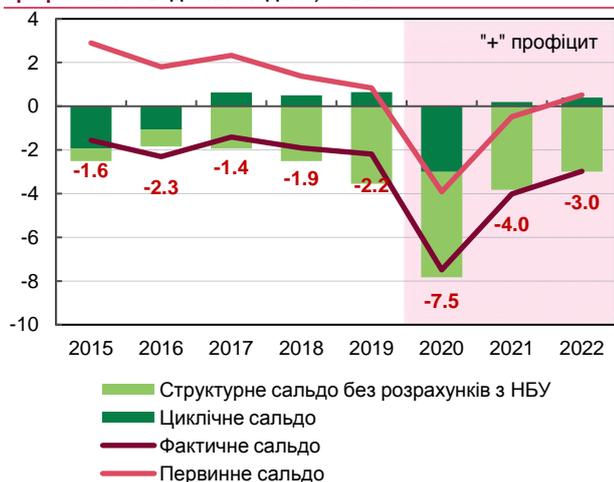
Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ.

Графік 3.2.6. Розрив ВВП, % від потенційного



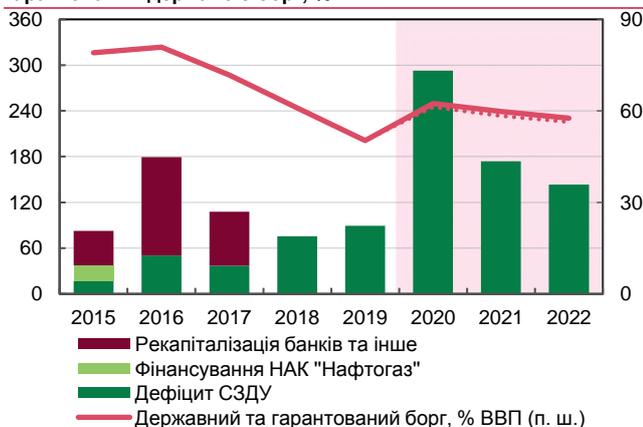
Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ.

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.

бізнес-процесів та конвергенція економіки до рівня більш розвинутих країн-сусідів забезпечать зростання продуктивності.

Зниження економічної активності в Україні та країнах – ОТП внаслідок запровадження карантинних обмежень зумовило значний негативний розрив ВВП у II кварталі 2020 року. Але надалі він поступово скорочуватиметься внаслідок відновлення сукупного попиту всередині країни та повернення інтересу інвесторів до країн із ринками, що розвиваються.

Фіскальна політика у 2020 році буде стимулюючою

Для протидії негативним наслідкам кризи буде сформовано додатний фіскальний імпульс (близько 2% ВВП) для економіки, що буде відображенням розширення дефіциту зведеного бюджету в поточному році до 7.5% ВВП. Кошти спрямовуватимуться на заходи зі стимулювання економічної діяльності (безпосередньо капітальні видатки), підтримання бізнесу та населення в умовах зниження споживчої активності і зайнятості.

Кризовий стан в економіці призведе до падіння обсягів платежів до бюджету: доходи СЗДУ скоротяться орієнтовно на 10% за рахунок як податкових, так і неподаткових надходжень. Серед перших найбільше знизяться надходження від податку на прибуток через суттєве погіршення фінансових результатів підприємств. Незважаючи на це, уряд буде змушений нарощувати видатки соціального характеру для підтримання населення під час економічної кризи, видатки на боротьбу з поширенням епідемії, а також утримуватися від економії на капітальних видатках (зокрема на дорожнє будівництво) для підтримання економіки.

Така м'яка фіскальна політика зумовлюватиме формування бюджетного дефіциту, який стане одним із найбільших в історії України. За умов невисоких приватизаційних надходжень він фінансуватиметься за рахунок офіційних та ринкових боргових запозичень. Визначальну роль тут відіграватиме продовження програми співпраці з МВФ, що, крім отримання залежного від нього офіційного фінансування, поліпшуватиме доступ до міжнародних ринків капіталу за прийнятними відсотковими ставками.

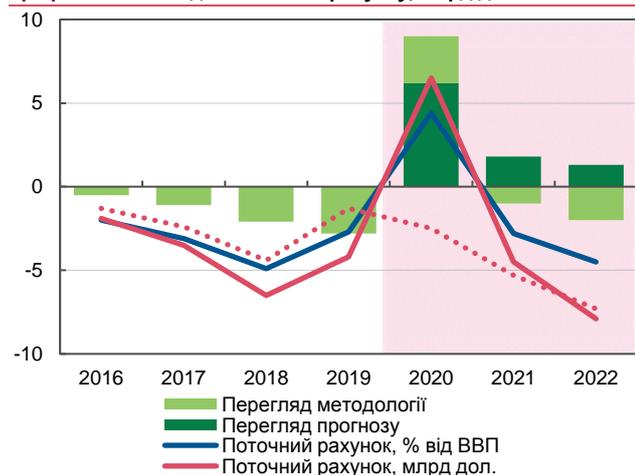
Після відновлення сталого зростання економіки потреба в значних фіскальних стимулах з боку держави зменшуватиметься, тому дефіцит СЗДУ поступово скорочуватиметься: до 4% ВВП – у 2021 та до 3.0% ВВП – у 2022 роках.

Державний та гарантований державою борг у 2020 році зросте до 62% ВВП. Головними факторами будуть значне нарощування дефіциту бюджету, падіння номінального ВВП, а також нижчий, ніж наприкінці минулого року, обмінний курс гривні. Надалі показник знижуватиметься на 2–3 в. п. щороку завдяки зростанню економіки, виваженій фіскальній політиці та низькій волатильності обмінного курсу.

3.3. Платіжний баланс

- У 2020 році сформується профіцит поточного рахунку завдяки певній стійкості експорту до кризових явищ і падінню імпорту через скорочення внутрішнього попиту і кількості подорожей.
- У 2021–2022 роках очікується повернення до дефіциту поточного рахунку та його поступове розширення внаслідок реалізації відкладеного попиту на тлі відновлення економічної активності.
- Продовження співпраці з МВФ дасть змогу наростити міжнародні резерви майже до 100% рівня адекватності наприкінці 2020 року та забезпечить їх подальше зростання (достатнім вважається рівень 100–150% від критерію МВФ). Крім того, збереження м'яких фінансових умов у світі зумовить підвищення інтересу інвесторів до України.

Графік 3.3.1. Сальдо поточного рахунку, млрд дол.



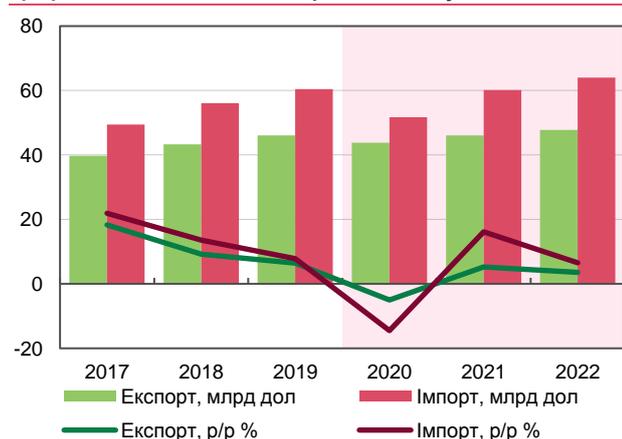
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.3.2. РЕОК гривні та торговельний баланс



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.3.3. Компоненти товарного балансу



Джерело: розрахунки НБУ.

Звуження внутрішнього попиту зумовить профіцит поточного рахунку в 2020 році, в 2021–2022 роках очікується його повернення до дефіциту внаслідок відновлення економічної активності

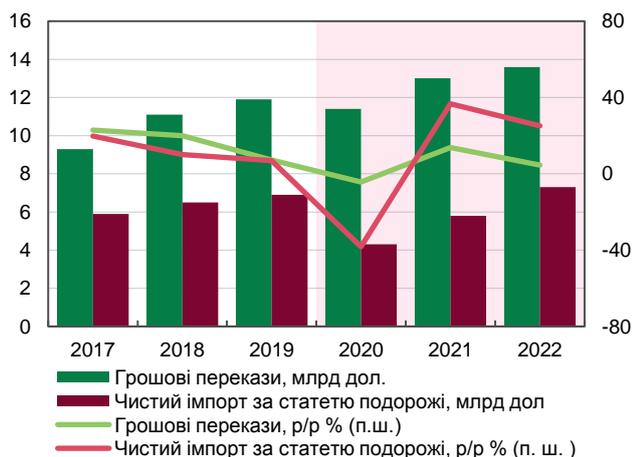
Оцінка поточного рахунку на 2020 рік суттєво поліпшена у бік значного профіциту на рівні 4.4% ВВП [або 2.7% ВВП до перегляду методології складання ПІІ (див. вставку 4 “Реінвестовані доходи підприємств: вплив на показники платіжного балансу” на с. 27) порівняно з дефіцитом 1.7% ВВП Інфляційному звіті за квітень 2020 року]. Формуванню профіциту сприятимуть значні темпи скорочення імпорту. Падіння попиту на товари довгострокового призначення, закриття кордонів для подорожей, а також низькі ціни та попит на енергоносії суттєво знизили потреби в імпорті. Водночас негативні наслідки пандемії для експорту були слабшими з огляду на високий попит на продовольство, а також на те, що Україна слабо залучена до глобальних ланцюгів виробництва та експортує переважно продукцію з низьким ступенем обробки, попит на яку залишався відносно стабільним. Крім цього, вищими, ніж очіувалося, були перекази від трудових мігрантів, більшість яких зберегла робочі місця за кордоном.

У 2021–2022 роках очікується повернення до дефіциту поточного рахунку на тлі відновлення відкладеного інвестиційного імпорту, подорожей, попиту на імпорт з боку населення, а також зниження транзиту газу.

У 2020 році вітчизняний експорт продемонстрував певну стійкість до кризових явищ. Це зумовлено переважанням аграрної та гірничо-металургійної продукції в структурі експорту, попит на які зберігся навіть в умовах пандемії. Експорт товарів скоротиться (на 5%) внаслідок зниження цін на сировинні товари, а також дещо нижчого врожаю зернових через менш сприятливі погодні умови. У 2021–2022 роках експорт зростатиме (на 4–5%) завдяки зростанню продуктивності в сільському господарстві, вищим цінам та збільшенню поставок металургійної продукції.

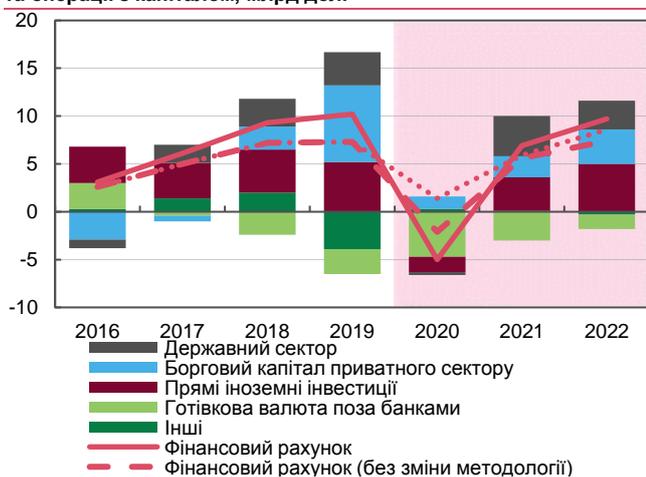
Зменшення імпорту товарів на 15% у 2020 році визначатиме передусім енергетична складова, яка скоротиться на 40%. Це зумовлено як рекордним падінням цін на енергоресурси, так і обсягів імпорту газу через високі запаси в сховищах. Неенергетичний імпорт також скорочуватиметься (на 8%) унаслідок падіння доходів населення та зниження економічної активності. У

Графік 3.3.4. Окремі показники поточного рахунку



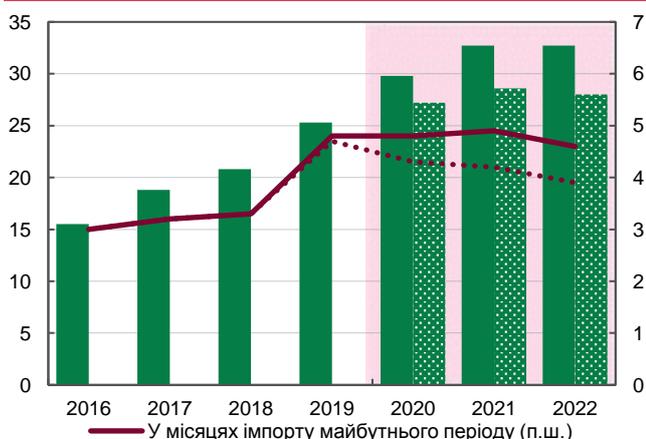
Джерело: розрахунки НБУ.

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.



Джерело: розрахунки НБУ.

2021–2022 роках імпорт товарів зростатиме (на 7–16%) внаслідок відновлення попиту і зміцнення РЕОК гривні.

Зростання профіциту торгівлі послугами у 2020 році зумовлюватиметься передусім скороченням імпорту подорожей на третину внаслідок запровадження обмежень на пересування. У 2021 році очікується відновлення туризму до докризового рівня.

Грошові перекази від трудових мігрантів у 2020 році знизяться незначно (на 4%) завдяки збереженню стійкого попиту на робочу силу в сферах зайнятості, де найбільше представлені українці. До кінця року кількість мігрантів відновиться до докризового рівня, тому в 2021 році обсяги переказів сягнуть рівня 2019 року та надалі зростатимуть.

Відновлення припливу боргового капіталу та залучення державного сектору забезпечать фінансування дефіциту поточного рахунку

Продовження співпраці з МВФ створить сприятливі умови для інших державних запозичень. У 2020 році очікується залучення офіційного фінансування від ЄС, Світового банку, МБРР, а також нових розміщень ОЗДП урядом. До кінця року поступово повертатиметься інтерес інвесторів до країн ЕМ на тлі збереження м'яких світових фінансових умов. Це дасть змогу профінансувати збільшення дефіциту державного бюджету в 2020–2022 роках, успішно подолати періоди значних виплат за зовнішніми боргами та компенсувати розширення дефіциту торгівлі.

Фінансування від МВФ та інших міжнародних партнерів допоможе суттєво наростити міжнародні резерви України. За підсумками цього року вони зростуть приблизно до 30 млрд дол. США, а в наступні роки – до 33 млрд дол. США.

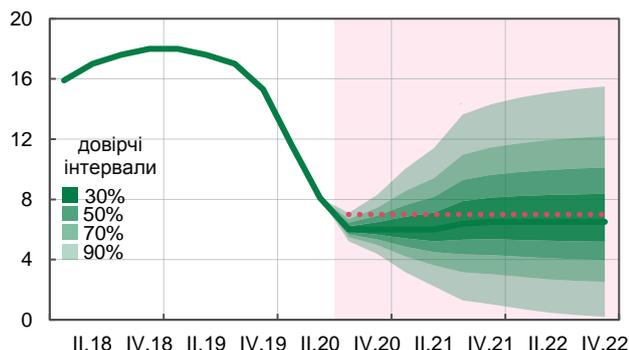
Покращення прогнозу поточного рахунку у 2020 році зумовлено як зміною методології обрахунку прямих іноземних інвестицій (див. вставку 4 “Реінвестовані доходи підприємств: вплив на показники платіжного балансу” на с. 27), так і переглядом самого прогнозу. Припущення щодо значного скорочення попиту на металургійну продукцію під час світової кризи не реалізувалися, оскільки інфраструктурні проекти і процеси виробництва згорнулися повільніше, ніж очікувалося. У результаті темпи скорочення експорту переглянуто до 5% (порівняно з 12% у Інфляційному звіті за квітень 2020 року). Водночас сильніше зниження попиту на імпортовані товари, у тому числі завдяки нарощуванню потужностей вітчизняними виробниками добрив, зумовили перегляд скорочення неенергетичного імпорту до 8% (порівняно з 4% у Інфляційному звіті за квітень 2020 року). Грошові перекази від трудових мігрантів також виявилися стійкішими до кризи.

Частково такий перегляд поточного рахунку був компенсований зниженням надходжень за фінансовим рахунком, насамперед через збільшення відпливу готівкової валюти поза банки.

3.4. Монетарні умови та фінансові ринки

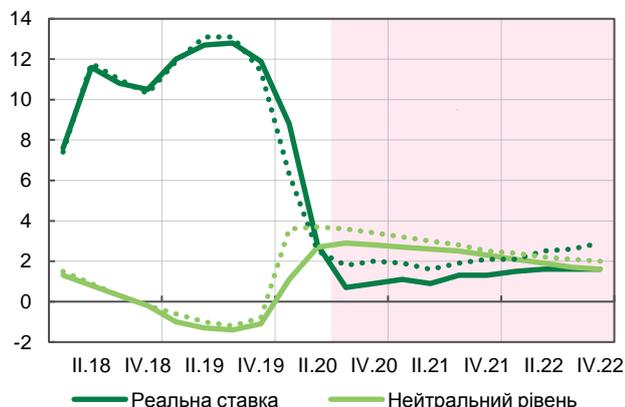
- Утримання ключової ставки нижче нейтрального рівня забезпечить стимулюючі монетарні умови, необхідні для відновлення економіки. У результаті, інфляція поступово зростатиме та досягне цільового діапазону в IV кварталі 2020 року.
- Зберігатиметься значний профіцит ліквідності банківської системи через конвертацію урядом валютних запозичень для фінансування дефіциту бюджету і купівлю НБУ іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів.

Графік 3.4.1. Облікова ставка НБУ, середня, %



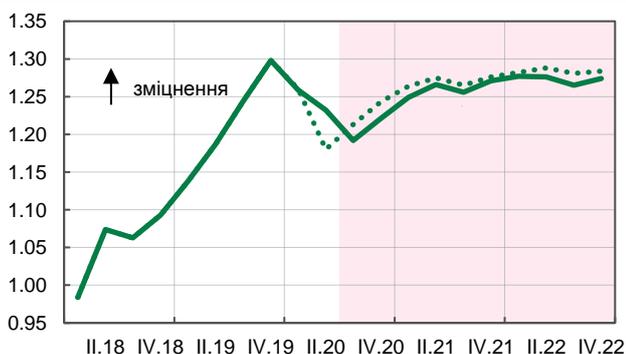
Джерело: розрахунки НБУ.

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



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

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



Джерело: розрахунки НБУ.

Збереження облікової ставки на низькому рівні в поточному році сприятиме стимулюванню попиту і відновленню економіки

У 2020 році облікова ставка утримуватиметься нижче свого нейтрального рівня. М'яка монетарна політика стимулюватиме відновлення економічного зростання після зняття карантинних обмежень. У 2021 році ключова ставка підвищиться у відповідь на зростання інфляційного тиску через відновлення споживчого та інвестиційного попиту. Однак монетарні умови все ще залишатимуться стимулюючими до середини 2022 року з огляду на збереження відносно низької ключової ставки.

Вартість ресурсів на фінансових ринках ще не повною мірою відобразила попередні зниження облікової ставки. Очікується, що банки продовжуватимуть знижувати відсотки за кредитами та депозитами. Втім, закріпленню ставок на однознаковому рівні сприятиме продовження послідовної монетарної політики і розумний баланс між стриманням інфляції та монетарним стимулюванням.

Ефект трансмісії ключової ставки посилюватиметься завдяки полегшенню доступу банків та МФО до фінансування внаслідок запровадження нових інструментів для підтримання ліквідності і стимулювання кредитування реального сектору.

Оцінки рівня нейтральної процентної ставки переглянуті в бік зниження в результаті зменшення оцінки світової нейтральної ставки. Реальна нейтральна ставка поступово знижуватиметься.

РЕОК гривні у третьому кварталі 2020 року девальвує на тлі м'якої монетарної політики, проте в подальшому він зміцнюватиметься внаслідок перевищення внутрішньої інфляції над інфляцією в країнах-ОТП. З поверненням інфляції до цілі РЕОК стабілізується. НБУ й надалі згладжуватиме надмірні коливання обмінного курсу, не протидіючи ринковим тенденціям.

Очікується збереження суттєвого профіциту ліквідності банківської системи на прогнозованому горизонті. Головним чинником його формування в другій половині поточного року 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 іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів.

Вставка 6. Оцінка тренду РЕОК для України: BEER підхід

Ступінь відхилення РЕОК від тренду (розрив РЕОК) цікавить центральні банки з тієї причини, що цей показник є індикатором дисбалансів в економіці. Результати одного зі стандартних методів оцінки тренду РЕОК (BEER) для України свідчать про формування помірного додатного розриву РЕОК у 2019 році, що узгоджується з політикою інфляційного таргетування НБУ щодо приведення інфляції до цілі. З огляду на прискорене зниження ключової ставки НБУ, запроваджене з кінця 2019 року, РЕОК наблизиться до рівноважного значення у найближчій перспективі.

Реальний ефективний обмінний курс (РЕОК) є одним з основних макроекономічних індикаторів, що вказує як на жорсткість монетарних умов, так і на цінову конкурентоспроможність вітчизняних виробників на світових ринках¹⁶. Зростання (ревальвация) РЕОК може відбуватись або через ревальвацию номінального обмінного курсу національної валюти, або через вищу відносну інфляцію в економіці. У будь-якому разі реальна ревальвация означає підвищення цін на товари вітчизняних виробників відносно цін на аналогічні товари країн – торговельних партнерів.

Колівання РЕОК можуть бути зумовлені впливом фундаментальних факторів та/або тимчасовими ефектами. Перші формують тренд показника та визначають його довгострокову динаміку. А під дією других формується розрив РЕОК, тобто короткострокове відхилення фактичного показника від тренду. Монетарна політика відповідно до усталених ідей макроекономічної теорії не має впливу на економічні тренди. Натомість вона має згладжувати розриви, зокрема РЕОК, для утримання економіки на рівноважній траєкторії розвитку. Цього вона може досягти за рахунок підтримки низької інфляції та плаваючого обмінного курсу. За таких умов відхилення РЕОК від тренду є нетривалими, оскільки економіка має можливість збалансуватись.

У наукових дослідженнях та в цілях моделювання у центральних банках використовується низка стандартних підходів до оцінки тренду РЕОК, які можна поділити на три великі групи:

- FEER (Fundamental Equilibrium Exchange Rate) – [Williamson \(1994\)](#);
- NATREX (Natural Equilibrium Exchange Rates) – [Stein \(1994\)](#);
- BEER (Behavioural Equilibrium Exchange Rate) – [Clark and MacDonald \(1997, 2000\)](#).

Третій підхід найпопулярніший і найпростіший у застосуванні. BEER прямо оцінює довгострокові зв'язки між РЕОК та відповідними фундаментальними факторами через побудову регресії. При цьому для обчислення тренду РЕОК пояснюючі змінні самі повинні перебувати на рівні трендів. Відмінність від перших двох підходів полягає в тому, що всі тренди розраховуються незалежно один від одного, що не дає змоги врахувати структурні взаємозв'язки між ними.

BEER підхід є одним з альтернативних методів оцінки тренду РЕОК в НБУ. Під час його застосування в ролі

довгострокових фундаментальних факторів для України використовується стандартний для подібних розрахунків набір змінних (табл. 1).

Застосування спеціального алгоритму дає змогу провести верифікацію моделей, що найкращим чином описують РЕОК і, відповідно, виявити найбільш значущі економічні фактори. Оскільки процесом верифікації передбачено виділення певної групи регресій із найкращими статистичними характеристиками, на графіку 1 виділено область, яка покривається трендами, отриманими з таких моделей, а також їхнє усереднене значення. Графік 2 представляє внески найбільш значущих економічних факторів у зміну тренду РЕОК.

Графік 1. РЕОК¹⁷ України та його тренд



Джерело: розрахунки НБУ.

Застосування BEER-підходу до України дає результат, відображений на графіку 1. Наведені оцінки свідчать, що до 2016 року тренд обмінного курсу прямував в бік знецінення. Внески всіх компонент були негативними. Найбільший з них – вичерпання чистих зовнішніх активів з огляду на намагання підтримати номінальний обмінний курс на завищеному рівні. Починаючи з 2016 року тренд РЕОК прямував у бік укріплення. Факторами, що призвели до зміцнення тренду РЕОК останніми роками, були збільшення чистих зовнішніх активів та сприятлива кон'юнктура на світових товарних ринках. Натомість реальну ревальвацию стримувала відносно жорстка фіскальна політика. Остання сповільнювала зростання внутрішнього попиту і, відповідно, зростання внутрішніх цін. Однак цей вплив вичерпався наприкінці 2019 року. Разом із поступовим скороченням відставання у

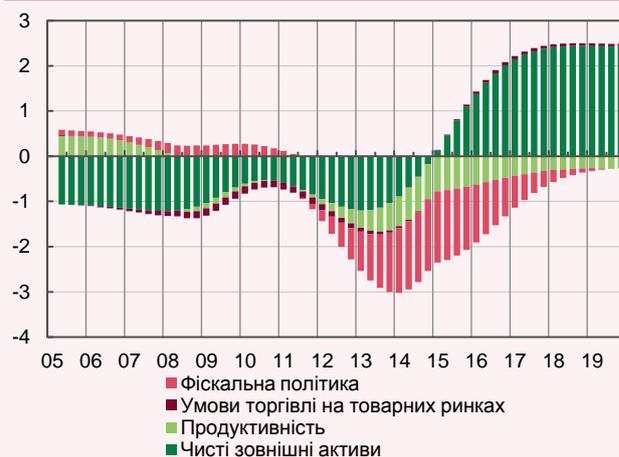
¹⁶ Реальний обмінний курс демонструє відношення цін на споживчі кошики в різних країнах. Ефективний обмінний курс є зваженим середнім показником для однієї країни відносно її торговельних партнерів.

¹⁷ Логарифм натуральний індексу РЕОК помножений на 100, базовий період II кв. 2012 року, с/с.

продуктивності праці це призведе до подальшої ревальвації тренду РЕОК.

В період підтримки фіксованого валютного курсу, для РЕОК були характерні значні відхилення від тренду. Це було відображенням накопичення дисбалансів в економіці, зокрема волатильної інфляції. Ці дисбаланси реалізувалися під час криз 2008-2009 та 2014 років, коли РЕОК ставав недооціненим. Після переходу до плаваючого обмінного курсу гривні та стабілізації економіки РЕОК гривні коливався близько тренду. Виключенням був 2015 рік, коли в українській економіці сформувався додатний розрив РЕОК, що передусім було зумовлено порівняно високим рівнем інфляції. Додатний розрив дещо розширився наприкінці 2019 року, що значною мірою пояснюється номінальною ревальвацією гривні. Втім, така ревальвація дозволила знизити інфляцію, що призвело до звуження розриву РЕОК. Тобто економіка збалансовувалася за низької інфляції, як це передбачено режимом інфляційного таргетування.

Графік 2. Внески факторів у зміну тренду РЕОК, в.п.



Джерело: розрахунки НБУ.

Прискорене зниження ключової ставки НБУ, запроваджене з кінця 2019 року за умови утримання низької інфляції біля цілі 5% сприятиме наближенню РЕОК до рівноважного значення у найближчій перспективі.

Таблиця 1. Змінні для оцінки тренду РЕОК в Україні

Змінна	Коротка характеристика	Очікуваний знак
Чисті зовнішні активи	Міжнародна інвестиційна позиція до ВВП	(+) ¹⁸ – дебіторська позиція країни має бути компенсована поліпшеним торговельним балансом, що потребує девальвації РЕОК
Диференціал відсоткових ставок	Відносні ¹⁹ відсоткові ставки грошового ринку дефльовані на споживчу інфляцію попередніх 4-х кварталів	(+) – приплив гарячого капіталу здійснює ревальваційний тиск на РЕОК
Ступінь відкритості економіки	(Експорт + Імпорт)/ВВП відносно країн – торговельних партнерів	(-) – підвищення конкуренції на зовнішніх ринках веде до зниження рівня цін на товари, що торгуються (tradables), це знижує загальну інфляцію і веде до девальвації РЕОК
Індекс умов торгівлі	Індекс, що відображає співвідношення цін по експортним та імпорнтним позиціям України	(+) – вищий індекс умов торгівлі має вести до ревальвації РЕОК через ефект реального доходу
Різниця в продуктивності праці	Відносний ВВП на одну особу	(+) – відображення ефекту Балласа-Самуельсона
Фіскальна політика	Відносні видатки уряду до ВВП	(+) – м'яка фіскальна політика стимулює додатковий попит, що підвищує інфляцію та сприяє реальній ревальвації

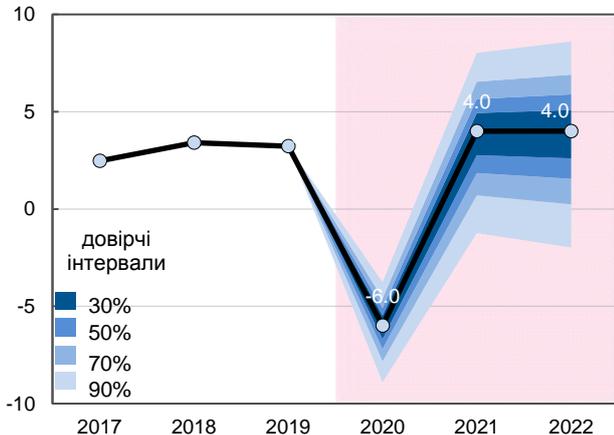
¹⁸ Підвищення РЕОК при даних розрахунках означає його ревальвацію.

¹⁹ Показники, що оцінюються відносно середньозважених показників 39 країн – торговельних партнерів України. Вагові коефіцієнти є плаваючими і відповідають вагам для оцінки РЕОК.

3.5. Ризики прогнозу

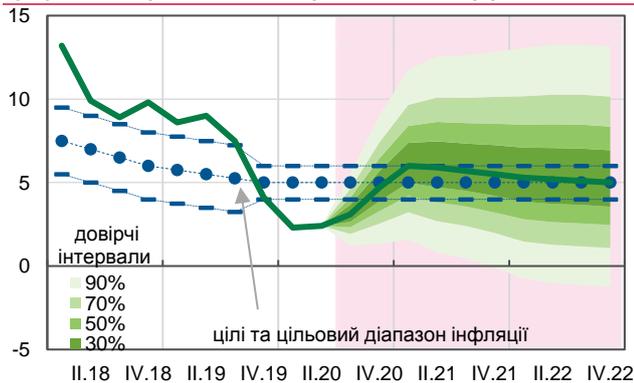
- Ключовим припущенням макроекономічного прогнозу є продовження співпраці з МВФ.
- Основним ризиком для реалізації прогнозу є триваліший строк пандемії коронавірусу та збереження обмежувальних заходів, необхідних для її подолання, на довший період. Від цього безпосередньо залежатиме швидкість відновлення 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 окресленого макропрогнозу є продовження співпраці з МВФ, відповідно до Меморандуму про економічну та фінансову політику. Дотримання умов нової програми стейнд-бай з МВФ, зокрема й у частині проведення послідовної фіскальної та монетарної політики, дасть змогу забезпечувати макроекономічну стабільність, необхідну для впевненого та безперервного відновлення економіки. Її важливість посилюється кризовим станом як світової, так і української економіки та необхідністю доступу до залучень на міжнародних ринках капіталу. Підтримка МВФ є важливою з точки зору фінансування бюджетних витрат на подолання наслідків пандемії, вчасних та повних розрахунків за державним боргом, збереження доступу на міжнародні ринки капіталу та зацікавленості міжнародних інвесторів в українських активах.

Вагомим ризиком для окресленого прогнозу є погіршення епідеміологічного стану в Україні зокрема через ймовірне зростання захворюваності на COVID-19 восени або взимку та необхідність повернення до більш жорстоких карантинних заходів на тривалий час. За таких умов падіння економіки в поточному році може поглибитися, відповідно виникне потреба в додатковому пом'якшенні фіскальної та монетарної політики для підтримки економіки та населення.

Елемент невизначеності щодо подальшої монетарної політики створює невідомі остаточно на момент підготовки прогнозу масштаб та строки підвищення соціальних стандартів. З одного боку, зростання соціальних стандартів може мати стимулюючий вплив на економічне зростання, дефіцит бюджету та інфляцію. З іншого боку, таке підвищення відбуватиметься в умовах все ще слабого сукупного попиту на етапі післякризового відновлення економіки. Подальша монетарна політика буде враховувати всю сукупність цих чинників та їх впливу на економіку. Відповідно, прогноз облікової ставки може корегуватися за умов появи більшої визначеності щодо масштабів та строків перегляду соціальних стандартів та оцінки їх впливу на економіку.

З боку зовнішнього середовища тривалість пандемії коронавірусу та обмежувальних заходів також є основним джерелом ризику. У разі повільнішого відновлення економік країн – ОТП очікується негативний вплив на українську економіку через низький світовий попит на товари українського експорту, а також продовження впливу капіталу з країн ЕМ. За такого сценарію монетарна політика НБУ відобразить баланс між потребою в зниженні інфляційного тиску через

Ступінь впливу на базовий сценарій

		Ймовірність настання ризику		
		Низька <15%	Середня 15%–25%	Висока 25%–50%
Слабкий	Зростання волатильності світових цін на продовольство			
	Зниження врожаю основних с/г культур			
	Ескалація військового конфлікту		Гальмування співпраці з МВФ	Триваліший строк пандемії коронавірусу
Помірний				
Сильний		Судові рішення щодо фінансової системи	Глибоке падіння світової економіки	Різне підвищення соціальних стандартів

послаблення обмінного курсу гривні та підтримкою економіки.

Ризиком залишається зниження врожаю зернових, олійних і плодовоовочевих культур в Україні через несприятливі погодні умови. Це може призвести до підвищення продовольчої інфляції вище прогнозованої та поглиблення падіння ВВП внаслідок зниження випуску у сільському господарстві. Зростання експортних цін частково компенсує зниження фізичних обсягів експорту зернових. Утім, зниження експортних надходжень посилюватиме девальваційний тиск на обмінний курс гривні та відповідно – на інфляцію. Реакція монетарної політики відобразатиме баланс між потребою в зниженні інфляційного тиску та мінімізацією втрат для економічного зростання.

З боку продовольчої складової інфляції існує ризик зростання волатильності світових цін на продовольство в умовах кліматичних змін, що пришвидшуються. Через суттєву частку продуктів харчування в структурі ІСЦ чутливість динаміки інфляції до таких тимчасових продовольчих шоків досить значна, тому вони можуть викликати відповідні відхилення загальної інфляції від цілі. Реакція монетарної політики зумовлюватиметься впливом шоку пропозиції на інфляційні очікування.

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

Вставка 7. Глобальні кліматичні зміни: вплив на економіку України

Усе більше центральних банків²⁰ розглядає можливість урахування у своїй монетарній політиці аспектів, пов'язаних зі зміною клімату. Для України ці питання набувають усе більшої актуальності з огляду на те, що частка сільського господарства у ВВП сягає до 10%, а обсяги експорту сільськогосподарської продукції і продуктів її переробки – 48% від загального обсягу експорту товарів. Відповідно до наявних досліджень зміна клімату може дати як переваги, так і створити виклики. Серед переваг – вірогідне зростання врожайності та зменшення часу дозрівання культур. Серед викликів – збільшення волатильності врожайності різних культур, показників, внутрішніх і світових цін на них. Також вона може вплинути на зміну ціни активів, у тому числі в заставі у банків. У цих умовах роль центрального банку – мінімізувати вплив цінових шоків, у тому числі шляхом розвитку фінансових ринків, зокрема страхування та запровадження оцінки активів з урахуванням можливого негативного впливу зміни клімату.

Зміна клімату впливає на всі сфери нашого життя: фінанси, макроекономіку, міжнародний розвиток, економіку праці та сільське господарство тощо. Однак її вплив суттєво різниться між країнами залежно від їхнього географічного розташування ([Puaschunder, 2019](#)). Так, у регіонах, близьких до екватора, очікується зниження врожайності кукурудзи і пшениці, тоді як у регіонах, розташованих ближче до полюсів, прогнозується зростання врожайності цих культур та цукрового буряку. Крім того, ймовірно є швидше дозрівання культур, що, з одного боку, скорочує час, необхідний для отримання врожаю, а з другого – може знизити його поживну якість. Крім того, негативним може бути вплив зміни ареалів існування шкідників та комах, що запилюють рослини ([Mbow та ін., 2019](#)).

Згідно з [Batten та ін. \(2020\)](#) розмежовують дві основні категорії ризиків для економіки:

1. Безпосередні, що виникають унаслідок кліматичних подій. Останні можуть бути тривалими і поступовими (наприклад, затоплення або, навпаки, опустелювання територій, що може зробити їх непридатними для землеробства; у інших районах може виникнути потреба в додаткових інвестиціях – для спорудження дамб, систем зрошування, виведення/завезення нових сортів культур). Однак можуть бути й результатом одномоментних подій – повеней, посухи, граду тощо, частота і потужність яких, імовірно, зростатиме.
2. Наслідки існуючої та потенційної майбутньої кліматичної політики держав. Плани переходу на зелену енергетику можуть призвести до подорожчання електроенергії та зумовити необхідність створення маневрових потужностей; запровадження податків на викиди вуглецю та/або метану й інших парникових газів – до зниження обсягів виробництва в сільському господарстві світу, передусім тваринництві, адже останнє згідно з [оцінками FAO](#) відповідальне за 14.5% викидів парникових газів. Ще одним прикладом є можливе обмеження на видобуток енергоресурсів (наприклад, заборона крекінгу).

На основі тривалих досліджень впливу зміни клімату організація Germanwatch та Університет Нотр-Дам

розробили рейтинги країн за впливом на них кліматичних змін. Germanwatch оцінює (на щорічних даних із 1999 року) втрати від надзвичайних кліматичних подій за заданий рік та сукупно з початку часового ряду, а також те, наскільки в кожному поточному році країна ефективно боролася зі зміною клімату. Університет Нотр-Дам із 1997 року запустив програму, яка щорічно оцінює вразливість країн до зміни клімату за шістьма секторами життєзабезпечення (продовольство, вода, здоров'я, екосистемні послуги, середовище існування людини та інфраструктура) і готовність країн протистояти цим змінам через інвестиції. Стислий опис і місце України в цих рейтингах наведено в таблиці 1. Рейтинги не є прямо порівнянними між собою, бо концентруються на різних параметрах.

Місце України в наведених рейтингах – переважно у першій (кращій) половині, а в одному з них (Індекс вразливості ND-GAIN) з урахуванням відносного ВВП Україна навіть лідирує серед 181 країни світу. Це пов'язано з тим, що в Україні в основному помірний континентальний клімат, тому негативний вплив його зміни протягом найближчого десятиріччя буде меншим порівняно з країнами, розташованими ближче до екватора. Більше того, тепліший клімат може привести до зростання врожайності на Поліссі, а збільшення в повітрі кількості вуглецю та підвищення температури можуть скоротити період дозрівання рослин.

Водночас через зміни клімату Україна постане й перед низкою викликів. Зупинимося на деяких із них.

Збільшення волатильності врожаїв. Через тепліший клімат можна очікувати посилення проблем зі зниженням річної кількості опадів у родючих районах півдня і сходу, де доступність води вже обмежена, а на заході – підвищення ймовірності руйнівних повеней. Вищий вміст вуглецю і вища середньодобова температура можуть пришвидшити дозрівання, але й водночас – знизити харчову цінність зернових. Сільське господарство дуже залежить від опадів, тоді як в Україні [під поливом знаходиться лише 6% оброблюваних земель](#). Посухи 2003, 2006, 2007, 2010 та 2012 років призвели до зниження врожайності пшениці в Україні на 10–30%.

²⁰ Серед лідерів – Банк Англії, який випустив окремі дослідження [щодо впливу на страхові компанії, цілі центробанку та зміни для банківської системи](#). ФРС США у 2019 році провела конференцію під назвою “Економіка кліматичних змін”. У грудні 2017 року на паризькому саміті “Єдина планета” вісім центральних банків створили Мережу центральних банків та наглядових органів з питань екологізації фінансової системи (Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System, NGFS). [На 23 червня 2020 року до мережі приєдналося 66 установ і 13 спостерігачів.](#)

Негативний вплив на врожаї можуть зумовлювати й екстремальні погодні умови – буревії, гради, зливи, посухи, різкі перепади температури, [ймовірність яких зростає внаслідок кліматичних змін](#).

Збільшення волатильності світових цін. Зростання волатильності врожаїв спричинить значні коливання попиту і пропозиції, які визначають світові ціни. Також на ціни впливатиме політика розвинутих держав щодо використання біопалива або скорочення поголів'я худоби.

Посилення конкурентів. Погодні умови не визнають політичних кордонів і зазвичай не окрема країна, а цілий регіон перебувають під дією погодних чинників. Відповідно зростання середньорічних температур може сприяти підвищенню врожаїв і в сусідніх з Україною країнах, зокрема Росії. Збільшення пропозиції зерна з одного регіону може знизити світові ціни на нього.

Падіння попиту з боку тваринництва. Тваринництво є одним із найбільших виробників парникових газів, передусім метану. Як результат боротьби зі зменшенням викидів може знизитися попит на зерно і кукурудзу на фураж. Водночас через традиційний захист агросектору в ЄС таке скорочення попиту, ймовірно, буде поступовим. Поява нових технологій, зокрема "штучного м'яса", також може вплинути на попит.

Україна може утримувати свої експортні позиції за рахунок вищої продуктивності і близькості портів, програм розвитку річкового транспорту й удосконалення наявної інфраструктури. Посушливість можна частково компенсувати штучною іригацією і переходом до сортів, виведених для більш посушливого клімату. Для цього, однак, важливим є працюючий ринок землі, який має

зацікавити власника у підтриманні та збільшенні цінності цього активу.

Для зменшення впливу екстремальних погодних умов необхідне поліпшення інфраструктури – від відновлення/збільшення площі лісосмуг до побудови водовідводів з метою зменшення ерозії ґрунтів унаслідок повеней. Україна може утримати загальні обсяги експорту шляхом більшої географічної диверсифікації. Деякі позитивні зміни, приміром, запровадження ринку землі, вже просуваються, але щоб бути готовими до вже наявних змін, необхідний більш системний і проактивний підхід.

Роль центрального банку

Очікувана більша волатильність внутрішніх і зовнішніх цін на сільськогосподарську продукцію може впливати на успішність дотримання цілі щодо інфляції, особливо враховуючи значну вагу продуктів харчування в ІСЦ (майже 45%). Одним із методів мінімізації негативних ефектів є розвиток фінансових ринків, особливо ринку страхування і ринку форвардних операцій.

Зміна клімату і пов'язані екстремальні погодні умови можуть негативно вплинути на вартість активів, зокрема землі, нерухомості, виробничих потужностей тощо. Оскільки ці активи можуть бути заставами за кредитами, зміна їхньої ціни несе ризики для банківської системи. Також значна кількість страхових компаній розраховує свої премії на основі історичних даних без припущення щодо їхньої значної зміни в майбутньому. НБУ, серед інших цілей, сприяє фінансовій стабільності, у тому числі стабільності банківської системи, тому набуває актуальності приділення уваги можливим змінам оцінки якості активів з урахуванням впливу змін клімату.

Таблиця 1. Рейтинги окремих країн за впливом на них змін клімату

Назва	Метод	Місце України	Топ-3 згори	Топ-3 знизу
Довгостроковий індекс кліматичного ризику (CRI) , (вище=гірше)	Середньорічні втрати (кількість загиблих та прямі втрати ВВП) від надзвичайних кліматичних подій	94 з 180	Катар Сінгапур Бахрейн	Порто Ріко М'янма Гаїті
Індекс ефективності боротьби зі змінами клімату Climate Change Performance Index (вище=краще)	Чотири категорії: скорочення викидів парникових газів, розвиток ВДЕ, зменшення споживання енергії та кліматична політика країни	17 з 61	Швеція Данія Мороко	США Саудівська Аравія Китайський Тайпей (Тайвань)
Загальний індекс ND-GAIN (Notre Dame Global Adaptation Initiative) , (вище=краще)	Складається з індексу вразливості й індексу готовності (див. нижче)	68 з 181	Норвегія, Нова Зеландія, Фінляндія	Сомалі Чад, Еритрея
Індекс вразливості ND-GAIN (вище=краще)	Загальна вразливість у шести життєзабезпечуючих секторах: продовольство, вода, здоров'я, екосистемні послуги, середовище існування людини, інфраструктура	39 з 181	Нова Зеландія, Грузія, Домініка Швейцарія Норвегія, Люксембург	Катар, Кувейт Бруней Сомалі, Нігер, Соломонові о-ви
Індекс готовності ND-GAIN (вище=краще)	Спроможність країни інвестувати в адаптаційні дії за трьома компонентами - економічна, інституційна та соціальна готовність	92 з 181	Україна, Білорусь, Киргизстан Нова Зеландія, Сінгапур, Норвегія	Катар, Сінгапур Нігер Сомалі Еритрея, ЦАР
		з урах. розміру ВВП - 19 з 181	Нова Зеландія, Тувалу, респ. Корея	Катар, Кувейт Екв. Гвінея

Макроекономічний прогноз (липень 2020)

Показники	2017				2018				2019				2020				2021				2022					
	2017	2018	2019	2020	I	II	III	IV	поточний прогноз 04.2020	I	II	III	IV	поточний прогноз 04.2020	I	II	III	IV	поточний прогноз 04.2020	I	II	III	IV	поточний прогноз 04.2020		
РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше	2984	3561	3975	846	864	1073	1126	3910	3970	884	998	1199	1218	4300	962	1091	1316	1341	4710	4360	962	1091	1316	1341	4710	
Номинальний ВВП, млрд грн	2.5	3.4	3.2	-1.3	-11.0	-7.4	-3.8	-6.0	-5.0	-1.4	9.1	5.5	2.5	4.0	3.1	3.7	4.2	4.8	4.0	4.3	3.1	3.7	4.2	4.8	4.0	
Реальний ВВП	22.1	15.4	8.1	5.1	4.1	4.3	5.0	4.7	5.1	6.0	5.9	5.6	5.5	5.7	5.5	5.4	5.3	5.1	5.3	5.3	5.5	5.4	5.3	5.1	5.3	
Дефлятор ВВП	14.4	10.9	7.9	-	-	-	-	2.9	4.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.2	5.8	-	-	-	-	5.2	
ІСЦ (середнє за період)	13.7	9.8	4.1	2.3	2.4	3.1	4.7	4.7	6.0	6.0	5.9	5.7	5.5	5.5	5.3	5.2	5.1	5.0	5.0	5.0	5.3	5.2	5.1	5.0	5.0	
Базова інфляція	9.5	8.7	3.9	3.1	3.0	2.9	4.0	4.0	6.8	4.6	4.4	4.3	4.2	4.2	3.7	3.8	3.9	3.9	3.9	3.8	3.7	3.8	3.9	3.9	3.8	
Небазова інфляція	19.4	10.7	4.8	1.5	1.8	3.2	5.5	5.5	5.0	8.1	7.9	7.7	7.3	7.3	7.3	6.9	6.7	6.5	6.5	6.7	7.3	6.9	6.7	6.5	6.5	
Сирі предтовари	23.5	3.3	3.9	1.0	5.0	4.9	6.5	7.5	5.6	9.3	4.7	4.0	4.5	4.5	4.4	3.7	3.4	3.3	3.3	3.3	4.4	3.7	3.4	3.3	3.3	
Адміністративно регульовані ціни	16.1	18.0	8.6	5.5	3.2	5.0	7.5	7.5	7.5	8.9	11.1	11.3	9.9	9.9	9.8	9.7	9.6	9.1	9.1	9.8	9.8	9.7	9.6	9.1	9.2	
ЦВ (на кінець періоду)	16.5	14.2	-7.4	-4.2	-4.6	-3.6	6.4	6.4	7.1	3.8	8.0	6.8	5.3	5.3	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0	5.3	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0	
Номинальна заробітна плата (в середньому за період)	37.1	24.8	18.5	14.3	2.1	-0.6	1.8	4.1	4.3	5.7	17.5	19.1	15.5	14.4	12.5	10.5	8.6	8.4	9.9	15.6	12.5	10.5	8.6	8.4	9.9	
Реальна заробітна плата (в середньому за період)	19.1	12.5	9.7	11.3	0.1	-3.3	-2.0	1.3	0.0	0.0	10.9	12.5	9.4	8.1	6.8	5.0	3.2	3.2	4.5	9.1	6.8	5.0	3.2	3.2	4.5	
Безробіття, % (МОП)	9.5	8.8	8.2	-	-	-	-	10.0	9.5	-	-	-	-	9.0	-	-	-	-	8.8	8.6	-	-	-	-	8.8	
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР	-42.1	-67.8	-87.3	-	-	-	-	-292	-316	-	-	-	-	-174	-	-	-	-	-143	-124	-	-	-	-	-143	
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	-1.4	-1.9	-2.2	-	-	-	-	-7.5	-8.0	-	-	-	-	-4.0	-	-	-	-	-3.0	-2.8	-	-	-	-	-2.0	
% від ВВП	-37.0	-75.4	-89.2	-	-	-	-	-294	-319	-	-	-	-	-174	-	-	-	-	-143	-124	-	-	-	-	-97	
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд грн	-1.2	-2.1	-2.2	-	-	-	-	-7.5	-8.0	-	-	-	-	-4.0	-	-	-	-	-3.0	-2.8	-	-	-	-	-2.0	
% від ВВП	-3.5	-6.5	-4.2	2.3	4.3	0.4	-0.6	6.5	-2.5	-0.8	-1.3	-1.8	-0.6	-4.5	-1.9	-2.0	-2.6	-1.3	-7.9	-5.3	-1.9	-2.0	-2.6	-1.3	-7.9	
Поточний рахунок, млрд дол.	53.9	59.2	63.5	15.3	13.3	15.1	16.4	60.1	57.0	15.2	14.7	15.8	17.3	62.9	15.9	15.3	16.5	18.1	65.8	61.6	15.9	15.3	16.5	18.1	65.8	
Експорт товарів та послуг, млрд дол.	62.7	70.6	76.0	16.2	12.3	16.2	18.6	63.3	64.8	17.0	18.2	19.5	20.3	75.0	18.8	19.5	20.6	21.7	80.6	75.3	18.8	19.5	20.6	21.7	80.6	
Імпорт товарів та послуг, млрд дол.	-6.1	-9.3	-10.2	2.5	3.0	0.4	-0.8	5.0	-1.4	-1.4	-1.7	-2.3	-1.6	-6.9	-2.2	-3.0	-3.1	-1.3	-9.7	-5.9	-2.2	-3.0	-3.1	-1.3	-9.7	
Фінансовий рахунок, млрд дол.	2.6	2.9	6.0	-0.1	1.3	0.0	0.3	1.5	-1.1	0.6	0.4	0.5	0.9	2.4	0.3	1.0	0.5	0.0	1.8	0.6	0.3	1.0	0.5	0.0	1.8	
Зведений баланс, млрд дол.	18.8	20.8	25.3	24.9	28.5	28.8	29.8	29.8	27.2	29.9	30.9	30.8	32.7	32.7	32.3	33.1	32.8	32.7	32.7	28.6	32.3	33.1	32.8	32.7	32.7	
Валові резерви, млрд дол.	3.2	3.3	4.8	4.7	4.9	4.7	4.8	4.8	4.3	4.7	4.7	4.7	4.9	4.9	4.7	4.7	5.8	4.6	4.6	4.2	4.7	4.7	5.8	4.6	4.6	
Місяців імпорту майбутнього періоду																										
МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)	4.6	9.2	9.6	0.9	11.6	18.0	20.7	20.7	7.5	-3.1	-0.6	0.2	3.5	3.5	-1.5	-0.5	0.2	3.5	3.5	3.8	-1.5	-0.5	0.2	3.5	4.3	
Грошова база, %	9.6	5.7	12.6	5.5	12.1	16.0	19.5	19.5	3.5	-0.2	3.6	6.7	10.7	10.7	1.1	3.2	5.1	10.6	10.6	9.9	1.1	3.2	5.1	10.6	9.8	
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	2.5	2.8	2.8	-	-	-	-	2.3	2.7	-	-	-	-	2.3	-	-	-	-	2.2	2.7	-	-	-	-	2.6	

Абревіатури та скорочення

АПК	Агропромисловий комплекс	НФК	Нефінансові корпорації
БІСЦ	Базовий індекс споживчих цін	ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
ВВП	Валовий внутрішній продукт	ОЕСР	Організація економічного співробітництва та розвитку
ВДВ	Валова додана вартість	ОЗДП	Облігації зовнішньої державної позики
ВДЕ	Відновлювальні джерела енергії	ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти
ВЕД	Види економічної діяльності	ОТП	Основні торговельні партнери
ВНОК	Валове нагромадження основного капіталу	ПАТ	Публічне акціонерне товариство
ДГ	Домогосподарства	ПДВ	Податок на додану вартість
ДКСУ	Державна казначейська служба України	ПІІ	Прямі іноземні інвестиції
ДМСУ	Державна митна служба України	РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ДС	Депозитні сертифікати	РФ	Російська Федерація
ДСЗУ	Державна служба зайнятості України	СЗДУ	Сектор загального державного управління
ДССУ	Державна служба статистики України	СОТ	Світова організація торгівлі
ЄАЕС	Євразійський економічний союз	США	Сполучені Штати Америки
ЄКР	Єдиний казначейський рахунок	ФРС	Федеральна резервна система США
ЄС	Європейський Союз	ЦСЄ	Центрально-Східна Європа
ЄЦБ	Європейський центральний банк	ЕСРІ	Індекс зміни світових цін на товари українського експорту
ЖКГ	Житлово-комунальне господарство	ЕМ	Emerging Markets, країни, ринки яких розвиваються
ЗДУ	Загальнодержавне управління	EMBI	Emerging Markets Bond Index
ІВ	Іноземна валюта	FOMC	Federal Open Market Committee
ІДО	Індекс ділових очікувань	IMF WEO	Звіт "World Economic Outlook", що публікується МВФ
ІСЦ	Індекс споживчих цін	PMI	Purchasing Managers' Index, індекс ділової активності
ІТ	Інформаційні технології	UAWCPI	Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України
КПБ-6	6-е видання "Керівництва з платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції"	UAWGDP	Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України
КПМ	Квартальна прогнозна модель	UNCTAD	Конференція ООН з торгівлі та розвитку
МБРР	Міжнародний банк реконструкції та розвитку	UIIR	Український індекс міжбанківських ставок
МВФ	Міжнародний валютний фонд	WSA	World Steel Association
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	Номинальний 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