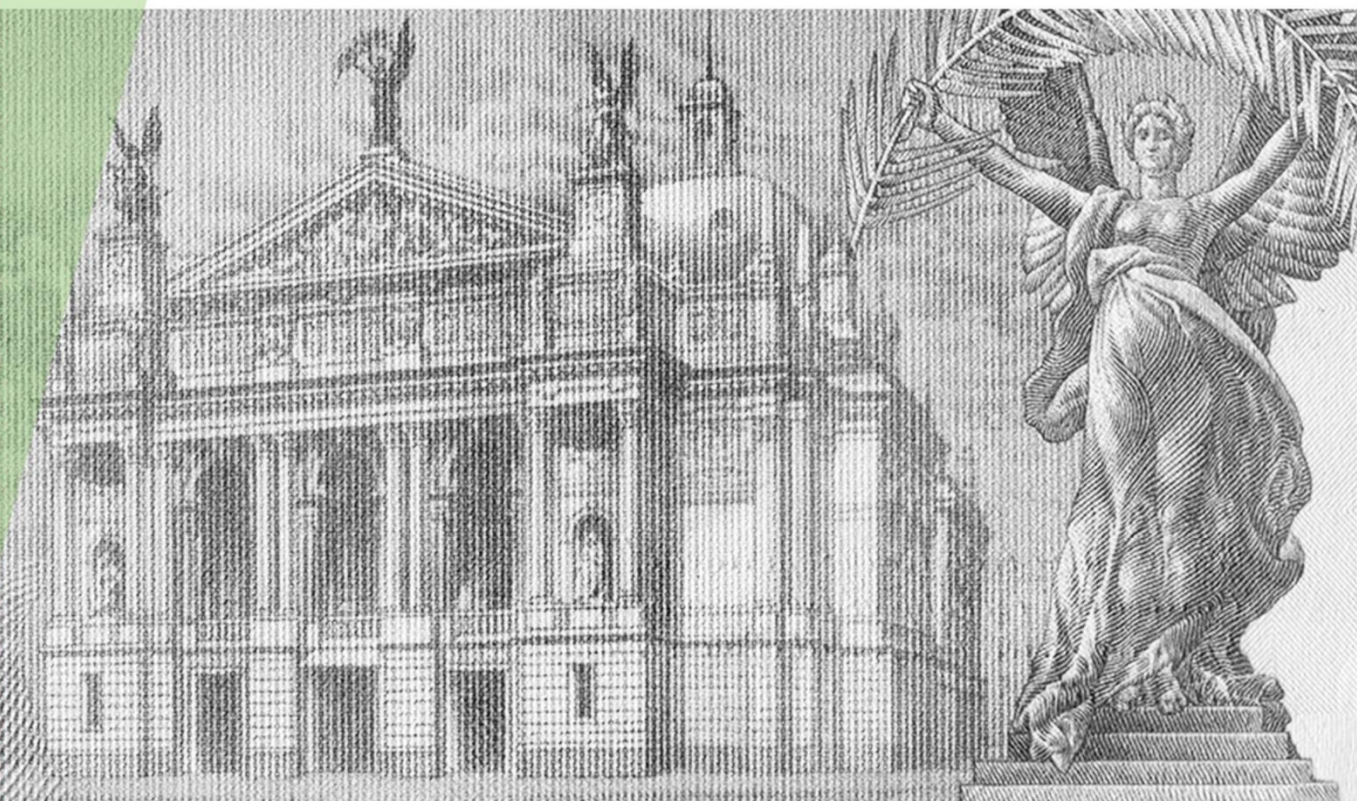




Національний
банк України

Інфляційний звіт

Січень 2021 року



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

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

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

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

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

Рішення щодо облікової ставки оголошується на 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 – 28 січня 2021 року.

Прогнози інфляції та інших макроекономічних показників були підготовлені Департаментом монетарної політики та економічного аналізу і 21 січня 2021 року схвалені на засіданні Правління НБУ з питань монетарної політики¹.

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

¹ Рішення Правління Національного банку України від 21 січня 2021 року № 17-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

Зміст

Головне	4
Частина 1. Зовнішнє середовище	7
Частина 2. Економіка України: поточні тенденції	10
2.1. Інфляційний розвиток	10
Вставка 1. "Ковідна" інфляція в Україні	13
2.2. Попит і випуск	15
Вставка 2. Теплова карта економічної активності України	18
2.3. Ринок робочої сили та доходи домогосподарств	20
Вставка 3. Зміни на ринку праці унаслідок пандемії	22
2.4. Фіскальний сектор	24
Вставка 4. Параметри державного бюджету України у 2021 році	26
2.5. Платіжний баланс	28
Вставка 5. Ринки капіталу у 2020 році: страх і жадібність	31
2.6. Монетарні умови та фінансові ринки	33
Вставка 6. Залишки за кредитами: про що свідчить динаміка в останні роки	36
Частина 3. Економіка України: прогноз	38
3.1. Інфляційний розвиток	38
Вставка 7. Оцінка досягнення цілі з інфляції	41
3.2. Попит і випуск	43
3.3. Платіжний баланс	46
3.4. Монетарні умови та фінансові ринки	48
3.5. Ризики прогнозу	49
Вставка 8. Заборгованість на ринку електроенергії	51
Абревіатури та скорочення	54

Головне

У 2020 році інфляція прискорилася до 5% і сягнула центральної точки цільового діапазону

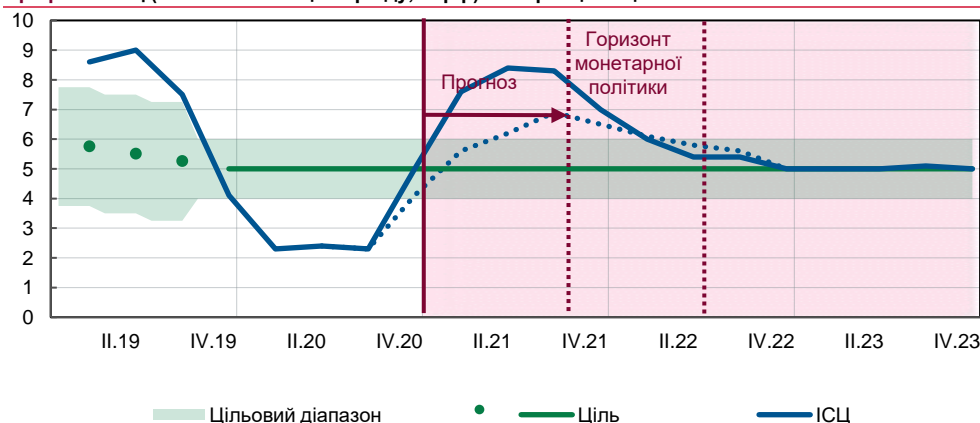
Упродовж 2020 року інфляція перебувала переважно нижче цільового діапазону 5% ± 1 в.п. Падіння світових цін на енергоносії, а також зниження попиту на непершочергові товари і послуги стримували зростання цін під час пандемії. Водночас наприкінці року інфляція очікувано прискорилася. Це зумовлювалося динамічним відновленням світової економіки, подальшим зростанням внутрішнього споживчого попиту, а також подорожчанням енергоносіїв та окремих продуктів харчування. У результаті, в грудні інфляція повернулася до цільового діапазону і сягнула його центральної точки.

Інфляція прискориться в першій половині 2021 року, але надалі сповільниться і в першій половині 2022 року закріпиться в цільовому діапазоні 5% ± 1 в.п.

Національний банк переглянув прогноз зростання інфляції у 2021 році у бік підвищення з 6.5% до 7%. Прискорення інфляції в першому півріччі буде зумовлене жвавим споживчим попитом, подорожчанням енергоносіїв та гіршим минулорічним врожаєм сільськогосподарських культур. Крім того, збільшаться виробничі витрати бізнесу, зокрема на оплату праці. Темпи зростання адміністративно-регульованих цін залишатимуться високими внаслідок підвищення акцизів на тютюнові вироби та подорожчання електроенергії.

У другому півріччі вплив проінфляційних чинників слабшатиме, що розверне інфляційну динаміку. Завдяки нарощуванню пропозиції внаслідок кращих врожаїв сповільниться продовольча інфляція, а наприкінці року вичерпається ефект низької бази порівняння для окремих товарів. Монетарна політика Національного банку також буде спрямована на послаблення фундаментального інфляційного тиску з боку погіршення очікувань і стійкого споживчого попиту. У результаті показник базової інфляція на кінець 2021 року становитиме 5.9%, а загальна інфляція знову повернеться до цільового діапазону в першій половині наступного року. У 2022–2023 роках інфляція перебуватиме поблизу середньострокової цілі в 5%.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Падіння економіки у 2020 році було значно меншим, ніж очікувалося на початку кризи

За підсумками 2020 року реальний ВВП, за оцінками, скоротився на 4.4%. Це значно менше, ніж очікувалося на початку коронакризи (6%). Економіка України швидко відновлювалася в другому півріччі. Після проходження жорсткої фази карантину падіння реального ВВП сповільнилося до 3.5% р/р у III кварталі і, за оцінками Національного

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

банку, продовжувало сповільнюватися в IV кварталі. Ужорсточення карантинних заходів у листопаді мало обмежений вплив на ділову активність.

Швидке відновлення економіки зумовлене передусім зростанням споживання. Збільшення заробітних плат та соціальних видатків бюджету підтримувало споживчий попит на високому рівні. Також почало скорочуватися безробіття. Вагомий внесок у відновлення економіки мало державне споживання з огляду на нарощування поточних витрат бюджету на інфраструктуру, насамперед дорожні ремонти, а також охорону здоров'я. Натомість через невизначеність в умовах пандемії інвестиційна активність бізнесу залишалася млявою.

Стійкий зовнішній попит на продовольство зумовив значно менше скорочення експорту порівняно з імпортом. Ближче до кінця року ця динаміка послабилася з огляду на гірший урожай, тоді як падіння імпорту сповільнилося під впливом посилення внутрішнього попиту. Утім, за підсумками року зберігся додатний внесок чистого експорту.

У 2021 році економіка швидко відновлюватиметься та майже повернеться на докризовий рівень

У 2021 році економіка майже надолужить втрати від коронакризи – ВВП України зросте на 4.2%. Головним рушієм залишатиметься стійкий внутрішній попит, зумовлений подальшим збільшення реальних доходів громадян. Зменшення невизначеності з розвитком пандемії сприятиме відновленню інвестиційної активності.

У середньостроковій перспективі українська економіка зростатиме на рівні близько 4%. Цьому сприятиме збільшення реальних доходів населення, зростання інвестицій, високий зовнішній попит і підвищення кредитної активності.

Для підтримки населення та швидшого відновлення економіки уряд збереже значний рівень дефіциту бюджету (4.5% від ВВП) і в поточному році. Проте потреби у фіскальних стимулах будуть поступово меншати, адже економіка повернеться до сталого зростання. У 2022 році очікується скорочення дефіциту до 3% ВВП. Державний та гарантований державою боргу після зростання до 62% ВВП у 2020 році в подальшому скорочуватиметься на 2–3 в. п. щороку.

У 2021–2023 роках поточний рахунок платіжного балансу після значного минулорічного профіциту знову повернеться до дефіциту

За попередніми оцінками, профіцит поточного рахунку у 2020 році сягнув одного з найбільших рівнів в історії України – 4.4% ВВП³. Досить високі ціни на товарних ринках, стійкий світовий попит на продовольство та ІТ-послуги, а також швидке відновлення економіки Китаю підтримували український експорт. Обсяг переказів від трудових мігрантів також був близьким до докризового рівня. Водночас суттєво скоротився імпорт. Так завдяки нижчим цінам упродовж більшої частини року і накопиченим запасам зменшилися закупівлі газу. Через невизначеність із пандемією знизився інвестиційний імпорт. Унаслідок формування від'ємних реінвестованих доходів скоротилися виплати за первинними доходами. Значно скоротилися витрати українців на закордонні подорожі.

У 2021–2023 роках поточний рахунок повернеться до дефіциту. Ціни на основні товари українського експорту залишатимуться досить високими, проте подорожчання енергоносіїв зумовить погіршення умов торгівлі. Відновлення економіки також буде супроводжуватися поступовим нарощуванням інвестиційного імпорту. Зростання

³ Уточнено на основі попередніх даних.

споживчого імпорту з огляду на очікуване збільшення доходів громадян буде стійким і надалі.

Основним припущенням, яке Національний банк бере до уваги, залишається продовження співпраці з Міжнародним валютним фондом

У 2021 році очікується надходження від МВФ коштів у межах поточної програми стенд-бай, а також пов'язане фінансування від ЄС, Світового банку та інших міжнародних партнерів. Ці кошти дадуть змогу профінансувати значну частину бюджетних потреб у 2021 році.

Співпраця з МВФ залишається важливим знаком якості й для іноземних інвесторів. Вона значно спростить доступ і здешевить планові залучення уряду на зовнішніх ринках. Завдяки підтримці МВФ та інших партнерів Україна зможе підтримувати міжнародні резерви на рівні близько 30 млрд дол., попри значні обсяги погашень зовнішнього боргу.

Основними ризиками для реалізації прогнозу є посилення карантинних заходів як в Україні, так і у світі, а також істотніший приплив іноземного капіталу

Проведення вакцинації у світі зменшує ризик повторення локдаунів. Утім, з огляду на поступовість цього процесу, а також появу нових штамів вірусу, зберігається ймовірність локальних форм карантину, які матимуть негативні наслідки для економічної активності. Водночас надміряні монетарні умови у світі та оптимізм щодо вакцинації вже суттєво похвалили інтерес іноземних інвесторів до ринків, що розвиваються, у тому числі й України. Значний приплив капіталу може послаблювати інфляційний тиск через канал валютного курсу.

Актуальними залишаються також інші ризики:

- ескаляція військового конфлікту на сході країни чи її кордонах;
- посилення інфляційного тиску з боку країн – торговельних партнерів;
- збільшення волатильності світових цін на продукти харчування з огляду на глобальні зміни клімату і посилення протекціонізму в світі.

Національний банк готовий підвищувати облікову ставку у відповідь на зростання інфляційного тиску та погіршення очікувань

У IV кварталі 2020 року НБУ зберігав стимулюючу монетарну політику. Ключова ставка залишалася на рівні 6%, нижче свого нейтрального рівня. В умовах низької інфляції це сприяло швидшому відновленню економіки від наслідків коронакризи. Середньозважені гривневі ставки за кредитами та депозитами банків продовжували знижуватися.

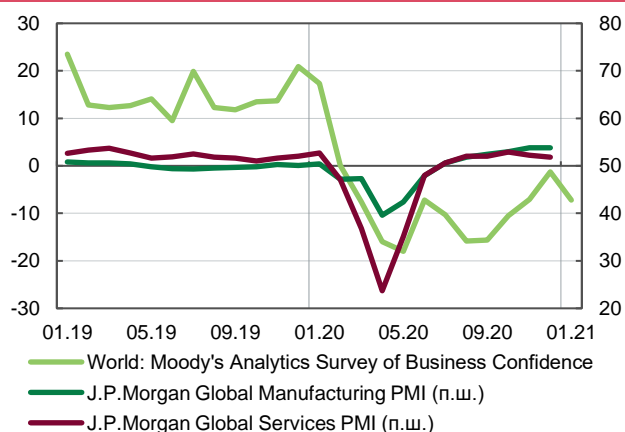
Зважаючи на наявний баланс ризиків, здебільшого тимчасовий характер поточних проінфляційних чинників, а також слабку інвестиційну активність та пригнічені настрої бізнесу на тлі ужорсточення карантину, Правління Національного банку залишило облікову ставку незмінною в січні 2021 року.

Водночас Національний банк бере до уваги погіршення інфляційних очікувань наприкінці минулого року, а також посилення фундаментального тиску на ціни з боку споживчого попиту. Якщо вплив цих факторів зростатиме й надалі та не компенсуватиметься іншими факторами, зокрема суттєвим припливом капіталу, Національний банк підвищить облікову ставку. Це дасть змогу стримати прискорення інфляції у 2021 році та повернути її до цілі у 5% у 2022 році.

Частина 1. Зовнішнє середовище

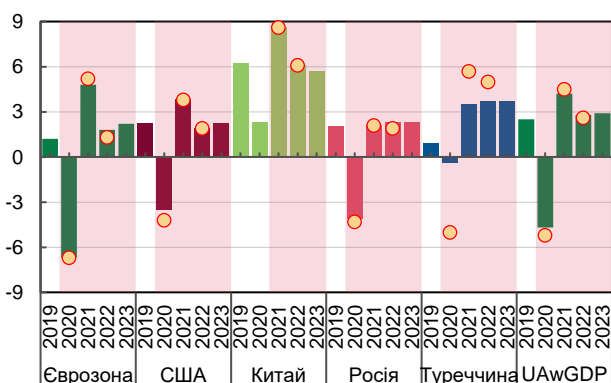
- Масштабні фіскальні та монетарні заходи стимулюватимуть зростання глобальної економіки, насамперед за рахунок прискореного відновлення промисловості. Пожвавлення попиту на тлі надм'яких монетарних умов зумовить поступове прискорення глобальної інфляції. Останню стримуватиме повільніше відновлення сектору послуг.
- Ціни на світових товарних ринках залишатимуться високими. Після корекції у першій половині 2021 року вони стабілізуються, попри значний попит, завдяки прискореному нарощуванню пропозиції. Ціни на енергоносії поступово зростатимуть, що погіршить умови торгівлі для України.
- Збереження м'яких умов на світових фінансових ринках за обмежених обсягів високоприбуткових активів підтримуватиме інтерес інвесторів до ЄМ.

Графік 1.1. Глобальний PMI та індекс ділової впевненості



Джерело: IHS Markit, Moody's (станом на 22.01.2021).

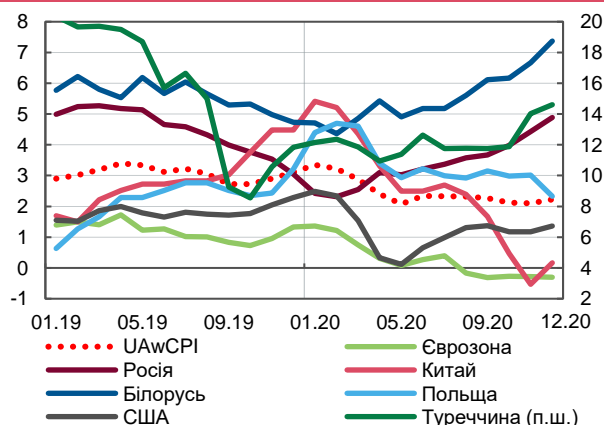
Графік 1.2. Реальний ВВП окремих країн та UAWGDP, %, р/р



● - Попередній прогноз НБУ.

Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Графік 1.3. UAWCPI та ІСЦ у окремих країнах – ОТП України



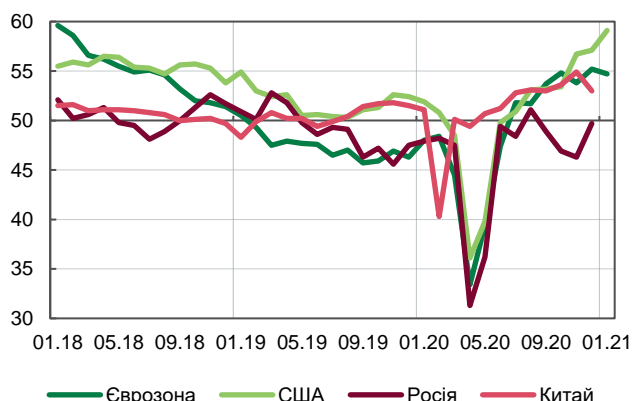
Джерело: МВФ, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Глобальна економіка відновлюватиметься завдяки пом'якшенню карантину та програмам стимулювання

У IV кварталі тривало відновлення глобальної економіки, незважаючи на загальне погіршення епідемічної ситуації та локдауни в окремих країнах. Поліпшувалися насамперед показники промисловості, тоді як відновлення сфери послуг, яка чутливіша до заходів соціального дистанціювання, залишалася слабким та нестійким. Зокрема, у грудні другий місяць поспіль темпи зростання світової промисловості залишалися найвищими за останні майже десять років, а рівень ділового оптимізму на кінець року завдяки відновленню торговельних потоків та успішним випробуванням вакцин проти COVID-19 сягнув практично шестирічного максимуму. Відповідно до звіту COT до середини жовтня було відмінено 39% торговельних обмежень, запроваджених у найгостріший період пандемії, а обсяги світової торгівлі товарами зросли у III кварталі на 11.6% кв/кв порівняно зі зниженням на 12.7% у попередньому кварталі. Натомість світова торгівля послугами залишалася млявою. Її відновлення очікується у 2021 році лише за умови повного зняття карантинних обмежень та масштабної вакцинації.

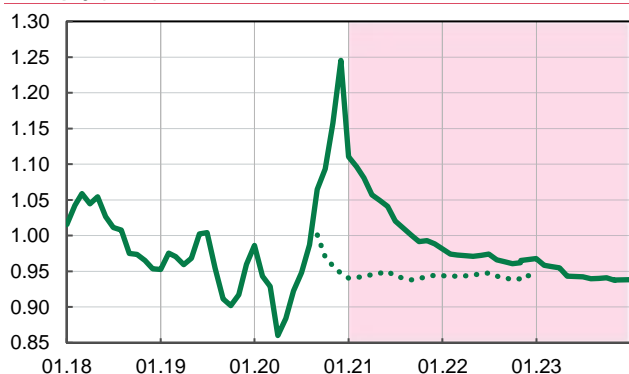
Слабкість світового сектору послуг, на який припадає більше половини зайнятих, продовжує негативно впливати на ринок праці. Рівень безробіття у світі станом на листопад залишався значно вищим, ніж до пандемії. Невизначеність щодо подальшого розвитку епідемічної ситуації також стримує відновлення споживчого попиту. Як наслідок, незважаючи на зростання цін на енергоносії та підвищення інфляції в окремих країнах, загальний інфляційний тиск у країнах – ОТП України, виражений UAWCPI, залишався слабким. Його посилення наприкінці 2020 року зумовлене здебільшого ефектами перенесення від девальвації валют окремих країн (Росії, Туреччини, Білорусі). Очікується, що завдяки масштабним монетарним та фіскальним заходам підтримки глобальна економіка продовжуватиме відновлюватися на прогнозованому горизонті, а інфляція повернеться до зростання вже з 2021 року. Утім, слабкість сектору послуг стримуватиме посилення інфляційного тиску з боку країн-партнерів, тож інфляція залишатиметься нижчою, ніж до пандемії.

Графік 1.4. PMI обробної промисловості окремих країн



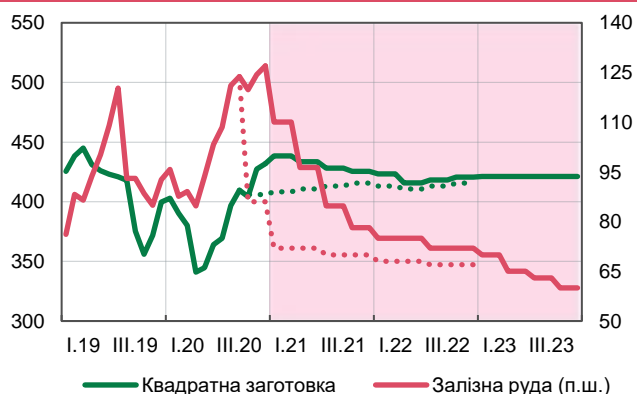
Джерело: IHS Markit.

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



Джерело: Світовий банк, розрахунки НБУ.

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



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

Джерело: Refinitiv Datastream, прогноз НБУ.

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

Економіка США продовжувала відновлюватися відносно сталими темпами, а ринок праці – зміцнюватися. Однак темпи зростання все ще нижчі, ніж до початку пандемії, а рівень заощаджень – історично високий. Відповідно, інфляція, попри масштабні програми фінансової підтримки, залишається низькою (1.4% р/р у грудні). Очікується, що найбільший позитивний ефект від розширення фіскальної підтримки в умовах значних монетарних стимулів проявиться у 2021–2022 роках, що призведе до зростання ВВП вище потенційного рівня.

Економічна активність у Єврозоні також поволи відновлюється, однак нерівномірно як за секторами, так і за країнами, які більше постраждали від COVID-19. Споживчі настрої залишаються пригніченими через слабкість ринку праці, що позначилося на погіршенні рівня потенційного ВВП. Споживчий попит відповідно залишається слабким, а інфляція – значно нижчою від цільового орієнтира ЄЦБ. До того ж остання перебуватиме нижче цілі ще впродовж наступних двох років. Водночас стимулююча фіскальна та монетарна політика підтримуватиме подальше економічне зростання.

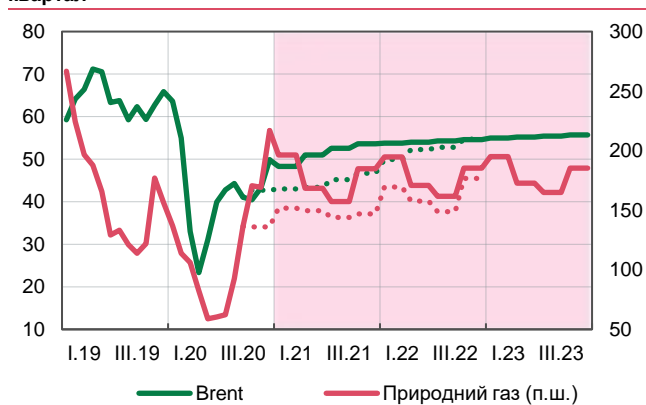
Економічне відновлення в країнах ЕМ, які є ОТП України, триває завдяки активізації світової торгівлі та програмам державної підтримки в значних обсягах. На тлі м'яких фінансових умов та збільшення інтересу іноземних інвесторів до цієї групи країн очікується їх подальше відносно стає економічне зростання.

Ціни на світових товарних ринках стабілізуються на порівняно високих рівнях, проте умови торгівлі погіршаться внаслідок подорожчання енергоносіїв

Відновлення глобальної економіки, що стимулювало підвищення попиту, особливо з боку виробничих секторів, призвело до зростання світових цін на товарних ринках. Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСПІ) зростав до кінця 2020 року, значно перевищивши очікування. На прогностному горизонті після корекції у першому півріччі 2021 року нарощування пропозиції стримуватиме подальше зростання цін, незважаючи на значний попит. Проте енергоносії й надалі помірно дорожчатимуть, що зумовить погіршення умов торгівлі для України.

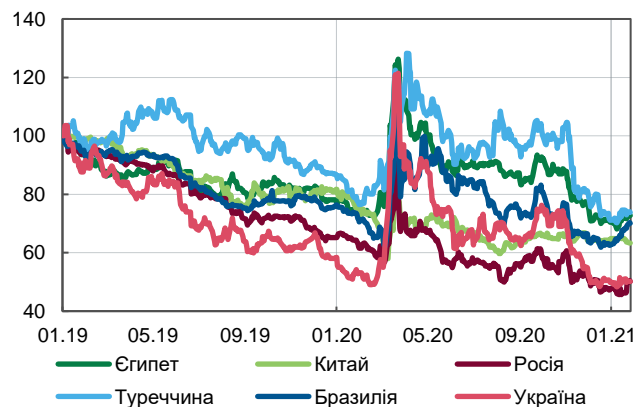
Світові ціни на сталь наприкінці 2020 року зростали завдяки активізації попиту в ЄС, США, Китаї, Індії та Туреччині, насамперед з боку автомобілебудування, виробників побутової техніки та спортивного спорядження. Вагомою причиною також було недозавантаження потужностей попри поступове нарощування виробництва. Високий попит на сталь на тлі обмеженої пропозиції призвів до стрімкого зростання цін на залізну руду. Очікується, що подальше відновлення економічної діяльності підтримуватиме суттєвий попит на сталь. Утім, через нарощування виробництва ціни стабілізуються близько поточних високих рівнів. Натомість ціни на залізну руду поволи знижуватимуться внаслідок збільшення обсягів видобування в Австралії та Бразилії, хоча нарощування пропозиції буде не таким стрімким, як очікувалося раніше (компанія Vale

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



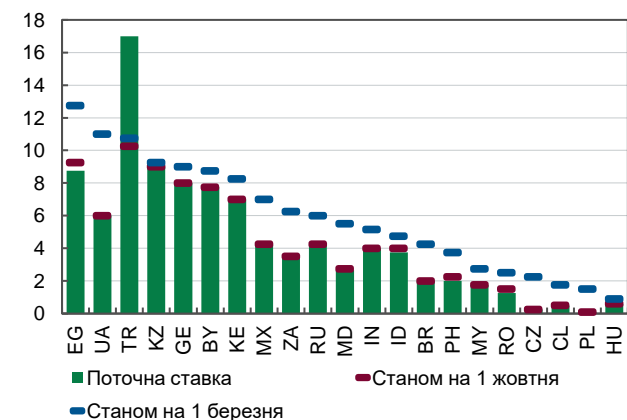
Джерело: Refinitiv Datastream, прогноз НБУ.

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



Джерело: Bloomberg, станом на 27.01.2021.

Графік 1.9. Ключові процентні ставки в окремих країнах EM*, %



*Станом на 27.01.2021

Джерело: офіційні сторінки центральних банків.

переглянула прогноз виробництва на найближчі роки в бік зниження через ремонти і часткову заміну технологій).

Світові ціни на зернові наприкінці 2020 року також стрімко зросли попри сезонне збільшення пропозиції. Така динаміка зумовлювалася підвищеним попитом з боку Китаю, Бразилії та країн Близького Сходу на тлі очікуваного погіршення врожаю. Незважаючи на зниження прогнозів агенціями USDA та FAO, очікувані обсяги світового врожаю пшениці та кукурудзи у 2020/2021 МР будуть близькими до минулорічних майже рекордних рівнів. Це дасть змогу задовольнити очікувано високий попит на зернові. У результаті після корекції у першому півріччі 2021 року надалі ціни коливатимуться у відносно вузьких межах із незначним трендом до зростання.

Світові ціни на нафту і природний газ зростали внаслідок посилення позитивних очікувань щодо збільшення попиту завдяки початку вакцинації проти COVID-19 в окремих країнах. Додатковими факторами були дія угоди ОПЕК+ та відновлення економічної діяльності на тлі підвищеного сезонного попиту. Очікується, що поживалення економічної активності підтримає зростання цін на енергоносії у 2021–2023 роках. Утім, їх подорожчання буде помірним через нарощування сланцевого виробництва та значні накопичені запаси.

Надм'які умови на світових фінансових ринках підтримуватимуть інтерес інвесторів до активів EM

Стрімке зростання ліквідності на світових фінансових ринках завдяки масштабним програмам QE та додаткового кредитування, насамперед з боку ФРС та ЄЦБ, на тлі близьких до нуля процентних ставок стимулювало зростання попиту інвесторів на ризикові активи. Оптимізму на ринку додали новини про успішні випробування вакцин проти COVID-19 та початок вакцинації, завершення виборчого процесу та оголошення про нові фіскальні стимули в США. У результаті квартальний приплив капіталу до EM, за попередніми оцінками IIF, у IV кварталі сягнув рекордних обсягів (180 млрд дол.).

Премія за ризик для активів країн EM знизилася, а більшість валют цієї групи зміцнилася до долара США. За таких умов більшість центральних банків країн EM продовжувала м'яку монетарну політику на тлі помірної інфляційного тиску. Винятком стала Туреччина, необхідність повернення до дезінфляційного тренду в якій потребувала жорсткої реакції центрального банку. Водночас в Індії, Росії, Бразилії та ПАР прискорення продовольчої інфляції обмежувало простір для подальшого зниження ставок у IV кварталі 2020 року.

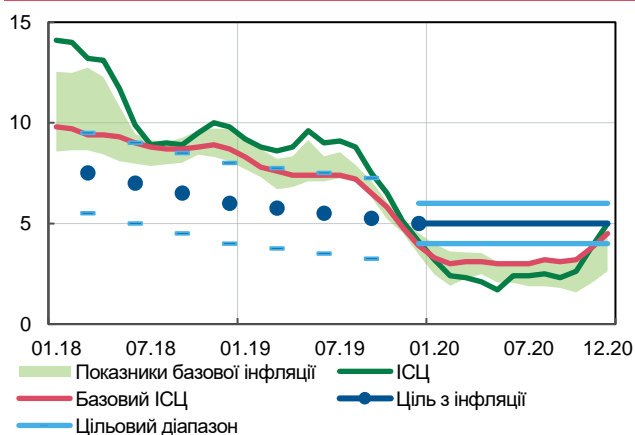
Монетарна політика провідних центральних банків залишатиметься стимулюючою, а їхні ключові процентні ставки – незмінними ще протягом наступних двох років. Це за браком високоліквідних фінансових активів (обсяги високоліквідних цінних паперів тільки з від'ємною ставкою становлять близько 25% світового боргу інвестиційного рівня) підтримуватиме інтерес інвесторів до активів EM.

Частина 2. Економіка України: поточні тенденції

2.1. Інфляційний розвиток

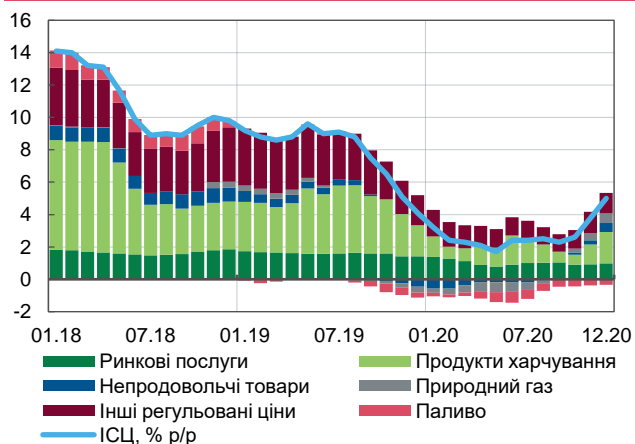
- У IV кварталі 2020 року споживча інфляція прискорилося та в грудні сягнула центральної точки цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п. Інфляційну ціль у грудні досягнуто другий рік поспіль.
- Динамічніше, ніж очікувалося, відновлення світової та української економіки, подальше збільшення споживчого попиту, а також зростання світових цін на енергоносії та обмеженість пропозиції окремих продуктів харчування формували проінфляційний тиск. Базова інфляція також прискорилося.
- Стримували зростання інфляції подальші ефекти від зміни споживчих уподобань та пристосування бізнесу до нових умов роботи.

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



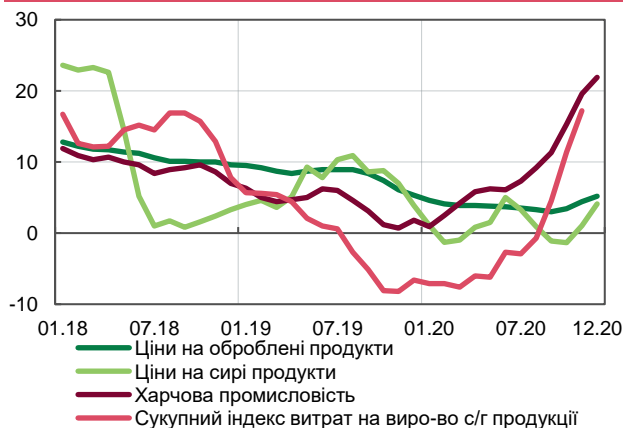
* Детальніше в "Інфляційному звіті" за січень 2017 року (стор. 20–21).
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.1.2. Внески компонентів до річної зміни ІСЦ, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.3. Ціни на сирі продукти, продукти з високим ступенем оброблення, у харчовій промисловості та с/г, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Споживча інфляція прискорилося і досягла центральної точки цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п.

Упродовж IV кварталу 2020 року споживча інфляція прискорювалася (до 5.0% р/р з 2.3% р/р у вересні) і таким чином досягла центральної точки цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п. Інфляційну ціль досягнуто в грудні другий рік поспіль (детальніше – у вставці 7 "Оцінка досягнення цілі з інфляції" на стор. 41). Проте фактична споживча інфляція перевищила траєкторію прогнозу, опублікованого в [Інфляційному звіті за жовтень 2020 року](#).

Інфляція прискорилося передусім унаслідок посилення тиску з боку цін на продукти харчування. Низький урожай соняшнику та підвищення експортних цін зумовлювали подорожчання соняшникової олії. Відновилося зростання цін на цукор та борошно на тлі підвищення світових цін і гіршого врожаю цукрового буряку та пшениці. Разом із подорожчанням енергетичних ресурсів це позначилося на наступних ланках виробничого процесу в харчовій промисловості – швидше дорожчали майонез, маргарин та спреди, хлібобулочні і макаронні вироби.

Через нижчий урожай більшості сільськогосподарських культур стрімко прискорилося зростання сукупного індексу витрат на виробництво сільськогосподарської продукції. Як наслідок посилення тиску виробничих витрат, зокрема збільшення вартості кормів, разом зі скороченням виробництва значно подорожчали яйця та знизилися темпи падіння цін на м'ясо.

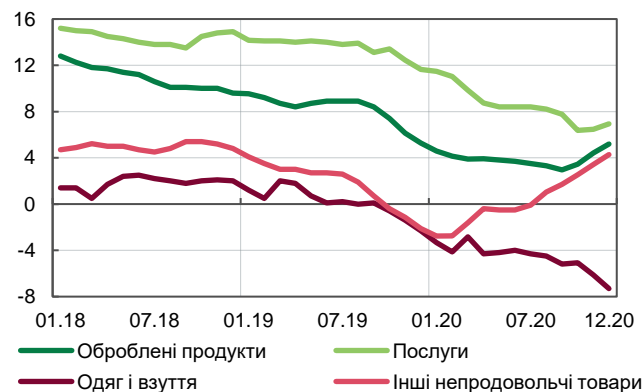
Також уповільнилося падіння цін на овочі (насамперед борщового набору) через скорочення пропозиції дешевої продукції нижчої якості. Утім, стримувало зростання цін на продукти харчування розширення імпортової пропозиції окремих продуктів (молочної продукції, деяких фруктів).

Під впливом подорожчання імпортової сировини прискорилося зростання цін на тютюнові вироби. Водночас ціни на алкогольні напої залишилися на рівні торішніх, оскільки у 2020 році акцизи та мінімальні роздрібні ціни для них не підвищувалися.

Базова інфляція прискорилося через послаблення гривні в попередні періоди та значний споживчий попит, попри подальші ефекти від зміни окремих споживчих уподобань

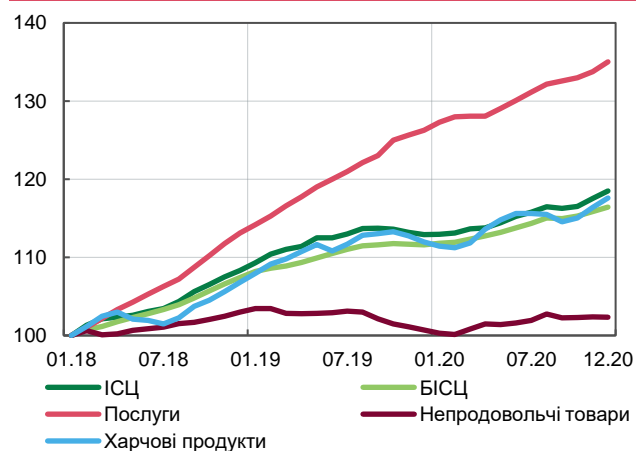
Базова інфляція становила 4.5% р/р, прискорившись з

Графік 2.1.4. Компоненти базового ІСЦ, % р/р



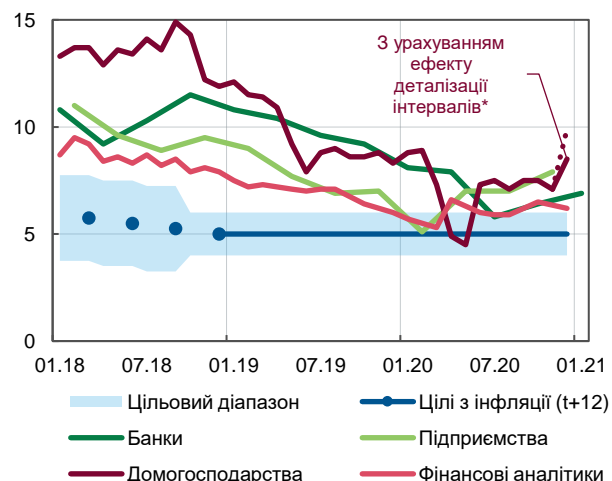
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.5. Індекси цін, с/с, 01.2018 = 100



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.6. Інфляційні очікування та цілі з інфляції на наступні 12 місяців, %



* Через збільшення частки респондентів, які відповідали у найвищому діапазоні, у грудні 2020 року його було деталізовано, щоб уникнути зміщення оцінок у нижчий бік.
Джерело: НБУ, GfK Ukraine, Info Sapiens.

3.1% р/р у вересні, дещо перевищивши прогноз, опублікований в [Інфляційному звіті за жовтень 2020 року](#).

Так, протягом кварталу посилювався тиск з боку проінфляційних факторів. Крім подорожчання оброблених продуктів харчування, прискорилося зростання цін на непродовольчі товари (без урахування цін на одяг та взуття), насамперед унаслідок послаблення гривні в попередні періоди та на початку кварталу, а також значного споживчого попиту. Зокрема, тривало подорожчання меблів, фармацевтичної продукції та автомобілів, відновилося зростання вартості побутової техніки, товарів для особистого догляду, а також сповільнилося падіння цін на електроніку.

Натомість темпи падіння цін на одяг та взуття поглибилися (до 7.3% р/р). Це може пояснюватися змінами в споживчій поведінці домогосподарств через можливість навчатися і [працювати віддалено](#) (детальніше про оцінку впливу зміни структури споживання на інфляцію – у вставці 1 "Ковідна інфляція в Україні" на стор. 13), ціновою політикою ритейлерів напередодні запровадження карантинних обмежень у січні 2021 року, а також здешевленням цін на тканини у світі через зниження попиту.

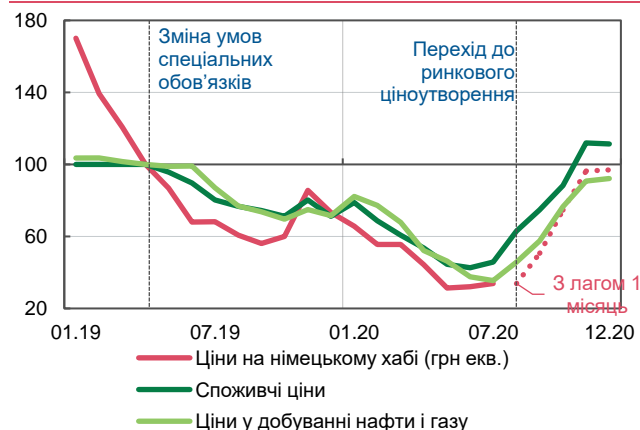
Темпи зростання вартості послуг сповільнилися (до 6.9% р/р у грудні порівняно з 7.8% р/р у вересні). Така тенденція була очікуваною, оскільки вичерпалися ефекти підвищеної бази порівняння для окремих видів послуг, зокрема телекомунікаційних (наприкінці 2019 року низка операторів підвищила тарифи на послуги мобільного зв'язку на тлі зростання виробничих витрат, зокрема інвестиційних та на оплату праці). Крім того, імовірно, додалися ефекти від зростання захворюваності і запровадження додаткових карантинних обмежень. Зокрема, сповільнилося зростання вартості послуг закладів громадського харчування, готелів, кінотеатрів, салонів краси, курсів іноземних мов, оренди житла. Водночас збільшилася вартість туристичних послуг та водійських курсів на тлі зростання попиту і виробничих витрат.

Про збереження інфляційного тиску свідчила також динаміка інфляційних очікувань, які підвищилися наприкінці кварталу, реагуючи на прискорення зростання цін щоденного вжитку (підвищення тарифів, подорожчання продуктів харчування). Крім того, як впливає з [опитувань щодо ділових очікувань](#) підприємств посилюється вплив на формування цін обмінного курсу гривні, вартості енергетичних ресурсів та сировини. Як наслідок у IV кварталі 2020 року збільшилася частка підприємств, які очікують підвищення цін на свою продукцію (до 60.5% порівняно з 55.0% у III кварталі).

Посилився вплив від зростання світових цін на енергоносії на інфляцію в Україні

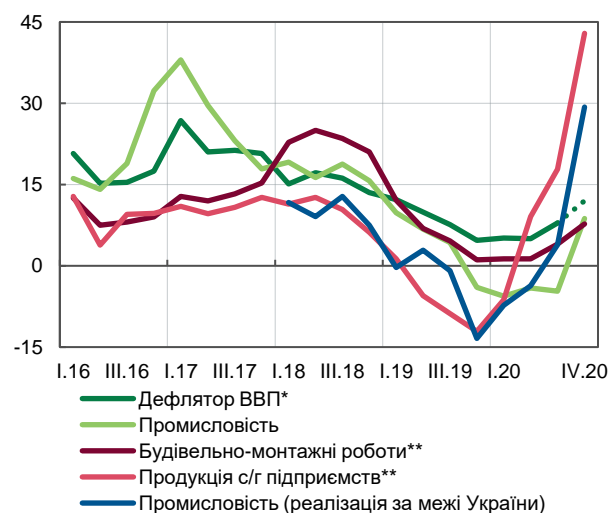
Під впливом зростання світових цін на енергоносії вартість природного газу для населення України зростала високими темпами (до 56.3% р/р). Подорожчання газу

Графік 2.1.7. Ціни на природний газ, 05.2019 = 100



Джерело: ДССУ, Refinitiv Datastream, розрахунки НБУ.

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



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

** Дані за IV квартал 2020 року – у середньому за два місяці.

Джерело: ДССУ.

також призвело до зменшення темпів падіння цін на гарячу воду та опалення.

Також знизилися темпи падіння цін на паливо (до 10.5% р/р наприкінці року). Це пояснюється підвищенням світових цін на нафту і збереженням суттєвого попиту з боку населення через надання переваги використанню автомобілів перед громадським транспортом в умовах пандемії (обсяги продажу палива через АЗС за 11 місяців 2020 року зросли на 15.9% р/р).

Під впливом подорожчання енергоносіїв зросли ціни у добуванні сирої нафти і природного газу. Це разом із підвищенням світових цін на добрива та високим зовнішнім попитом зумовило пришвидшення темпів зростання цін у хімічній промисловості. Відновилося зростання цін й у виробництві коксу та нафтопродуктів, а також у постачанні електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря. Останні також підтримувалися посиленням попиту на електроенергію з боку побутових споживачів.

За оцінкою НБУ дефлятор ВВП у IV кварталі 2020 року стрімко зростає, відображаючи посилення інфляційного тиску в більшості секторів економіки

Крім підвищення темпів зростання цін на споживчому ринку, посилювався вплив висхідних інфляційних тенденцій на світових товарних ринках у другій половині року. Зокрема відновилося зростання цін у промисловості, значно вищими темпами також зростали ціни реалізації продукції сільського господарства та в харчовій промисловості, зокрема на тлі високих світових цін на зернові та олійні.

До того ж, інфляційний тиск підтримувався динамічнішим, ніж очікувалося, відновленням світової та української економік. Так, під впливом нарощування бюджетних витрат на дорожню інфраструктуру прискорилося зростання цін у будівництві.

Натомість стримувало зростання дефлятора сповільнення зростання цін на телекомунікаційні послуги для підприємств, а також незмінні тарифи на перевезення вантажів залізничним транспортом.

Вставка 1. "Ковідна" інфляція в Україні

Споживча поведінка ДГ під час пандемії COVID-19 і карантинних заходів у відповідь суттєво змінилася. Зокрема, структура споживчих витрат зазнала впливу фізичної заборони на споживання окремих товарів та послуг, зміни попиту на тлі поширення дистанційної роботи і навчання, а також значної невизначеності щодо епідемічного розвитку. Як наслідок це могло позначитися й на вартості споживчого набору. "Ковідна" інфляція, розрахована з урахуванням змін у споживанні, перевищила офіційну, проте незначно – на 0.2-0.6 в.п., що відповідає подібним оцінкам і в інших країнах. Цей показник – лише аналітичний інструмент, що дає змогу отримати корисну додаткову інформацію про споживчу поведінку, сприйняття цін та інфляційні очікування. Для прийняття рішень з монетарної політики використовується цінова динаміка, виражена офіційним індексом споживчих цін.

Під час жорсткого карантину частина товарів і послуг не споживалися, оскільки їх реалізація була заборонена або обмежена. Наприклад, населення скоротило витрати на харчування поза домом, подорожі, перукарні. Крім того, завдяки різкому розширенню для значної кількості громадян можливостей навчатися та працювати віддалено знизився попит на одяг та взуття, транспортні послуги. Натомість нижчими темпами скорочувалося споживання продуктів харчування, а обсяги користування послугами зв'язку, насамперед пошти, і купівля товарів для дому навіть збільшилися. Після жорсткого карантину реалізація товарів та послуг, які підпадали під обмеження, відновилася, однак щодо низки з них докарантинного рівня все ще не досягнуто. Ці фактори вплинули на ціновий тиск протягом дії жорстких карантинних обмежень, а також, імовірно, позначилися на ньому і під час відновлення економіки та споживчого попиту. У такому разі виникає потреба у відстеженні ширших концепцій інфляції, у тому числі таких, що враховують зміни в споживанні.

Впливу змін у споживанні на вартість споживчого набору приділили увагу багато країн, деякі міжнародні організації ([ЄЦБ](#), [Банк Канади](#), [МВФ](#), [Банк Ірландії](#)), а також окремі дослідники ([Seiler, P 2020](#), [Cavallo, A. 2020](#)). Так, [Cavallo, A. \(2020\)](#) побудував "ковідні" інфляційні індекси для США та 17 інших країн. За цими індексами інфляція була вищою, ніж ІСЦ у 13 країнах (включно зі США), а в п'яти інших – нижчою. Відхилення "ковідних" індексів від ІСЦ становило від +1.4 в.п. до -0.35 в.п. Вища "ковідна" інфляція свідчила про збільшення витрат громадян на продукти харчування, які переважно дорожчали, та зменшення ролі витрат на транспорт, які здебільшого дешевшали. Країни, у яких "ковідні" індекси зростали повільніше, мали свої секторальні особливості, що пояснювали такі відхилення⁴.

Відповідно до "[Посібника щодо індексів споживчих цін: теорія та практика](#)", під час розрахунку ІСЦ важливим є збереження стабільності вагової структури. По-перше, цього потребує стандартна практика використання

ланцюгового індексу Ласпейреса. По-друге, базовий період для розрахунку вагової структури повинен бути досить довгим, щоб охопити сезонний цикл. Як правило, такий період становить один рік, у тому числі й для України.

Тому розрахунок альтернативних індексів здійснюється лише з аналітичною метою та не може застосовуватися замість офіційного показника інфляції. Завданням таких розрахунків є відстеження впливу зміни економічних умов на цінові тенденції, інфляційні очікування та сприйняття інфляції.

Основним джерелом для розрахунку вагової структури ІСЦ є національні рахунки. Тому для розрахунку "ковідної" інфляції з урахуванням змін у споживчій поведінці вагова структура для розрахунку ІСЦ була індексована на реальну зміну обсягу кінцевого споживання за цілями. Для цього офіційні ваги для розрахунку ІСЦ за групами перемножуються на річну зміну кінцевого споживання за цілями у реальному вимірі, а потім нормалізуються. Далі скоригований ІСЦ розраховується за звичайною методологією – як середньозважений індекс. Однак такий метод має кілька недоліків: дані щодо споживчих витрат (як і національні рахунки загалом) оприлюднюються із затримкою майже на три місяці; ці дані публікуються один раз на квартал, а тому їх використання для місячних розрахунків може знизити точність оцінок.

Згідно з цим методом, "ковідна" інфляція в березні виявилася дещо нижчою порівняно з офіційною. Натомість у наступні місяці зсув у структурі споживання спричинив перевищення скоригованого індексу над офіційною інфляцією. Послаблення карантинних обмежень сприяло наближенню "ковідної" інфляції до офіційної інфляції у III кварталі 2020 року.

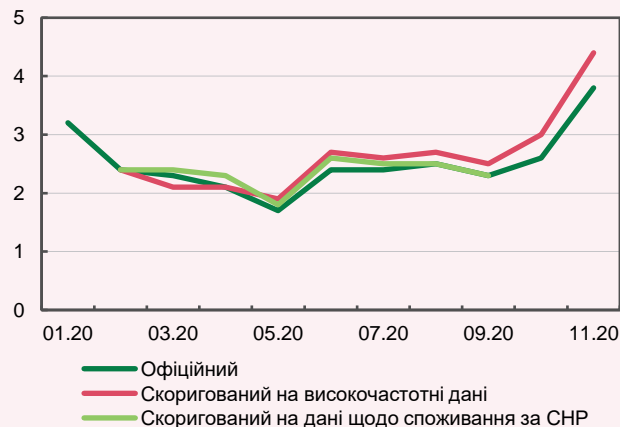
Поліпшити оцінки можуть високочастотні дані щодо споживання. Для цього було використано дані щодо обсягів продажів через касові апарати⁵. Однак така інформація охоплює близько 75% споживчого набору.

⁴ Збільшення витрат громадян на їжу відбувалося практично в усьому світі. Утім, частки витрат на продукти харчування та, наприклад, житлово-комунальні послуги, в різних країнах суттєво відрізняються. Тому в окремих країнах зменшення витрат на ЖКП через падіння цін на енергетичні ресурси переважило збільшення витрат на продукти харчування.

⁵ Дані доступні в розрізі класифікації видів економічної діяльності (КВЕД). Зіставити такі дані з компонентами ІСЦ можна лише на основі загального типу товару. Наприклад, продовольчі магазини можна зіставити з категорією "Продукти харчування та безалкогольні напої", але без розбивки на м'ясні товари, крупи, овочі тощо. Ще однією проблемою таких даних є магазини з широким асортиментом продовольчих та непродовольчих товарів. Однак, урахування високої частки продуктів харчування в таких торгових точках, обсяги їх продажу було віднесено до групи "Продукти харчування та безалкогольні напої". Ще одним недоліком даних із касових апаратів є те, що вони можуть не повністю відображати ступінь зміни споживчих звичок через розширення сфер їх застосування.

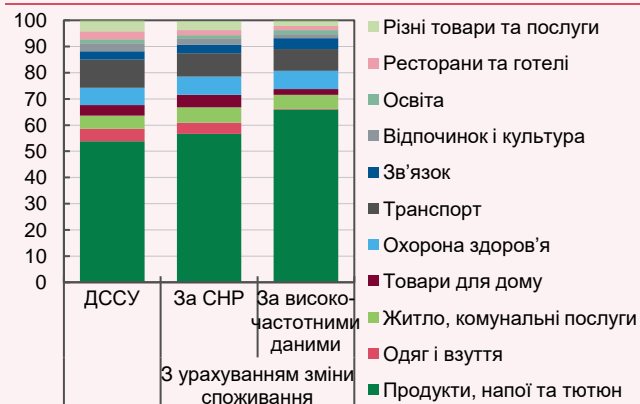
Тому для інших складових було використано інші джерела інформації: дані щодо реєстрації автомобілів, пасажирообороту, сплачених податків, дані Міністерства юстиції щодо роботи нотаріусів тощо. Стосовно деяких послуг, зокрема комунальних, було використано припущення про відсутність впливу пандемії на їх споживання населенням.

Графік 1. Офіційний та скоригований на зміну споживання індекси споживчих цін, % р/р



Джерело: ДПС, Eurocontrol, ДССУ, Міністерство юстиції, НБУ, розрахунки.

Графік 2. Офіційна та скоригована на зміну споживання вагова структура для розрахунку ІСЦ у квітні 2020 року (за динамічними розрахунками), %



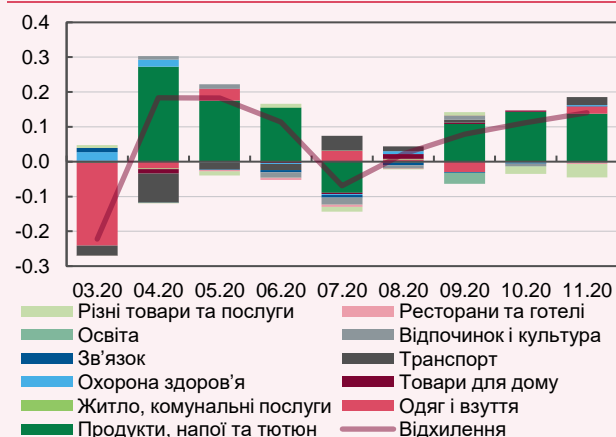
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Отримані відносні зміни були перенесені на вагову структуру ІСЦ. Для розрахунків використано річну зміну, щоб уникнути впливу сезонності. Індексація вагової структури здійснювалася за таким самим принципом, як і в попередньому методі. Проте спочатку зміни споживання були переведені в реальні виміри. На основі нової вагової структури було розраховано місячні зміни цін, а потім – річні.

Перерахована новим методом скоригована інфляція демонструє схожу до попереднього методу динаміку – у

березні вона була нижчою від офіційної, а в наступні місяці перевищувала її. Це відображає зростання витрат на продукти харчування, а також на медичні товари і послуги. Крім того, були меншими фактичні витрати на транспорт, ціни на який знижувалися у квітні-травні. Натомість у III кварталі оцінки за національними рахунками та високочастотними даними дещо розійшлися. Це пояснюється насамперед тим, що високочастотні дані мають детальнішу розбивку, а це робить другий метод чутливішим до структурних змін.

Графік 3. Внески у відхилення перерахованої інфляції за високочастотними даними щодо споживання від офіційної у місячному вимірі, в.п.



Джерело: розрахунки НБУ на основі даних ДПС, Eurocontrol, ДССУ, Міністерства юстиції.

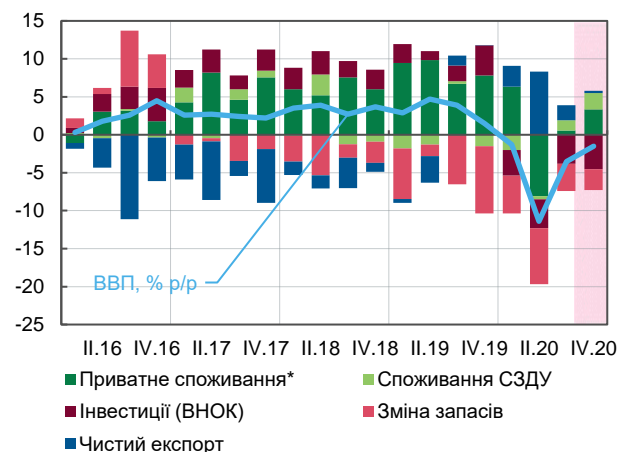
У цілому скоригована інфляція перевищує офіційну лише на 0.2–0.6 в.п. При чому відхилення накопичується з часом. Такі показники загалом відповідають результатам інших країн.

Вимоги до розрахунку офіційних індексів досить жорсткі і стандартизовані, що забезпечує їхню порівнюваність у часі та між країнами. Занадто частий перегляд вагової структури споживчого набору також може викривлювати сприйняття і зменшувати довіру як до статистичних агенцій, так і до державних органів, що керуються показником інфляції. Водночас розрахунок альтернативних показників, таких як "ковідна" інфляція, може надати корисну додаткову інформацію про споживчу поведінку, сприйняття цін, а також виявити приховані інфляційні тенденції. Крім того, результати розрахунків можуть пояснити динаміку інфляційних очікувань ДГ, адже споживачі використовують власний досвід споживання для формування очікувань щодо майбутньої інфляції. У свою чергу, розуміння чинників формування інфляційних очікувань є ключовим для центральних банків, які реалізують політику інфляційного таргетування.

2.2. Попит і випуск

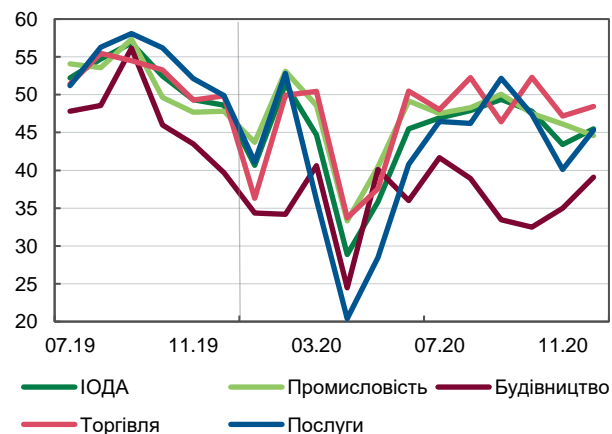
- У другому півріччі 2020 року економіка відновлювалася швидше, ніж очікувалося, завдяки споживанню. Попри погіршення епідемічної ситуації та запровадження карантину вихідного дня в листопаді, оцінку реального ВВП у IV кварталі та за результатами 2020 року загалом поліпшено (відповідно до -1.5% р/р та -4.4% р/р).
- На відміну від попередніх криз, поряд із приватним споживанням, вагомий внесок у відновлення економіки мало державне споживання. Динаміка інвестицій залишалася млявою через вплив епідемічної невизначеності на інвестиційну діяльність підприємств та особливості статистичного обліку в поточному році.

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



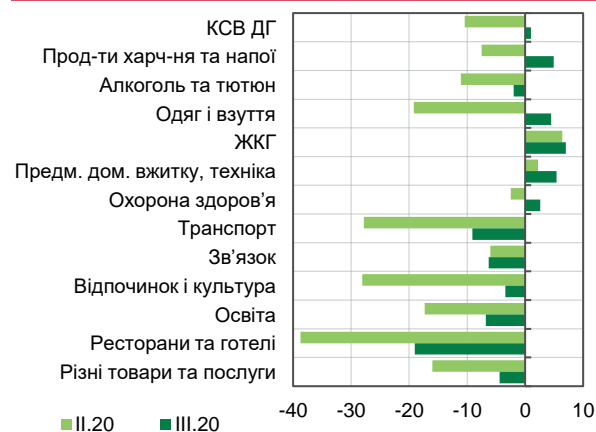
* Вкл. некомерційні організації, що обслуговують домогосподарства. Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.2. Індекс очікувань ділової активності (ІОДА), п.



Рівень індексу вище 50 п. означає позитивні зміни, нижче – негативні. Джерело: НБУ.

Графік 2.2.3. Кінцеві споживчі витрати ДГ за цілями, % р/р



Джерело: ДССУ.

Економіка України швидко відновлювалася після жорсткої фази карантину

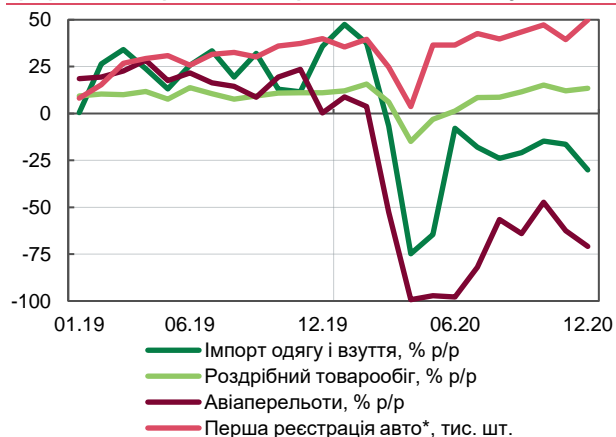
Із травня, після по'мякшення карантинних обмежень, економіка України відновлювалася: падіння ВВП помітно сповільнилося (до -3.5% р/р у III кварталі та, за оцінками НБУ, до -1.5% р/р у IV кварталі). Відновлення відбувалося швидшими темпами, ніж прогнозував НБУ в [Інфляційному звіті за жовтень 2020 року](#). Основним чинником відхилення фактичних показників III кварталі від оцінок було стрімке зростання приватного споживання на тлі збільшення доходів ДГ (детальніше – у розділі "Ринок праці та доходи домогосподарств" на стор. 20). Додатним залишався і внесок чистого експорту на тлі стійкості експорту і різкого звуження імпорту (детальніше – у розділі "Платіжний баланс" на стор. 28). Натомість інвестиційний попит залишався млявим.

Утім, збільшення захворюваності та ужорсточення карантинних заходів стримували відновлення економіки. Це пов'язано передусім із невизначеністю щодо подальшого епідемічного розвитку та можливості нових карантинних обмежень. Так, вплив запровадження карантину "вихідного дня" в листопаді на річний ВВП, за оцінками, становив близько -0.2 в. п. Крім того, наприкінці IV кварталі були оголошені плани уряду щодо запровадження в подальшому жорсткіших умов карантину (з 08 до 24 січня, вплив якого на ВВП I кварталі також оцінено в -0.2 в. п. річного ВВП). Невизначеність позначається на ділових очікуваннях і споживчих настроях. Утім, вплив цих обмежень менший, ніж під час жорсткого локдауну навесні як через меншу жорсткість обмежень, так і завдяки певній адаптації населення та бізнесу до цих умов.

Споживчий попит відновлюється швидко, зокрема попит ДГ на товари та послуги, на які були найбільші обмеження під час карантину

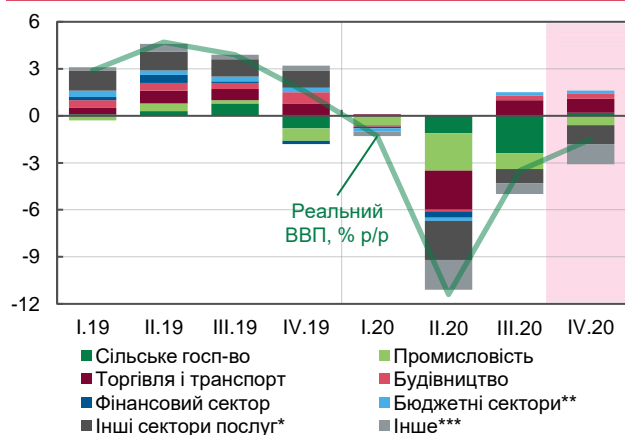
У III кварталі відновилося споживання тих товарів та послуг, на які припали найжорсткіші карантинні обмеження. Насамперед помітно сповільнилося падіння споживання різноманітних послуг (транспорт, освіта, відпочинок, спорт і культура, ресторани та готелі, інше). Утім, збереження окремих обмежень (на кількість відвідувачів у закладах, час їхньої роботи, на закордонні подорожі) залишалося стримуючим чинником, як і самообмеження в споживанні з епідемічних міркувань. Збільшення захворюваності, у свою чергу, зумовило зростання споживання у сфері охорони здоров'я.

Графік 2.2.4. Окремі індикатори споживчого попиту ДГ



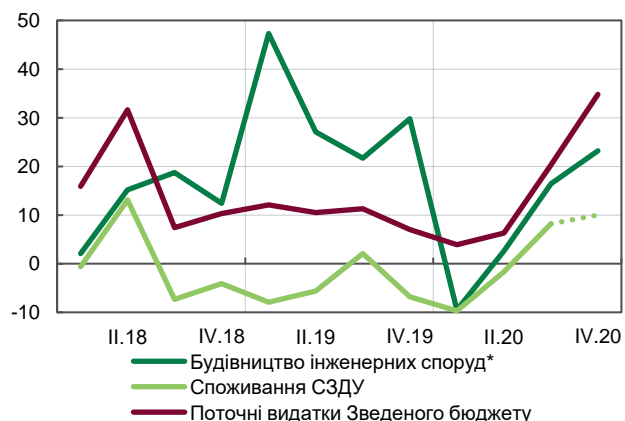
* Нові та вживані, без урахування розмитнення авто на іноземній реєстрації, ввезених із порушенням митного режиму.
Джерело: ДССУ, ДМС, Укравтопром, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.5. Внески ВДВ окремих видів діяльності в річну зміну реального ВВП, в. п.



* Інші сектори послуг включають такі види діяльності: тимчасове розміщення й організація харчування; інформація і телекомунікації; операції з нерухомим майном; професійна, наукова і технічна діяльність; діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування; мистецтво, спорт, розваги та відпочинок; надання інших видів послуг; ** Бюджетні сектори включають держуправління та оборону, освіту, охорону здоров'я; *** Інше включає податки на продукти; субсидії на продукти.
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.6. КСВ СЗДУ, поточні видатки Зведеного бюджету та будівництво інженерних споруд, % р/р



* У середньому за квартал. IV квартал 2020 року – за жовтень та листопад

⁶ Згідно з опитуваннями, проведеними після послаблення жорстких локдаунів у низці країн (CEPR #59, 2020), відповідь "не буду сумувати за цим" була другою найуживанішою серед причин меншого обсягу споживання окремих послуг (відвідування ресторанів та кафе, відвідування перукарень та салонів краси) навіть після карантину.

⁷ У 2020 році були майже вдвічі вищими, ніж за підсумками 2019 року.

У IV кварталі тривало зростання споживання ДГ. Про це свідчили високі темпи зростання роздрібною торгівлі, стрімке нарощування купівлі автомобілів (як нових, так і з пробігом), побутової техніки та електроніки. Зростання приватного споживання підтримувалося подальшим підвищенням зарплат, а також програмами соціальної підтримки населення та бізнесів. Зміна споживчої поведінки також мала внесок – через обмеження закордонних подорожей значна частина споживачів переорієнтувалася на внутрішній ринок; розширення можливостей працювати та навчатися віддалено (детальніше – у вставці З "Зміни на ринку праці унаслідок пандемії" на стор. 22) зумовлювало збільшення споживання товарів домашнього вжитку та ІТ-сектору, проте стримувало нарощування споживання одягу та взуття. Такі зміни в поведінці споживачів відповідали й міжнародному досвіду – споживання окремих товарів (передусім одягу та взуття) та послуг (подорожі, відпочинок, розваги) скоротилося через побоювання захворіти, бажання більше заощадити, усвідомлення, що "від деяких товарів/послуг можна відмовитися"⁶.

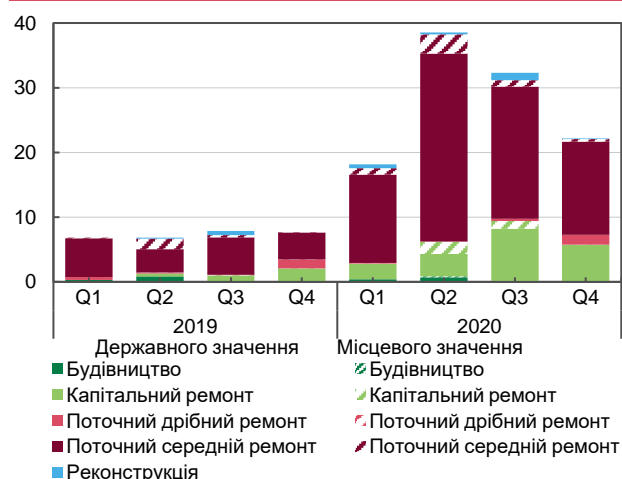
Нарощування споживання, у свою чергу, підтримувало відповідні сектори: торгівлю і транспорт, тимчасове розміщення та організацію харчування (готелі, ресторани), мистецтво, спорт і розваги, операції з нерухомим майном, ІТ-галузь.

Особливістю поточної кризи є вагомий внесок державного сектору у відновлення економіки

Спрямування значних коштів бюджету на дорожню інфраструктуру та охорону здоров'я відбувалося переважно через нарощування поточних витрат бюджету. Це, у свою чергу, зумовило стрімке зростання споживання СЗДУ у III кварталі, яке триватиме і в IV кварталі. У результаті показники секторів із переважно бюджетним фінансуванням поліпшилися: ВДВ зростала у державному управлінні та обороні, охороні здоров'я, а в освіті – сповільнилося її падіння.

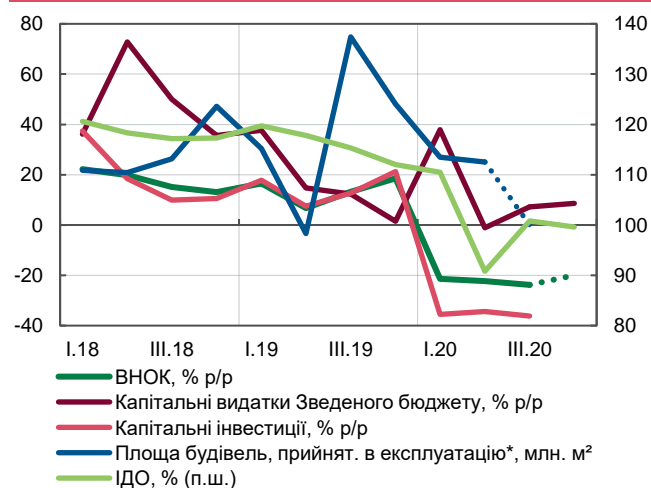
У 2020 році видатки бюджету на дорожнє господарство стали пріоритетними і стрімко зросли⁷. Аналіз на основі тендерної документації свідчить, що для лівової частки доріг передбачено поточний дрібний та середній ремонт, тож зростання цих видатків відображалось значною мірою як приріст державного споживання, а не валового нагромадження основного капіталу. Збільшення видатків бюджету на інфраструктурні проекти позначилося на зростанні будівництва, а саме на обсягах будівництва інженерних споруд (включають зокрема транспортну інфраструктуру: залізниці, дороги, злітно-посадкові смуги, мости, естакади, трубопроводи та комунікації, дамби). Проте для виконання будівельних робіт галузь споживає продукцію й інших видів діяльності (добувної промисловості, гумової, пластмасової та іншої неметалевої продукції, користується послугами

Графік 2.2.7. Загальна вартість тендерів на дорожні роботи*, млрд грн



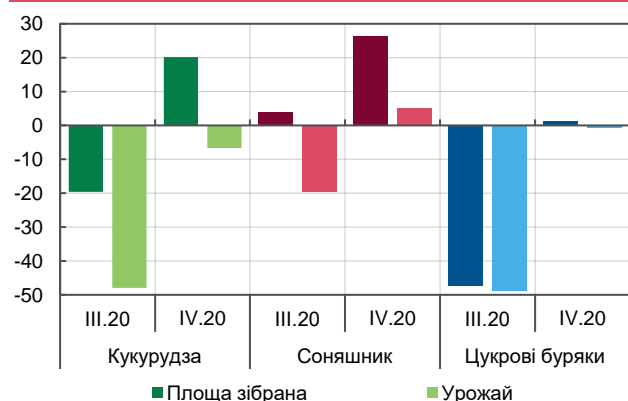
* Крім мостів, розв'язок, обходів і шляхопроводів.
Джерело: Prozorro, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.8. Окремі індикатори інвестиційного попиту



* Включає житлові та нежитлові споруди, чистий показник за квартал.
Джерело: ДССУ, ДКСУ, НБУ.

Графік 2.2.9. Зібрані площі та врожай окремих пізніх культур, % р/р



Джерело: ДССУ, agro.me.gov.ua, розрахунки НБУ.

⁸ У структурі випуску будівництва проміжне споживання (тобто споживання продукції інших видів діяльності) перевищує 80%.

⁹ Оцінки ґрунтувалися на основі двох методів. Перший – розрахунок мультиплікатора випуску та ефекту на ВДВ (GVA effect) від збільшення кінцевого попиту внаслідок більших витрат на дорожнє господарство на основі таблиць "витрати – випуск". Другий – на основі структурної VAR-моделі з чотирма лагами. Згідно з першим методом мультиплікатор випуску будівництва оцінено у 3.5, тоді як ефект на ВДВ – 0.96. За другим методом відгук реального ВВП на шок витратків є додатним і набуває свого піку у другому кварталі після моменту виникнення шоку. Максимальна еластичність реального ВВП є невисокою (0.03% у відповідь на 1-відсотковий шок витратків), однак статистично значущою і може призвести до значних ефектів на ВВП за великих розмірів шоків. За обома методами вплив на ВВП у 2020 році від збільшення бюджетних витрат на дорожню інфраструктуру оцінено в 1.4–1.5 в.п.

¹⁰ Чистий прибуток зріс до 93.3 млрд грн за 9 місяців 2020 року за рахунок зменшення частки збиткових підприємств до 34.8%.

вантажного транспорту⁸). Вплив збільшення у 2020 році державних витрат на дорожню інфраструктуру у ВВП (з урахуванням непрямих ефектів впливу на інші види діяльності) оцінено в 1.4–1.5 в. п⁹.

Інвестиційний попит залишався млявим через епідемічну невизначеність, хоча на динаміку інвестицій вплинули й особливості статистики

Падіння ВНОК у III кварталі поглибилося до 23.8% р/р. За оцінками, у IV кварталі падіння дещо сповільнилося. Крім поширення захворюваності і невизначеності із розвитком пандемії, що відобразилося в слабких ділових очікуваннях підприємств, негативний вплив на інвестиції також мала невіршеність окремих питань в альтернативній енергетиці. Як наслідок у III кварталі тривало широкомасштабне падіння інвестицій майже за всіма видами діяльності, попри поліпшення фінансових результатів підприємств¹⁰. Значне зростання капітальних інвестицій продемонстрували лише поштова та кур'єрська діяльність завдяки розвитку служб доставки та онлайн-торгівлі. Додатковим чинником спаду інвестицій у III кварталі стала відсутність інформації щодо введення в експлуатацію житлових та нежитлових будівель, пов'язана із реформуванням дозвільної системи в будівельній сфері та затримками в запровадженні електронної системи статистики будівництва.

У IV кварталі 2020 року через надолуження темпів збирання врожаю показники сільського господарства поліпшилися

Незважаючи на надолуження темпів збирання врожаю пізніх і технічних культур у IV кварталі, загалом за 2019/2020 МР урожай виявився помітно нижчим від минулорічного через нижчу врожайність на тлі складних погодних умов. Слабкими залишалися і показники тваринництва. Утім, пришвидшилося відновлення промисловості на тлі нижчої бази порівняння наприкінці попереднього року, сприятливої зовнішньої кон'юнктури, прискорення зростання витратків бюджету і холоднішої погоди, ніж торік. Це підтримало металургію та добування металевих руд, машинобудування та енергетику.

Нижчий урожай зернових та олійних культур стримував експорт продовольчих товарів. Проте й падіння імпорту, незважаючи на пожвавлення споживчого імпорту, залишалося відчутним, зокрема через усе ще слабку інвестиційну активність та значні накопичені запаси енергоносіїв (детальніше – у розділі "Платіжний баланс" на стор. 28). Як наслідок внесок чистого експорту в зміну ВВП оцінюється як близький до нуля.

Вставка 2. Теплова карта економічної активності України

Теплова карта є популярним методом візуалізації динаміки набору різноманітних економічних показників на одному графіку. Завдяки цьому стає можливим візуально визначити агрегований напрям руху трендів в економіці. Крім того, теплова карта використовується для наукасту зміни реального ВВП. Теплова карта економічної активності України загалом відповідає тенденціям розвитку економіки та підтверджує оцінки про швидке відновлення економіки у III та IV кварталах 2020 року.

Теплова карта (англ. *heatmap*) — це графічне представлення набору даних, за якого значення окремих показників представлено у вигляді кольорів¹¹. Колір сигналізує про напрям зміни показника, а інтенсивність кольору – про силу впливу.

Побудова теплових карт для економічних показників набуває все більшої популярності в різних країнах. Так, за допомогою теплових карт відстежують економічні цикли (наприклад, для [Латвії](#) та [Естонії](#), [США](#)), [економічну активність](#), [інфляційний тиск](#) тощо. [Банк Туреччини](#) розробив теплову карту економічної активності, що базується на 85 показниках та наявно візуалізує і пояснює тенденції і напрям змін економічної активності. Додатково ці самі показники використовуються для наукасту ВВП та його компонент [за допомогою Bridge-рівнянь](#).

За схожим підходом побудовано і теплову карту економічної активності України. Для цього обрано показники економічної активності, які відображають структуру ВВП України, з максимально доступною деталізацією. Наприклад, замість індексу промислового виробництва до розрахунку включено реалізацію промислових товарів за видами промисловості. Це дає змогу більш точно відображати економічні тенденції, оскільки окремі галузі промисловості можуть демонструвати протилежні результати внаслідок дії різноманітних чинників, а їх агрегація призведе до їх взаємокомпенсації та нівелювання.

Як кольорові індикатори теплової карти для економічної активності України використано стандартизовані оцінки (z-оцінка, англ. *z-score*) річних змін реальних показників діяльності. Z-оцінка – це статистичний показник, який використовується для порівняння значень різної розмірності або шкалової зміни. Завдяки цьому вплив занадто волатильних компонент зменшується. Такий підхід є загальноприйнятим для побудови подібних теплових карт. Річні зміни обрано з метою виключення впливу сезонних коливань на індикатори.

Усі показники, обрані для теплової карти публікуються раніше, ніж виходять дані щодо ВВП. Завдяки цьому зберігається прогнозна здатність цього підходу. Оскільки багато секторів економіки не охоплюються високочастотною офіційною статистикою, то теплову карту доповнено показниками, що опосередковано

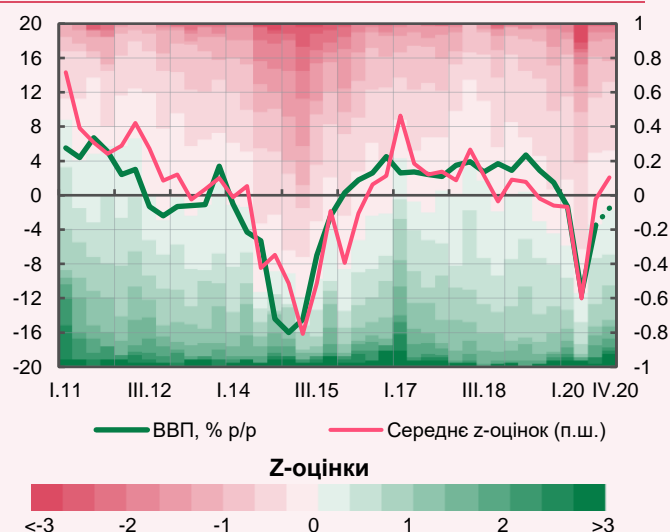
покривають цей розрив (наприклад, індекс споживчих настроїв, перша реєстрація авто, показники бюджету). Усі показники розраховані в реальному вираженні¹². Теплова карта побудована у квартальному вимірі для зіставлення з динамікою ВВП. Більшість показників охоплюють період з 2011 року, хоча значна частина даних доступна з пізнішого періоду.

Таблиця 1. Показники, використані для побудови теплової карти

Галузь/показник	Кількість
Промисловість	33
Рослинництво, тваринництво	27
Будівництво	3
Операції з нерухомістю та землею	2
Пасажирооборот, вантажооборот	2
Комунальні послуги	1
Оборот роздрібно/оптової торгівлі	2
Перша реєстрація авто	1
Кредити ДГ та НФК	8
Платежі	1
Доходи/витрати депозитних корпорацій	4
Експорт/Імпорт	4
Надходження бюджету	10
Видатки бюджету	17
Кількість фізичних осіб-підприємців	3
Індекс споживчих настроїв населення	1
Усього	119

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ, ДПС, Укравтопром, Info Sapiens, Opendatabot, Міністерство юстиції.

Графік 1. Теплова карта економічної активності України



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Кольори на тепловій карті надають інформацію про те, чи перебуває економічна діяльність у фазі скорочення

¹¹ Як правило, на теплових картах економічної діяльності стовпці вказують період часу, тоді як рядки – окремі елементи або показники. Кольором же позначається певний числовий індикатор.

¹² Відповідно показники, доступні в номінальному вираженні, продефльовані на відповідні індекси цін, серед яких ІСЦ, ІЦВ та їх компоненти, курс гривні до іноземних валют, ЕСPI та UAWCPI.

(червоний) або зростання (зелений), насиченість кольорів позначає ступінь такої події, а розмір клітинок – частку показників із відповідним значення z-оцінок.

Унаслідок різних дат публікації даних зовнішній вигляд теплової карти може суттєво змінюватися залежно від часу її побудови. Очікувано, що чим більше набір даних, тим точнішою є візуалізація. Кореляція між реальною зміною ВВП та середньою z-оцінок у день закінчення кварталу перевищує 70%, а за наявності повного набору даних зростає до 80%¹³.

Загалом дані теплової карти візуально відповідають тенденціям розвитку економіки. У періоди, коли економічна діяльність слабшала, частка від'ємних (червоних) z-оцінок на тепловій карті значно зростала. Це відобразилося і в показниках зміни реального ВВП. Натомість збільшення частки додатних (зелених) z-оцінок

свідчить про поліпшення показників реального ВВП. Так, динаміка ВВП чітко наслідуює збільшення частки червоних секторів під час кризи 2014 року. Подальше збільшення зеленого кольору на тепловій карті супроводжувалося відновленням економіки.

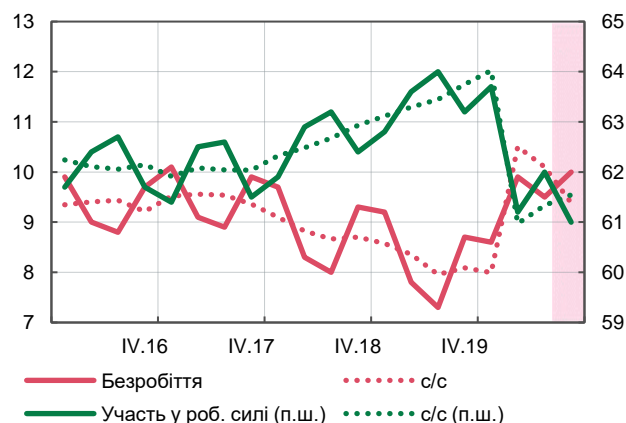
Спад економічної активності у II кварталі 2020 року внаслідок повномасштабних карантинних обмежень та розгортання кризових явищ, скорочення обсягів зовнішньої торгівлі (передусім імпорту), а також пізніший початок збору врожаю відобразився не тільки в збільшенні частки червоних кольорів, а й у їх насиченості. А середнє значення z-оцінок було близьким до темпів падіння реального ВВП. Натомість у III та IV кварталах 2020 року економіка відновлювалася досить стрімкими темпами. Результати на підставі теплової карти були використані для оцінки реального ВВП у IV кварталі.

¹³ Більшість даних за останній місяць кварталу виходять уже в першому місяці наступного кварталу, проте окремі дані, наприклад, по будівництву – у перших числах другого місяця кварталу наступного за звітним.

2.3. Ринок робочої сили та доходи домогосподарств

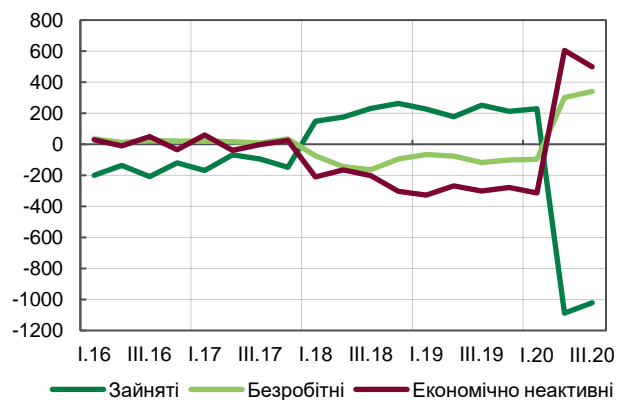
- Ситуація на ринку праці поліпшувалася, однак повільніше, ніж відновлення економіки. Рівень безробіття знижується (з урахуванням сезонних коливань), проте залишається на максимальних рівнях з 2014 року. Бізнес обережно ставиться до найму працівників, а люди – до пошуку роботи через негативні очікування щодо нових хвиль пандемії та пов'язаних з ними обмежень.
- Зростання доходів населення відновилося як під впливом прискорення зростання заробітних плат, особливо значними темпами в охороні здоров'я через доплати медикам, так і завдяки соціальній підтримці уряду і відновленню роботи сектору послуг, де зосереджена значна частка підприємців.

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



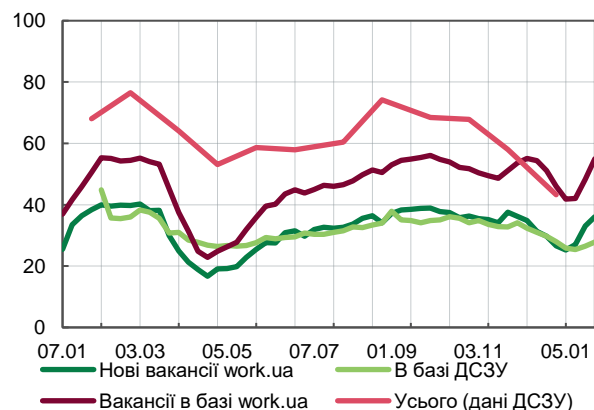
* У % до робочої сили віком 15–70 років.
 ** У % до всього населення віком 15–70 років.
 Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.2. Зміна кількості безробітного, зайнятого та економічно неактивного населення, тис. осіб р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ.

Рівень безробіття знижується, але залишається високим через повернення до пошуку роботи економічно неактивного населення

Пом'якшення карантинних обмежень з травня та сезонне зростання зайнятості (зокрема в сільському господарстві, туристичній галузі та будівництві) призвели до зниження рівня безробіття у III кварталі 2020 року – до 9.5% (9.9% у II кварталі). Рівень безробіття в сезонно скоригованому вимірі теж скоротився (до 10.1% порівняно з 10.5% у II кварталі), проте залишався високим (максимальним з 2014 року). Це свідчить, що, попри швидке відновлення економіки, ринок праці залишається слабким.

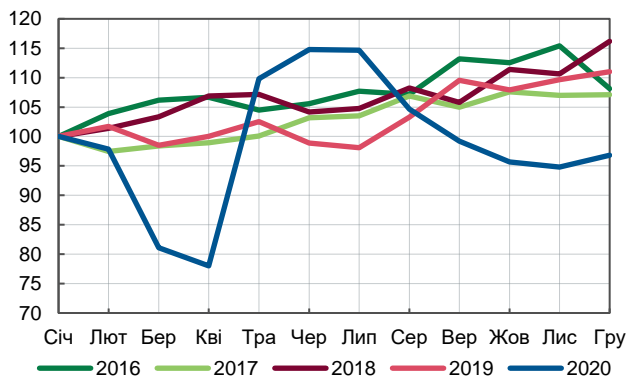
Кількість зайнятих у III кварталі 2020 року зросла у сезонно скоригованому вимірі порівняно з II кварталом. Зокрема, відновлення регулярного транспортного сполучення підтримало пошук роботи мешканцями сільської місцевості, що зумовило стримане зростання зайнятості в сільській місцевості, звідки значна кількість людей їздила працювати у міста.

Утім, цього року внаслідок кризи, передусім суттєвого спаду в секторі послуг, та гіршої ситуації в сільському господарстві та житловому будівництві приріст зайнятих в цілому по економіці виявився недостатнім для компенсації кількості осіб, що повернулися в робочу силу. Як наслідок, кількість безробітних й надалі зростала в річному вимірі, а рівень безробіття залишався високим. Зокрема підвищився рівень безробіття молоді (15–24 роки), що частково пов'язане із закінченням освіти і виходом випускників на ринок робочої сили. Вірогідно, що менша частка випускників працевлаштувалася цього року, ніж у попередні роки, унаслідок зменшення кількості вакансій під час кризи.

Ураховуючи збільшення захворюваності восени та нові карантинні обмеження, у IV кварталі рівень безробіття оцінено НБУ у 10% (9.4% с/с). Високочастотні індикатори свідчать, що попит на робочу силу низився наприкінці року, частково внаслідок сезонності, частково внаслідок обережного ставлення фірм до найму нових працівників в очікуванні оголошених урядом планів щодо ужорсточення карантину. [За опитуваннями підприємств](#), у другому півріччі 2020 року переважна більшість підприємств у всіх видах діяльності (окрім торгівлі) очікувала скорочення кількості персоналу в наступні 12 місяців.

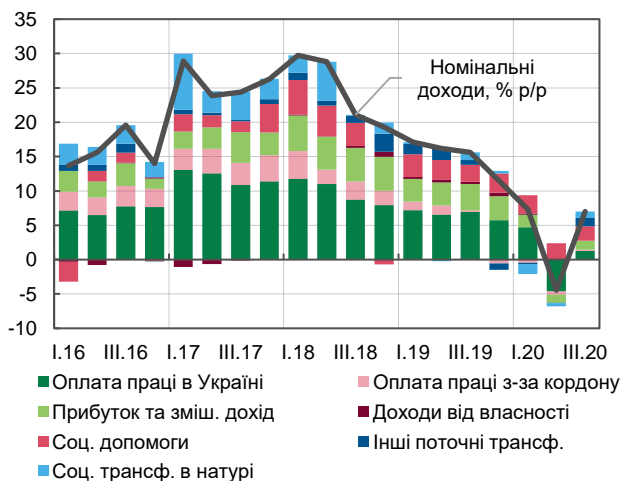
Проте знизилася й пропозиція робочої сили. Так, хоча повернення економічно неактивного населення до робочої сили спостерігалось в III кварталі, цей процес був стриманим – кількість осіб поза робочою силою була на

Графік 2.3.4. Пошук роботи (індекс, січень кожного року = 100), с/с*



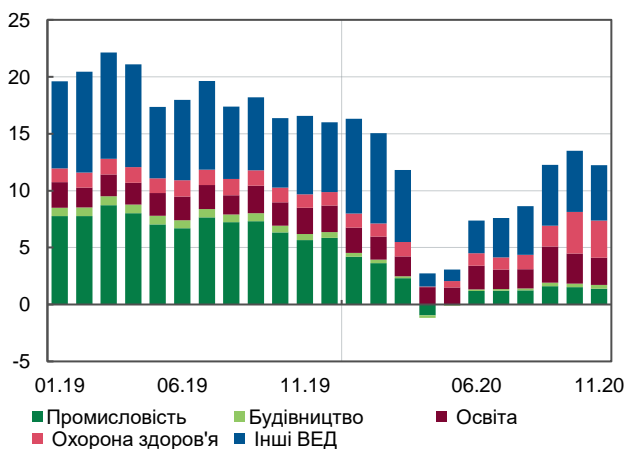
* Включає с/с запити про пошук роботи українською та російською мовами
Джерело: ДССУ, work.ua, Google Trends, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.6. Внески ВЕД у річну зміну зарплат, в.п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

0.5 млн більшою, ніж торік. Негативні очікування щодо нових хвиль пандемії та пов'язаних з ними карантинних обмежень могли стати демотивуючим чинником для пошуку роботи частиною населення, особливо в категорії осіб від 40 до 60 років. Подібна ситуація не унікальна для України: зокрема у Польщі теж зросла і лишається високою кількість економічно неактивного населення працездатного віку. Надалі відновлення зайнятості залежатиме від зменшення невизначеності, пов'язаної з карантинном.

У III кварталі 2020 року очікувано відновилося зростання доходів населення. Основні компоненти доходів зростали й в IV кварталі

У III кварталі доходи домогосподарств зросли як у реальному наявному (3.2% р/р), так і номінальному (7% р/р) вимірах. Основним драйвером номінального зростання доходів була заробітна плата. Після призупинки у квітні-травні, в подальшому зростання номінальних зарплат у річному вимірі відновилося практично в усіх секторах, за винятком ресторанно-готельного бізнесу. Перегляд зарплат медиків та освітян зумовив вагомий внесок у зростання зарплат у другому півріччі 2020 року, однак високі темпи зростання зарплат спостерігалися і в решті видів економічної діяльності.

Вагомий внесок у зростання доходів мали соціальні допомоги та трансферти, а також прибуток та змішаний дохід. Останнє свідчить про поліпшення фінансового стану підприємців після зняття карантинних обмежень. Соціальні допомоги зростали через індексацію пенсій, перегляд мінімальної зарплати і прив'язаних до неї платежів, а також державні програми з підтримки пенсіонерів та підприємців. Вплив цих факторів тривав і протягом IV кварталу. Відкриття кордонів та високий попит на трудові ресурси в країнах-сусідах забезпечили стійкість надходжень від трудових мігрантів. Більш того, у III кварталі обсяг їх знаходжень збільшився в річному вимірі.

Восени ужорсточення карантинних заходів у відповідь на збільшення захворюваності було не таким суттєвим, як навесні. Крім того, бізнес частково адаптувався до карантинних обмежень, що, разом із розширенням урядової підтримки, дало змогу підтримати зростання доходів населення в IV кварталі.

Так, для підтримки населення під час кризи, спричиненої пандемією COVID-19, на початку грудня [ухвалено низку законів](#). Зокрема, одноразову допомогу до 8 тис. грн від держави отримують працівники (у т.ч. ФОП), які втратили частину доходів через локдаун. До кінця року її [отримали 355 тис. осіб](#). Також ухвалено низку тимчасових податкових пільг і списання незначних боргів для ФОП. Ці заходи мають збільшити вагу соціальної допомоги в доходах населення в IV кварталі

Вставка 3. Зміни на ринку праці унаслідок пандемії

Формат віддаленої роботи набував популярності задовго до пандемії, проте не був настільки актуальним. Під час локдаунів значна частина працівників у розвинених країнах почала працювати з дому. Утім, навіть у цих економіках більше половини робочих місць були непридатними до віддаленого обслуговування. Крім того, постало питання ефективності такої роботи. З одного боку, дистанційна робота забезпечує гнучкіший графік і зменшення транспортних витрат (а, отже, й викидів та забруднення атмосфери). З іншого боку, брак самоорганізації, витрати на облаштування робочого місця вдома, відсутність "живого" спілкування можуть знижувати продуктивність праці. Оптимальним форматом можуть бути так звані гібридні роботи, де працівник лише частину часу працює віддалено.

До пандемії COVID-19 у світі, особливо в розвинених країнах, відбувалося поступове зростання частки тих, хто працював віддалено. Так, згідно з US Census з 2000 до 2019 року кількість американців, що обрали такий спосіб роботи зростає з 3.3% до 5.7% від робочої сили. Низка досліджень вказувала на переваги віддаленої роботи як з точки зору [підвищення продуктивності](#), так і [зменшення витрат](#).

Так, [дослідження на підставі роботи колцентру](#) туристичної компанії показало приріст кількості успішних дзвінків (тобто таких, що завершилися замовленням послуг) на 13.5% співробітниками що почали працювати з дому, тобто практично додатковий робочий день на тиждень. З цього зростання 2/3 було отримано за рахунок збільшення кількості відпрацьованих хвилин (менше перерв і лікарняних), 1/3 – збільшення кількості дзвінків за хвилину (імовірно через спокійніше робоче середовище). Хоча початковою метою було не збільшення продуктивності, а зменшення витрат на облаштування офісу (цей ефект також мав місце).

Наявні дослідження за підсумками 2020 року [піднімають питання можливих складнощів роботи з дому](#), починаючи від коректної виплати допомоги по безробіттю до безпеки та якості робочого місця поза офісом. Дані по Італії свідчать про тенденцію до підвищення зарплат унаслідок більш продуктивної роботи з дому. Проте переваги розподілені нерівномірно - насамперед їх отримують чоловіки, особи старшого віку, з вищою освітою та високооплачуваною роботою. Тобто, поширення практики віддаленої роботи може призвести до зростання нерівності в суспільстві.

На [думку інших дослідників](#), варто ставити питання, не де працювати ефективніше – вдома чи в офісі, а який розподіл роботи між двома чи більше місцями є прийнятнішим для усіх сторін – як працівників, так і працедавців. Карантинні обмеження в різних країнах суттєво підвищили кількість працюючих віддалено, принаймні тимчасово. На піку першої хвилі пандемії, в США 51% опитаних Gallup зазначили, що вони працюють з дому. Станом на вересень показник низився до [33%](#), однак залишається значно вищим докризового рівня. Інші країни, за якими наявна статистика, теж мали сплеск кількості тих, хто працює вдома.

Графік 1. Оцінка робочого часу, який може бути переорієнтований на віддалену роботу за секторами в США, %



Джерело: [McKinsey Global Institute](#).

Попри такі зміни сучасна економіка все ще потребує значної кількості людей, що працюють на робочому місці. Зокрема, [дослідження McKinsey Global Institute](#) засвідчило, що в усіх досліджених економіках¹⁴ принаймні половину робочих місць наразі не можна замінити повною або частковою віддаленою роботою. Частина робіт потребує спеціалізованого обладнання, від верстатів до рентген-кабінетів. Інші роботи потребують безпосереднього контакту або мають бути виконані у чітко зазначеному місці (наприклад, охорона кордону).

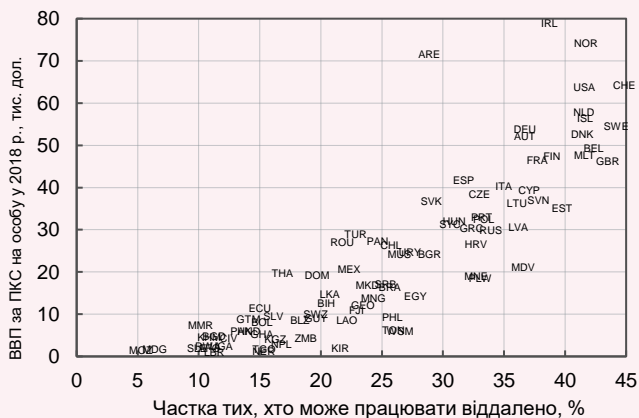
Можливості для віддаленої роботи сконцентровані у кількох видах економічної діяльності, де залучені працівники зі значними навичками та рівнем освіти, наприклад в ІТ. Більша вага сільського господарства і промисловості в країнах, ринки яких розвиваються (де сектор послуг є меншим ніж у розвинених економіках), так само як і менш освічена робоча сила означає, що можливостей для віддаленої роботи в цих країнах набагато менше.

Також є низка робіт, які можливо виконувати дистанційно, проте традиційно ефективнішим вважається їхнє виконання у спеціалізованому місці. Наприклад, медогляд пацієнтів та прийом у лікаря ще з [1950-х років в окремих регіонах Австралії](#) проводився за допомогою радіо через значну розпорошеність поселень. В інших розвинених країнах така технічна можливість була, проте не вважалася доцільною. Під час пандемії COVID-19 в Україні сімейні лікарі також надавали консультації за

¹⁴ Китай, Франція, Німеччина, Індія, Японія, Мексика, Іспанія, Великобританія та США.

телефоном або через мережу інтернет, було навіть створено [центр таких консультацій](#), що не лише прискорювало обмін інформацією, але й зменшувало ризики інфікування. Така практика консультування, вірогідно, збережеться й надалі.

Графік 2. Залежність між часткою людей, які можуть працювати з дому і ВВП країни за ПКС



Джерело: Dingel and Neiman [How Many Jobs Can be Done at Home?](#)

Згідно з дослідженням [Наслідки епідемії COVID-19 та карантинних заходів для провідних секторів економіки України](#), ситуація з віддаленим працевлаштуванням в Україні була подібною до інших країн. Галузі сектору послуг, такі як ІТ або фінансові установи, порівняно швидко змогли перевести на дистанційну роботу частину співробітників. Натомість транспорт або сільське господарство не мали змоги цього зробити через особливості технологічних процесів, а кур'єрські служби доставки під час карантину навіть наростили кількість працівників, які не можуть працювати віддалено.

[Дослідники КШЕ на основі опитування визначили](#),¹⁵ що у квітні 2020 року 40.4% респондентів працювали вдома неповний або повний робочий день, а 24.8% не працювали, бо не мали роботи або взяли оплачувану чи неоплачену відпустку. Більшу ймовірність працювати віддалено мали респонденти у сфері освіти та досліджень. Освіта та висока позиція в управлінській ієрархії збільшують ймовірність того, що людина працювала вдома.

[Dingel and Neiman \(2020\)](#) з'ясували, що теоретичний максимум тих, хто може працювати віддалено, для економік з високими доходами становить 38%, для країн з низькими доходами – лише 13%. Деякі [дослідження](#) використовують ці дані як основу для більш точних оцінок, наприклад, із врахуванням доступу до інтернету (важливого для більшості віддалених робіт). У переліку досліджених країн немає України, проте, якщо припустити лінійну залежність між часткою людей, що можуть працювати з дому, і ВВП країни за ПКС (див. графік 2), то в Україні ця частка становитиме близько 20%.

[Звіт світового економічного форуму Майбутнє Роботи 2020](#) розділяє працівників під час та після пандемії на три основні категорії:

- "Незамінні працівники", які мають продовжувати працювати на своїх робочих місцях. Це зокрема кур'єри, доглядачі та медичні працівники, працівники харчових магазинів, сільського господарства та виробники медичних товарів;
- "віддалені працівники", які можуть працювати віддалено і, ймовірно, зберегли свою роботу під час пандемії. Це, зокрема, деякі ІТ спеціалісти, працівники фінансового сектору;
- "надлишкові працівники", які втратили роботу під час пандемії та потенційно в майбутньому, і які передусім працювали в секторах, які найбільше постраждали від пандемії – ресторанно-готельний бізнес, роздрібна торгівля, сфера послуг, а також подорожі та туризм.

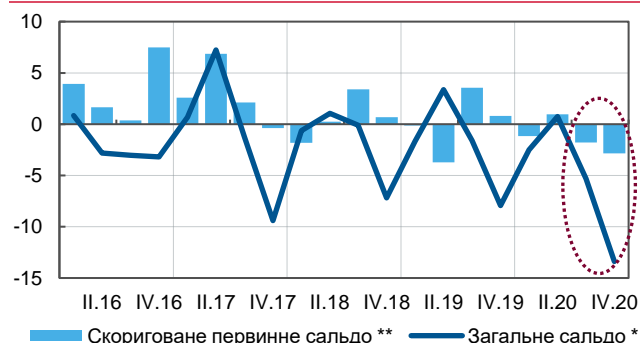
[Наявний тренд на роботизацію](#) також суттєво вплине на майбутнє ринку праці. З одного боку, роботизація може призвести до скорочення [85 млн робочих місць у світі](#). Наприклад, очікується, що вантажні автоперевезення будуть здійснюватися безпілотними вантажівками, що лише в США означатиме [звільнення 1.8 млн водіїв](#). Низькооплачувана [робота на шалтварях приготування бургерів теж може бути роботизована](#). Утім, за оцінками [МВФ, роботизація також призведе до створення 97 млн нових робочих місць у 2020–2025 роках](#). Збільшиться попит на спеціалістів у сфері зеленої енергетики, штучного інтелекту, захисту інформації тощо. Цей процес торкнеться не лише розвинених економік, а й таких країн, як Україна. Тому дуже важливим є вже зараз здобуття навичок, на які буде попит на ринку праці в наступні роки.

¹⁵ Опитування зроблено через додаток на телефоні і тому недооцінює ситуацію у малих містах і сільській місцевості.

2.4. Фіскальний сектор

- Фіскальна політика наприкінці року суттєво пом'якшилася за рахунок надолуження видатків (як за пріоритетними, так і іншими напрямками), що підтримало економічне відновлення.
- Податкові надходження прискорили зростання завдяки економічним факторам (передусім швидкому відновленню внутрішнього попиту) та адміністративним чинникам (поліпшенню адміністрування низки податків та розрахунків окремих державних підприємств з бюджетом).
- У IV кварталі здійснені рекордні залучення на внутрішньому ринку. Разом із зовнішнім фінансуванням це дало змогу профінансувати не лише поточні потреби уряду, а й накопичити значні кошти для підтримки економіки та фінансування видатків на початку 2021 року. З іншого боку, це зумовило зростання державного боргу до ВВП.

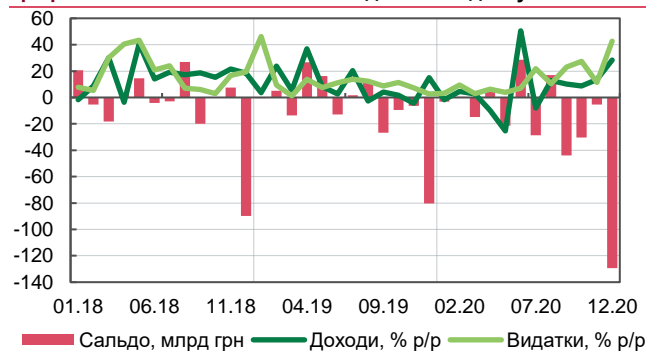
Графік 2.4.1. Сальдо СЗДУ за різними вимірами, % від ВВП та % від потенційного ВВП



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

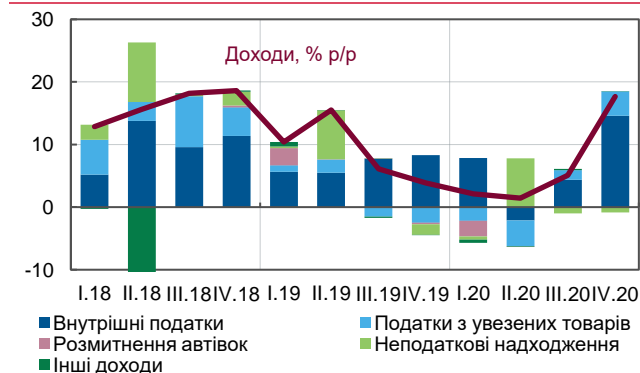
** Циклічно скориговане первинне сальдо (% від потенційного ВВП) – різниця між сезонно скоригованими доходами, у структурі яких податкові надходження коригуються на циклічні зміни ВВП, та сезонно скоригованими первинними видатками. З доходів вираховано одноразові надходження: кошти від спецфондсації, 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 суттєво пом'якшилася, особливо наприкінці року під впливом значних залучень

У IV кварталі дефіцит зведеного бюджету сягнув майже 165 млрд грн, а від'ємне циклічно скориговане первинне сальдо розширилося (це свідчить про м'який характер політики). М'якість фіскальної політики проявилася у суттєвому нарощенні видатків як за пріоритетними напрямками, так і надолуженні інших видатків головним чином наприкінці року. Це підтримало внутрішній попит та ринок праці. Масштабне нарощення видатків стало можливим насамперед завдяки значним залученням. Податкові послаблення¹⁶ для мікро- та малого бізнесу, запроваджені наприкінці 2020 року і частково реалізовані в грудні, також підтримали активність та фінансовий стан частини підприємців.

Хоча дефіцит зведеного бюджету в 2020 році був менший, ніж очкувалося, його обсяг все одно був значний – майже 224 млрд грн (5.5% ВВП). Тимчасове розширення фіскального дефіциту в кризовий період для підтримки економіки було обґрунтованим, що стало можливим завдяки певному фіскальному простору, досягнутому в попередні роки.

Податкові надходження прискорили зростання завдяки економічним та адміністративним факторам

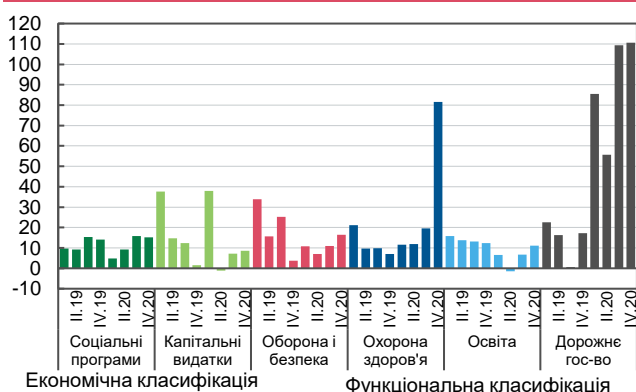
Швидке відновлення економічної діяльності та споживчого попиту сприяли зростанню податкових надходжень. Попри кризовий рік, доходи державного бюджету були перевиконані (на 2.2%¹⁷), передусім за рахунок внутрішніх податків, які перевищили план на майже 48 млрд грн або 12.4%¹⁷.

Збільшення доходів населення, у тому числі, за рахунок подальшого зростання зарплат, дало змогу наростити надходження від податків на доходи та споживання (внутрішній ПДВ та акцизи). Збільшенню податкових надходжень сприяло також уповільнення падіння імпорту та послаблення номінального ефективного курсу гривні. Крім того, унаслідок подорожчання енергоресурсів зросли надходження від рентних платежів.

Крім економічного підґрунтя, на податкові надходження вплинули адміністративні фактори. Зокрема істотне збільшення внутрішнього ПДВ також зумовлене

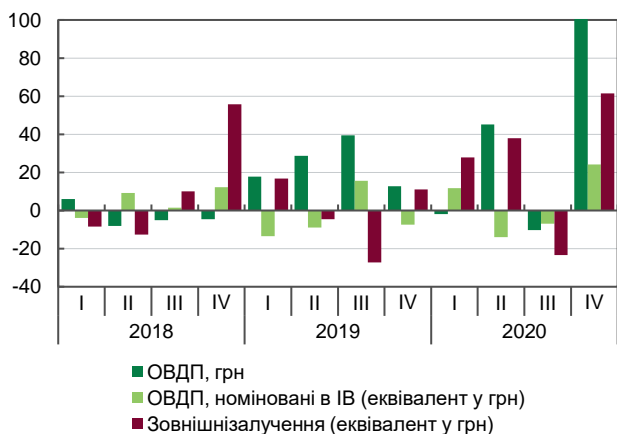
¹⁶ Не оподатковується ПДФО одноразова допомога в разі втрати доходів від заборони діяльності, звільнено від сплати єдиного податку та ЄСВ ФОП I групи з 01 грудня 2020 року до 31 травня 2021 року з одночасним зарахуванням страхового стажу, врегулювання податкового боргу.
¹⁷ План загального фонду державного бюджету.

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



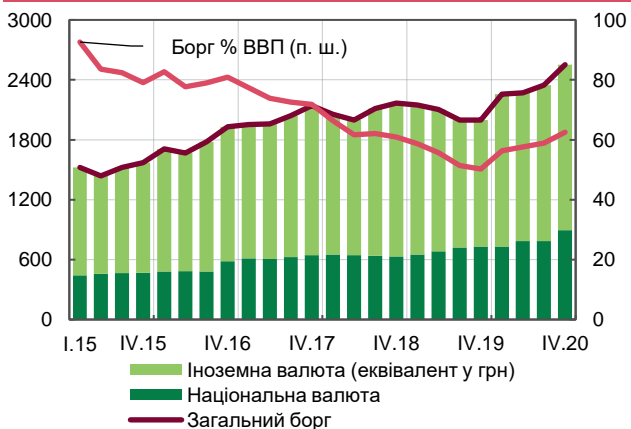
Соціальні програми включають оплату праці та соціальне забезпечення. Оборона і безпека включає оборону та громадський порядок, безпеку та судову владу.
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.5. Чисті залучення державного бюджету*, млрд грн



* Запозичення III кв. 2020 року не включають випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу банків та ОЗДП для розрахунків за активною операцією з викупу на відкритому ринку державних деривативів.
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 підставі даних за 31.08.2015 та 31.10.2016 відповідно.
** ВВП за 2020 рік – оцінка НБУ.
Джерело: МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

поліпшенням його адміністрування. Урегулювання та завершення боргових розрахунків між урядом, НАК "Нафтогаз" та "Укрнафтою" призвели до значних разових додаткових податкових надходжень. Водночас через слабший фінансовий стан підприємств унаслідок кризи надходження від податку на прибуток підприємств були практично на рівні попереднього року.

Видатки надолужувалися за більшістю напрямків, що підтримало економічне відновлення

Як і в попередні періоди, пріоритетно фінансувалися програми соціального захисту: надавалася допомога фондам соціального страхування, продовжено додаткові виплати у вигляді допомоги дітям підприємців (ФОП) на спрощеній системі оподаткування I та II груп, упроваджено одноразову допомогу особам у разі втрати доходів від заборони діяльності під час жорсткішання карантину. Також збільшено витрати на оплату праці за рахунок підвищення мінімальної заробітної плати та діючих доплат окремим категоріям працівників, залучених до боротьби з пандемією. Серед пріоритетів бюджету залишалися й колективні послуги, такі як охорона здоров'я, оборона й безпека. Значні витрати на дорожню інфраструктуру та оборону сприяли зростанню будівництва (насамперед інженерних споруд) і підтримували машинобудування.

Витрати на обслуговування боргу були менші, ніж планувалося. Це дало змогу переспрямувати ресурси на інші сфери. Видатки за такими напрямками як освіта, мистецтво і культура, туризм, спорт суттєво надолужено в IV кварталі. Це дало додатковий імпульс для відновлення діяльності сфери послуг.

Рекордні внутрішні залучення разом із зовнішнім фінансуванням зумовили збільшення боргу та накопичення значного ресурсу для здійснення витратів на початку 2021 року

Розширений дефіцит профінансовано передусім за рахунок залучень. Відновлення попиту на ОВДП із середини грудня зумовило рекордні обсяги внутрішніх залучень. Також у грудні отримано зовнішнє фінансування від офіційних партнерів та комерційні залучення. Масштабні запозичення дали змогу надолужити витатки цього року та накопичити значний ресурс для фінансування витрат на початку 2021 року.

Ураховуючи значні чисті залучення, а також надання гарантій на розвиток дорожньої інфраструктури та на кредити, спрямовані на зменшення заборгованості за розрахунками учасників ринку е/е (детальніше – у вставці 8 "Заборгованість на ринку електроенергії" на стор. 51), обсяг державного та гарантованого боргу за IV квартал збільшився як в абсолютному вимірі, так і відносно ВВП. Курсовий фактор у IV кварталі не мав значного впливу на динаміку боргу, проте мав визначальний вплив на його приріст порівняно з початком року – за оцінками НБУ, більше половини зростання обсягу зумовлено курсовими переоцінками.

Вставка 4. Параметри державного бюджету України у 2021 році

Закон про Державний бюджет на 2021 рік ухвалено з дефіцитом – 246.6 млрд грн, або 5.5% ВВП¹⁸. Хоча відносно планового показника 2020 року (298.4 млрд грн та 7.5% ВВП) дефіцит зменшено – він вищий, ніж факт 2020 року. Водночас передбачається зменшення від’ємного первинного сальдо – до 2% ВВП, що свідчить про помірну фіскальну консолідацію вже цього року. Макроекономічні параметри в поточних умовах свідчать про збалансовані ризики для отримання податкових надходжень. Натомість, як і попереднього року, ключові ризики сконцентровані в частині боргового фінансування. Значний обсяг запозичень на внутрішньому ринку вимагатиме підтримання високих ставок за ОВДП, адже конкуренція з бізнесом за кошти банків посилиться. До того ж це створює ризик витіснення кредитування

Згідно із затвердженими показниками очікуються досить помірні прирости як доходів, так і видатків державного бюджету у 2021 році порівняно з фактичними¹⁹ значеннями 2020 року (на 0.8% та 2.5% відповідно). Макроекономічні параметри в поточних умовах свідчать про збалансовані ризики для отримання податкових надходжень. Так, ретроспективний аналіз демонструє, що припущення щодо обмінного курсу, які використовувалися під час складання бюджетів, не справджувалися декілька років поспіль (2017–2020 роки). Утім, вищий номінальний ВВП та дещо більші обсяги імпорту відповідно до прогнозу НБУ можуть компенсувати потенційні втрати податкових надходжень у разі реалізації курсового ризику. Водночас у дохідній частині зберігаються ризики неекономічного характеру. Зокрема, закладений у бюджет обсяг перерахування прибутку НБУ перевищує прогноз НБУ, а надходження від ліцензій на азартні ігри залежать від параметрів запуску цього ринку.

Таблиця 1. Основні макроекономічні параметри

Показник	2021	
	КМУ	НБУ
Номінальний ВВП, млрд гривень	4505.9	4580
ВВП реальний, %	4.6	4.2
Індекс споживчих цін, % (гру/гру)	7.3	7.0
Експорт товарів та послуг (млрд дол. США)	60.2	64.0
Імпорт товарів і послуг (млрд дол. США)	70.6	73.1
Обмінний курс, грн/дол (середній)	29.1	-
Номінальна середня заробітна плата, % р/р	21.1	16.6

Джерело: МЕРТ, МФУ, розрахунки НБУ.

Соціальне спрямування видатків й цього року має пріоритетне значення – підвищено мінімальну заробітну плату (з 01.01.2021 – 6 000 грн та з 01.12.2021 – 6 500 грн), анонсовано підвищення заробітних плат медикам та освітянам, збільшено видатки на різні види допомог населенню, а також упроваджено допомогу пенсіонерам, які старші за 75 років. Така підтримка домогосподарств підживлюватиме споживчий попит.

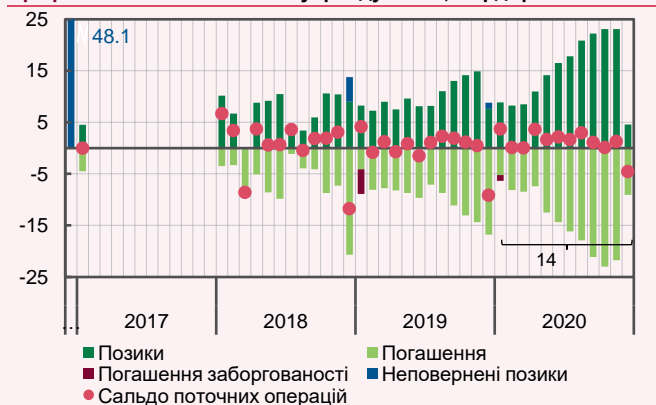
Також збільшено видатки на гуманітарно-культурну сферу, освіту та охорону здоров’я. Передбачено витрати на розвиток дорожньої інфраструктури та підтримку низки регіональних програм. Усе це покликане підтримати економічну активність.

У 2021 році не передбачено прямих видатків для Фонду боротьби з COVID-19, утім передбачені кошти на програми медичних гарантій та вакцинацію, запобігання поширенню COVID-19 у школах. Кошти відразу спрямовуватимуться ключовим розпорядником, що є більш прозорим та

зрозумілим підходом до розподілення ресурсів, ніж це було у 2020 році.

Підтримка Пенсійного фонду дещо менша порівняно з попереднім роком за рахунок вищих очікувань надходжень від ЄСВ. Утім, у попередні роки Пенсійний фонд систематично протягом року потребував покриття розривів ліквідності, а за підсумками 2020 року обсяг неповернутих позичок з ЄКР становив 14 млрд грн.

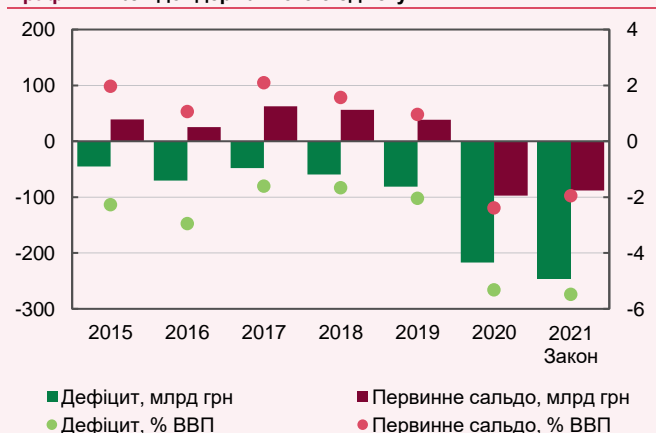
Графік 1. Позички Пенсійному фонду з ЄКР, млрд грн



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

З метою фінансування запланованих видатків дефіцит державного бюджету визначено в сумі 246.6 млрд грн (5.5% ВВП). Такий дефіцит менший від планового на 2020 рік, що безперечно є позитивним сигналом для ринку та інвесторів, утім перевищує фактичне значення 2020 року.

Графік 2. Сальдо* державного бюджету



*Для розрахунку первинного сальдо 2015 – 2020 років використано функціональну класифікацію. Джерело: ДКСУ, ВРУ, розрахунки НБУ.

¹⁸ Тут і далі використано ВВП відповідно до прогнозу КМУ, на якому ґрунтується бюджет на 2021 рік.

¹⁹ Ураховуючи операцію з боргових розрахунків між урядом, Нафтогазом та Укрнафтою.

Тимчасове розширення дефіциту в кризовий період є доцільним, проте тривале утримання дефіциту на високому рівні пригнічує економічний розвиток та підвищує ризики витіснення приватних інвестицій. Передбачене звуження від'ємного первинного сальдо свідчить про початок фіскальної консолідації. Це дасть змогу стабілізувати борг до ВВП та в подальшому повернути його до низхідної траєкторії. У 2021 році очікується зменшення рівня державного й гарантованого державою боргу, хоча він залишатиметься все ще вище 60% від ВВП²⁰.

Запланований дефіцит та боргові зобов'язання передбачається майже повністю профінансувати за рахунок залучень (їх обсяг оцінено більше 15.6% ВВП). Домінують внутрішні запозичення (497 млрд грн, або 11% ВВП). Значний обсяг внутрішніх залучень вимагатиме збереження високої дохідності ОВДП²¹ через посилену конкуренцію з реальним сектором за банківські ресурси.

Зовнішні залучення плануються переважно за рахунок коштів від офіційних партнерів (МВФ, Світового банку, Єврокомісії). Їх вартість суттєво нижча порівняно з ринковими інструментами, однак фінансування за програмами Світового банку та Єврокомісії тісно пов'язані з реалізацією програми МВФ. У разі затяжного переговорного процесу навантаження на внутрішній борговий ринок збільшиться. Крім того, надходження від приватизації виглядають амбітними та в разі несправдження також збільшать потребу в залученнях.

З огляду на зазначені ризики НБУ очікує дефіцит на рівні 4.5% ВВП. Утім, він залишиться значним, що дасть змогу підтримати населення та економіку в умовах боротьби з пандемією (детальніше – у розділі 3.2 на стор. 43).

Таблиця 2. Основні параметри державного бюджету, млрд грн

	2020	2021	2020	2021	2020	2021
	Факт	Закон	% річна зміна		% ВВП*	
Доходи	1076.0	1084.0	7.8	0.7	26.4	24.1
Податкові надходження, у т. ч.	851.1	929.5	6.4	9.2	20.9	20.6
ПДФО	117.3	137.6	6.7	17.3	2.9	3.1
ППП	108.7	107.7	1.5	-0.9	2.7	2.4
Рентна плата	52.5	40.6	12.3	-22.7	1.3	0.9
Акцизний податок	138.3	138.8	12.1	0.4	3.4	3.1
Акцизний податок з вироблених товарів	80.4	83.1	15.1	3.3	2.0	1.8
Податок на додану вартість	400.6	468.5	5.8	16.9	9.8	10.4
ПДВ з вироблених товарів з урахуванням відшкодування	126.5	136.0	42.2	7.5	3.1	3.0
ПДВ з ввезених товарів	274.1	332.5	-5.4	21.3	6.7	7.4
Неподаткові надходження та інші доходи	224.9	154.6	13.3	-31.3	5.5	3.4
Видатки	1288.0	1320.2	19.8	2.5	31.6	29.3
Кредитування	5.1	10.5	20.9	106.4	0.1	0.2
Сальдо (- дефіцит)	-217.1	-246.6	-	-	-5.3	-5.5

* ВВП 2020 рік – оцінка НБУ, ВВП 2021 рік – прогноз КМУ.
Джерело: ДКСУ, ВРУ, розрахунки НБУ.

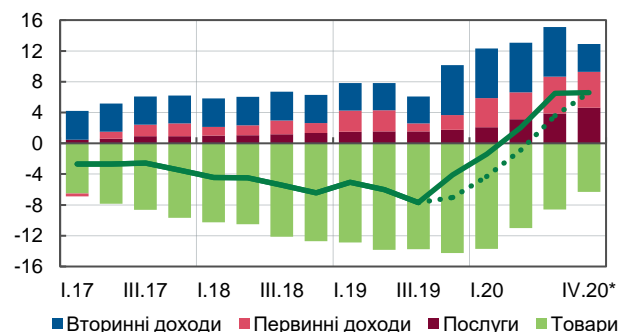
²⁰ Співвідношення боргу та ВВП у 60% вважається одним із ключових критеріїв конвергентності (відомі як Маастрихтські критерії).

²¹ Згідно з пояснювальною запискою до проекту Закону України "Про Державний бюджет України на 2021 рік", поданого до II читання, середньозважена ставка для внутрішніх боргових інструментів підвищена на 0.6 в.п.

2.5. Платіжний баланс

- Профіцит поточного рахунку за 2020 рік сягнув одного з найбільших рівнів в історії України. Він сформований за рахунок суттєвого зниження імпорту товарів та послуг, скорочення виплат за первинними доходами та відносно стійкості експорту товарів та переказів.
- Оптимізм інвесторів на світових ринках сприяв значним залученням державного сектору наприкінці року, що дещо компенсувало відплив капіталу в попередні періоди.
- Попри кризові явища та значні виплати за зовнішнім боргом валові резерви у 2020 році зросли, а криза вчергове підтвердила важливість міжнародної підтримки та виваженої макроекономічної політики.

Графік 2.5.1. Сальдо рахунку поточних операцій, 12-місячна плінна, млрд дол.



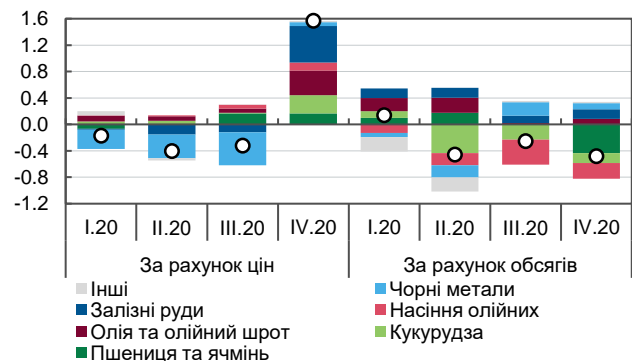
* Дані за грудень 2020 року – попередня оцінка
Пунктиром – без урахування компенсації від ПАТ "Газпром".
Джерело: НБУ.

Графік 2.5.2. Річна зміна сальдо торгівлі сировиною* за рахунок цін та індекс умов торгівлі сировинними товарами



* 67% та 16% в експорті та імпорті відповідно у 2020 році.
** Дані за грудень 2020 року – попередня оцінка.
Джерело: розрахунки НБУ.

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



* 79% в експорті товарів.
Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Стійкий зовнішній попит на продовольство пом'якшив падіння експорту товарів під час кризи, а підвищення цін сприяло його зростанню в кінці року

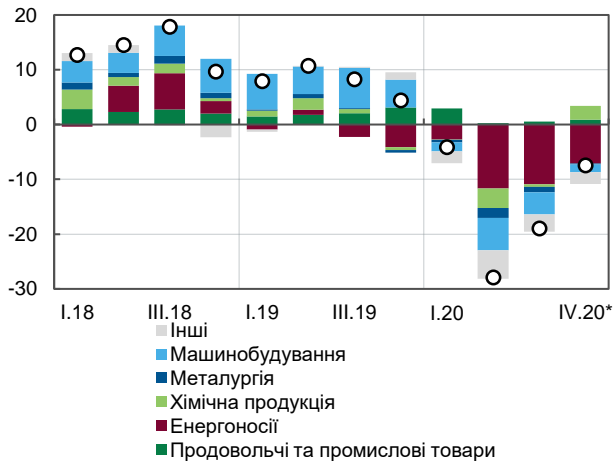
Значна частка продовольчих товарів в українському експорті виявилася перевагою протягом поточної кризи. Через неекономічну природу кризи та меншу еластичність за доходом світовий попит на продовольчі товари залишався досить стійким. До того ж експортні обмеження окремих країн збільшили можливості для збуту українських товарів. Швидке відновлення економіки Китаю також сприяло вітчизняним виробникам, у тому числі під час найважчого II кварталу 2020 року. А вже в IV кварталі суттєвий ріст цін на основні товари українського експорту сприяв відновленню його зростання у вартісному вимірі (9% р/р), і загалом за рік експорт знизився всього на 2%.

Так завдяки відновленню зростання в IV кварталі, експорт продовольчих товарів у цілому за рік залишився на рівні попереднього року. Високі ціни на зернові та олійні культури частково компенсували ефект нижчого порівняно з минулорічним урожаю, а значний минулорічний урожай сояшника забезпечив рекордні поставки сояшникової олії. Пожвавлення світової економіки наприкінці року підтримало зростання експорту продукції металургії в IV кварталі як за рахунок фізичних обсягів, так і за рахунок цін. Експорт залізної руди сягнув найвищого значення за всю історію завдяки нарощуванню поставок до Китаю та зростанню світових цін унаслідок скорочення поставок з Австралії та Бразилії. Низькі ціни на газ стимулювали подальше зростання експорту мінеральних добрив. Експорт продукції машинобудування загалом за рік практично не змінився: скорочення замовлень залізничних вагонів та комплектуючих до них компенсувалося поставками турбореактивних двигунів.

Попри певне відновлення внутрішнього попиту в IV кварталі імпорту товарів за результатами року суттєво скоротився

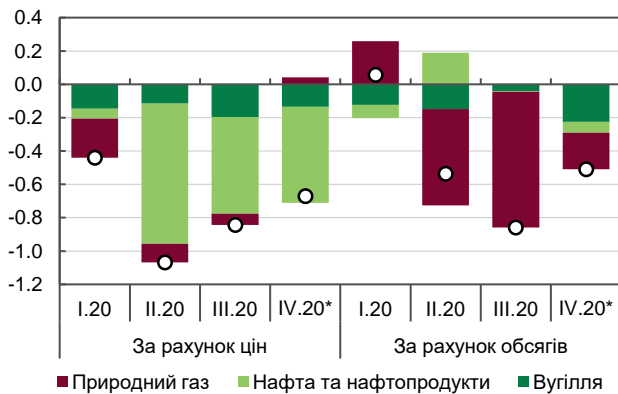
Імпорт товарів у 2020 році скоротився значно більше порівняно з експортом. Хоча поступове відновлення внутрішнього попиту сповільнило падіння імпорту в IV кварталі до 7.5% р/р, у цілому за рік воно сягнуло 14.7%. Головним фактором такої динаміки було суттєве скорочення імпорту енергоносіїв завдяки як зниженню цін

Графік 2.5.4. Внески в річну зміну імпорту товарів, в.п.



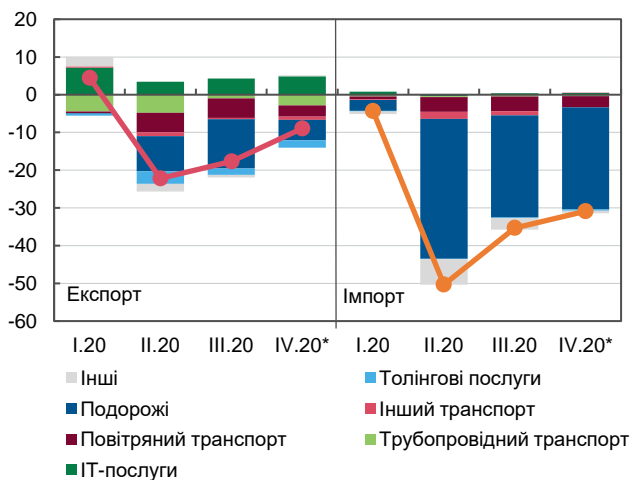
* Дані за грудень 2020 року – попередня оцінка.
Джерело: розрахунки НБУ.

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



* Дані за грудень 2020 року – попередня оцінка.
Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

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



* Дані за грудень 2020 року – попередня оцінка.
Джерело: розрахунки НБУ.

на них, так і скороченню закупівель через накопичення високих запасів протягом 2019 року. Тож зростання цін наприкінці року мало мінімальний вплив на динаміку імпорту енергоносіїв.

Інвестиційний попит залишався пригніченим протягом усього року з ознаками поступового відновлення наприкінці року. Попри певне поліпшення ділових очікувань підприємств наприкінці року нарощування закупівель транспортних засобів у IV кварталі не компенсувало їх глибоке падіння протягом попередніх кварталів. Крім того, продовжили скорочуватися закупівлі устаткування для альтернативної енергетики через законодавчу невизначеність щодо цього виду діяльності. У результаті імпорт продукції машинобудування в IV кварталі скоротився на 4.1% р/р, а загалом за рік на 10.1%. Водночас суттєве поживлення споживчого попиту в другому півріччі підтримало зростання імпорту продовольчих товарів та побутової техніки. Натомість імпорт промислових товарів зменшився, зокрема через зміну споживчої поведінки внаслідок поширення віддаленого режиму роботи. Крім того, ускладнені правила перетину кордонів продовжили визначати глибоке падіння неформального імпорту.

Збільшення захворюваності та карантинні заходи позначилися на імпорті медичних товарів. Так, у IV кварталі помітно зросли закупівлі медичних приладів, передусім кисневої апаратури. Підвищений попит на фармацевтичні засоби, зокрема вітаміни, відобразився в прискореному зростанні імпорту хімічної продукції.

Профіцит поточного рахунку також був забезпечений значним додатним сальдо торгівлі послугами та рекордним профіцитом рахунку первинних доходів

Призупинення туризму суттєвіше позначилося на імпорті послуг порівняно з їх експортом через значно вищу частку статті "подорожі" у його структурі. Водночас експорт ІТ-послуг стабільно зростав, а бронювання ПАТ "Газпром" додаткових транзитних потужностей у IV кварталі дещо пом'якшило падіння експорту послуг трубопровідного транспорту на тлі високої бази порівняння минулого року. У результаті сформувався значний профіцит торгівлі послугами.

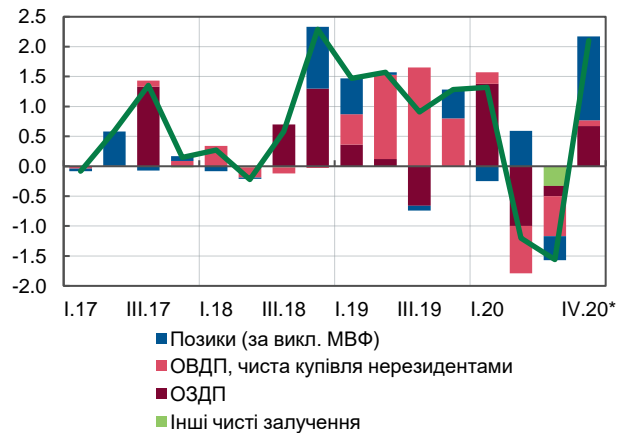
Сальдо рахунку первинних доходів у 2020 році сягнуло рекордного додатного значення. Попри закриття кордонів обсяги грошових переказів за результатами року зросли завдяки збереженню високого попиту на трудових мігрантів в основних країнах-реципієнтах, зокрема на ІТ-спеціалістів, та активному їх поверненню за кордон після першої хвилі локдаунів. Погіршення фінансових результатів підприємств з іноземними інвестиціями сформувало від'ємні значення реінвестованих доходів. Це відповідно зумовило скорочення виплат за рахунком первинних доходів попри більший обсяг репатріації дивідендів.

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



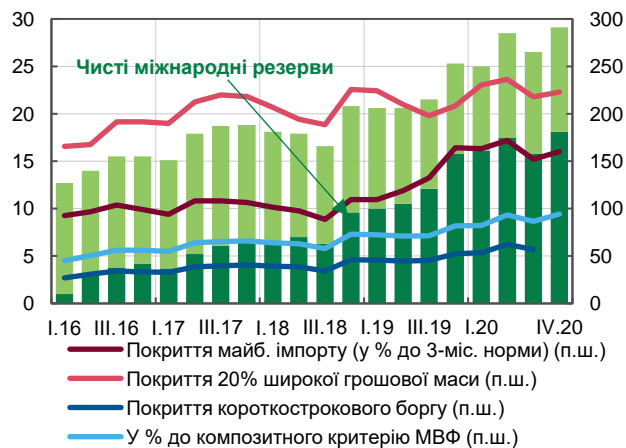
* Разом з помилками та упуцненнями.
 ** Дані за грудень 2020 року – попередня оцінка.
 Джерело: НБУ.

Графік 2.5.8. Чисті залучення державного сектору, млрд дол.



* Дані за грудень 2020 року – попередня оцінка.
 Джерело: НБУ.

Графік 2.5.9. Валові міжнародні резерви та показники їх адекватності



Джерело: розрахунки НБУ.

Відплив капіталу за фінансовим рахунком припинився наприкінці року завдяки оптимізму інвесторів

Україна, як і всі інші країни з ринками, що розвиваються, зіткнулася з відпливом капіталу під час кризових періодів 2020 року. Так на потоки капіталу державного сектору вплинув відносно помірний вихід нерезидентів з державних цінних паперів. Крім того, уряд здійснював значні виплати за зовнішніми зобов'язаннями, які лише частково були покриті новими залученнями. Водночас позитивні події кінця року змінили ці тенденції (детальніше у Вставці 5 "Ринки капіталу'2020: страх та жадібність" на стор. 31) і вже в IV кварталі відплив капіталу припинився. Нерезиденти відновили інтерес до державних цінних паперів, а уряд [дорозмістив єврооблігації](#). Крім того, Україна отримала пакет макрофінансової допомоги від ЄС та співпрацювала з приватними кредиторами. У результаті залучення державного сектору в IV кварталі компенсували відплив протягом кризового періоду та пікові виплати за державним боргом, і загалом за рік приплив за державним сектором становив 0.7 млрд дол.

Водночас відплив капіталу з приватного сектору зберігався протягом усього року і сягнув 5.3 млрд дол. У банківському секторі він визначався здебільшого внутрішніми факторами: активи банківської системи зросли насамперед через чисті погашення урядом валютних ОВДП. На потоки капіталу реального сектору вплинули наслідки глобального локдауну: збільшилася готівка поза банками через менше фінансування неформальної торгівлі та подорожей за кордон, а слабкі фінансові результати підприємств зумовили від'ємні реінвестовані доходи та у свою чергу відплив ПІІ.

Завдяки накопиченому запасу міцності в попередні періоди та підтримці МФО Україна успішно пройшла кризовий період

Значний профіцит поточного рахунку та співпраця з міжнародними інвесторами сприяли зменшенню потреби в зовнішньому фінансуванні, підтриманню зовнішньої стійкості України, а також нарощуванню міжнародних резервів. Попри кризові події та пікові виплати за зовнішніми зобов'язаннями вони досягли восьмирічного максимуму – 29.1 млрд дол. або 4.8 місяця майбутнього імпорту. У результаті поліпшилися всі показники адекватності резервів, зокрема за метрикою МВФ резерви досягли 95% від мінімально необхідного рівня.

Попри успішне проходження 2020 року виклики для зовнішньої стійкості залишаються значними. Це пов'язано передусім зі зростанням зовнішнього боргу і значними виплатами, передбаченими на 2021 рік, в умовах збереження невизначеності щодо подальшого розвитку пандемії.

Вставка 5. Ринки капіталу у 2020 році: страх і жадібність

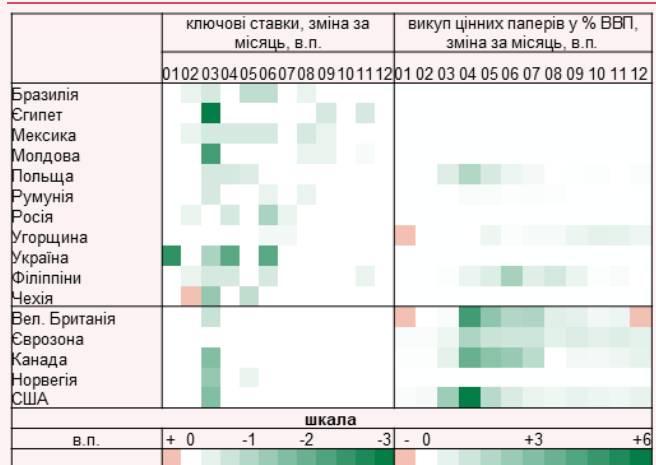
2020 рік був роком низки потрясінь: швидке розгортання пандемії, безпрецедентні карантинні обмеження, глибокі кризові явища та масштабні заходи фіскального та монетарного стимулювання у відповідь. Проте доволі неочікувано фінансові ринки завершили рік приголомшливим підйомом. Оптимізм на ринках підігрівався новинами про успішне тестування вакцини проти COVID-19 та початок вакцинації в окремих країнах. Додатковим чинником стало завершення виборів у США. Загальна ейфорія не оминула й Україну – у грудні були розміщені єврооблігації та відновився інтерес нерезидентів до державних цінних паперів. Це дало змогу профінансувати дефіцит бюджету та наростити міжнародні резерви до [восьмирічного максимуму](#), уникнувши значного тиску на інфляцію та обмінний курс. Утім, попри оптимізм на міжнародних ринках капіталу, такі залучення стали можливими завдяки міжнародній підтримці та макрофінансовій стійкості, досягнутій у попередні роки.

Фактори, що визначають потоки капіталу протягом криз. Будь-яка глобальна економічна криза призводить до збільшення ризиків та пошуку інвесторами "безпечних гаваней" (Duca, 2012). Спрацьовують так звані push-фактори, що "відштовхують" капітал. Це насамперед зовнішні чинники, які визначають пропозицію глобальної ліквідності: очікування щодо глобального ризику, ціни на світових товарних ринках, рівень економічної активності в розвинених економіках. У результаті негативні очікування зазвичай призводять до відпливу капіталу насамперед з країн EM, більш ризикових порівняно з АЕ. Утім, після закінчення економічної турбулентності інвестори відновлюють інтерес насамперед до цих ринків капіталу, оскільки ваги набувають фактори "тяжіння" або pull factors. Саме вони визначають різницю в масштабі та швидкості повернення капіталу між країнами. До них належать: якість вітчизняних інституцій, загальний ризик країни (country risk), внутрішня макроекономічна стійкість, а також антикризові заходи. Цього разу надм'які монетарні умови в розвинених країнах і повернення апетиту до ризиків після успішного випробування вакцин проти COVID-19 теж призвели до рекордного припливу капіталу до EM наприкінці 2020 року.

Аналіз потоків капіталу світу у 2020 році. Попри набутий досвід країн у подоланні попередніх криз, 2020 рік відрізнявся волатильністю капіталу. Першопричина коронакризи була суто зовнішньою, не пов'язаною з внутрішніми економічними чи фінансовими дисбалансами. А вже подальші жорсткі карантинні заходи та невизначеність щодо тривалості пандемії зумовили глобальний шок як для попиту, так і пропозиції. Наслідком цього стало значне падіння економічних показників. Відплив капіталу з країн EM, порівняно з попередніми кризами, був більш різким та глибоким та зумовлювався передусім втечею портфельних інвестицій (83 млрд дол. тільки в березні згідно з даними IIF). Водночас обсяги ПІІ, як і завжди під час криз, були більш стійкими. Їх скорочення, зокрема в країнах EM, було здебільшого відображенням від'ємних реінвестованих доходів, отриманих унаслідок збитків підприємств (OECD, 2020). До того ж падіння припливу ПІІ до країн EM було меншим порівняно з розвиненими країнами через більшу частку так званих "greenfield investment", тобто інвестицій у нові підприємства та проєктне фінансування (UNCTAD, 2020).

Масштабна криза потребувала безпрецедентних заходів підтримки. Близькі до нуля, а часом й від'ємні, ключові ставки звужували монетарний інструментарій розвинутих країн. Тому вони зосередили увагу на використанні нетрадиційних інструментів, таких як кількісне пом'якшення та додаткове кредитування. Лише протягом перших кількох місяців обсяги викупу ЦП ФРС [удвічі перевищили](#) аналогічні програми 2008–2010 років. Натомість більшість країн EM мали достатній простір для зниження ключових ставок і лише вибірково застосовували нетрадиційні інструменти. Водночас антикризові заходи поєднували миттєвість їх запровадження та масштабність, яка й зумовила надм'які умови на міжнародних ринках капіталу.

Графік 1. Реакція монетарної політики окремих країн у 2020 році



Джерело: сайти центральних банків країн.

Успішні випробування вакцин та завершення виборів у США розігріли апетит інвесторів до ризиків наприкінці року. Ще одним чинником, який підігрівав апетит інвесторів, було запровадження [додаткових фіскальних стимулів США](#). Капітал рушив у боргові інструменти країн EM, які пропонували привабливу дохідність і охоче залучали кошти з огляду на накопичені потреби у фінансуванні та поточне зниження премії за ризик. Так за даними IIF, країни EM лише протягом листопада отримали 76 млрд дол. у вигляді портфельних інвестицій, а загалом за IV квартал – 180 млрд дол. Востаннє такий стрімкий приплив спостерігався у 2014 році. Очікується

збереження сприятливих умов для ЕМ на міжнародних фінансових ринках і у 2021 році.

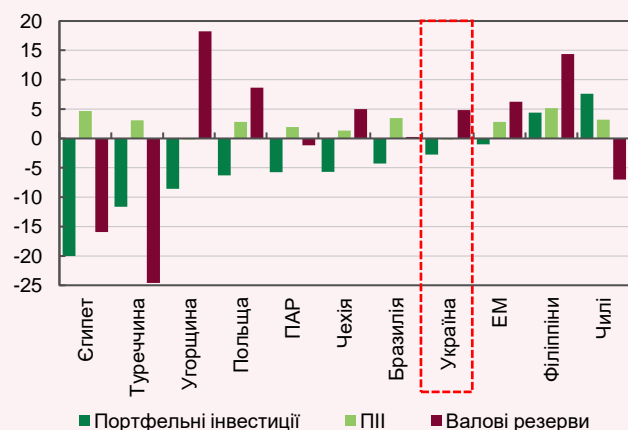
Графік 2. ЕМ*: Потоки портфельного капіталу, млрд дол.



* Уключає групу з 18 країн: Бразилія, Болгарія, Чилі, Чеська Республіка, Угорщина, Індія, Корея, Ліван, Литва, Мексика, Пакистан, Філіппіни, Польща, Румунія, ПАР, Таїланд, Туреччина, Україна. Джерело: НБУ, сайти центральних банків країн.

Ситуація на ринку капіталу України. Країна переживає далеко не першу кризу, але ледь не вперше увійшла до неї зі значним запасом міцності. Так, виражені монетарна та фіскальна політика попередніх років, низка структурних реформ та запровадження режиму інфляційного таргетування забезпечили макроекономічну стійкість та дали змогу сформувати "подушку" безпеки у вигляді високих резервів. Гнучке курсоутворення вчергове виконало функцію "вбудованого стабілізатора" під час кризи. Як наслідок, попри загальну втечу капіталу з ЕМ та значні погашення за зовнішнім боргом, відносні показники відпливу капіталу України були помірними. Валові міжнародні резерви продовжували зростати завдяки активній співпраці з МФО та значному профіциту поточного рахунку, забезпеченого досить стійким українським експортом на тлі суттєвого падіння імпорту.

Графік 3. Прямі та портфельні інвестиції, валові резерви, зміна за 9 місяців 2020 року до стоку на початок року, %



Джерело: МФО, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Відплив за портфельними інвестиціями був зумовлений помірним зниженням портфеля нерезидентів у гривневих ОВДП та плановими виплатами за зовнішнім боргом, які були дещо нівельовані липневим залученням єврооблігацій. А відплив ПІІ був наслідком від'ємних реінвестованих доходів унаслідок погіршення фінансових результатів підприємств.

Надм'які монетарні умови у світі та зниження премії за ризик для ЕМ дали змогу Україні [залучити довгострокове фінансування за облігаціями](#) з найнижчою дохідністю у своїй історії. Крім того, нерезиденти відновили інтерес до державних паперів України, номінованих у національній валюті. Після тривалого відпливу портфель гривневих ОВДП у власності нерезидентів протягом грудня збільшився на 350 млн дол., а загальний приплив портфельних інвестицій лише за грудень становив більше 1 млрд дол.

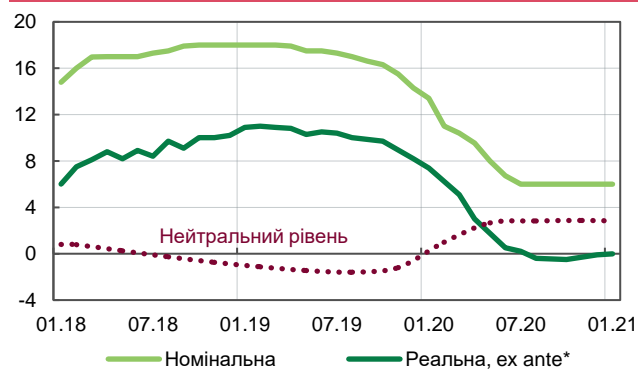
Ці надходження разом з іншим зовнішнім фінансуванням дали змогу профінансувати дефіцит бюджету, а також накопичити кошти для майбутніх виплат. Водночас валові міжнародні резерви за результатами кризового 2020 року зросли до восьмирічного максимуму 29.1 млрд дол., впритул наблизившись до мінімально достатнього їх рівня за методикою МВФ.

Роль підтримки МФО. Досвід попередніх криз, які змусили більшість країн запровадити режим інфляційного таргетування та виражені стратегії врегулювання боргового навантаження, дав змогу економікам ЕМ, і Україні в тому числі, пом'якшити негативні наслідки пандемії. До того ж на відміну від попередніх криз Україна зустріла поточну з наявною програмою МВФ, що, попри певні затримки в співпраці, було одним з найвагоміших факторів пом'якшення негативного впливу кризи. Співпраця з Фондом зберігала доступ України до дешевого фінансування від МФО порівняно з комерційними залученнями та "давала" позитивний сигнал інвесторам. Так, наприклад, інформація щодо узгодження з МВФ ключових показників бюджету наприкінці 2020 року була позитивно сприйнята на фінансових ринках та стала одним із важливих чинників відновлення припливу капіталу в Україну.

2.6. Монетарні умови та фінансові ринки

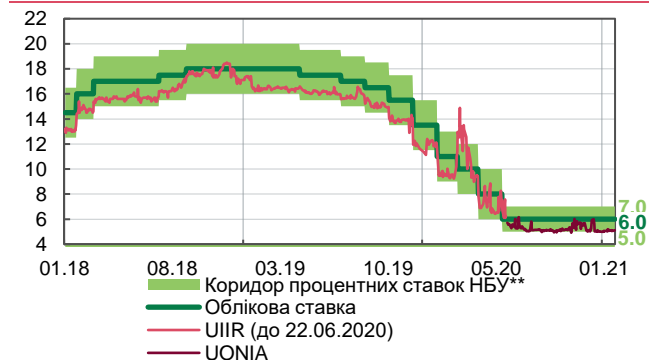
- У IV кварталі 2020 року та на початку 2021 року НБУ зберігав стимулюючу монетарну політику для підтримки подальшого відновлення економіки. Реальна ключова ставка залишалася нижчою свого нейтрального рівня.
- Динаміка вартості гривневих ресурсів була різноспрямованою. Банки продовжували знижувати ставки за більшістю кредитних та депозитних операцій. Натомість дохідність ОВДП під кінець року дещо зросла на тлі значних потреб уряду у фінансуванні.
- На валютному ринку відбувся розворот тенденції – перевищення пропозиції валюти над попитом наприкінці року сприяло зміцненню середньомісячного обмінного курсу в грудні. За режиму гнучкого курсоутворення волатильність обмінного курсу гривні залишалася помірною, а сальдо інтервенцій НБУ було додатним п'ятий рік поспіль.

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



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

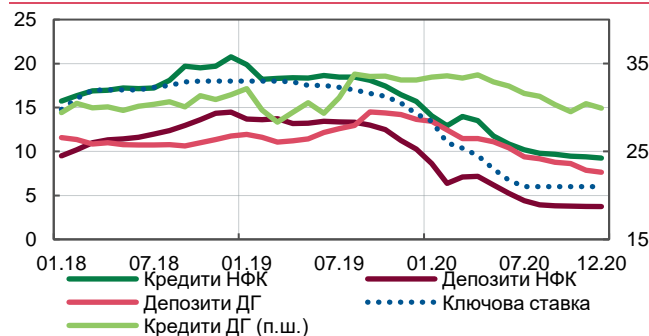
Графік 2.6.2. Процентні ставки НБУ та UIIR/UONIA*, %



* Останні дані – за 27.01.2021.

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

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



Джерело: НБУ.

Попри незмінну облікову ставку монетарна політика мала стимулюючий характер

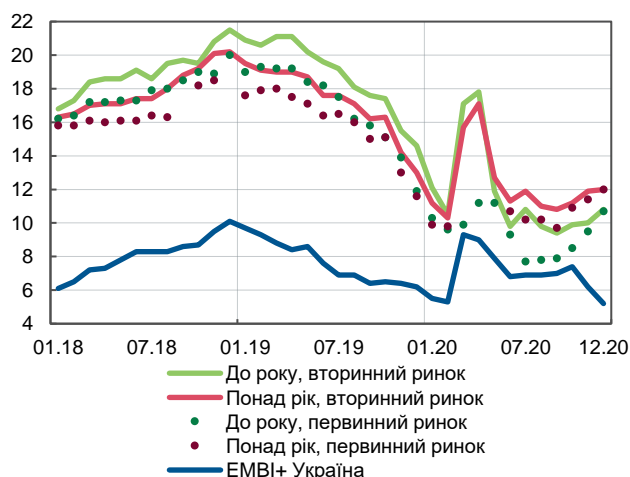
Протягом IV кварталу 2020 року НБУ утримував облікову ставку на рівні 6% і в січні теж залишив незмінною. Це зумовлювалося поступовим посиленням інфляційного тиску в умовах високої невизначеності щодо подальшого впливу пандемії та фіскальних імпульсів на споживчий попит, ділову активність та очікування. Тимчасове зниження ключової ставки з потенційним підвищенням у короткостроковій перспективі могло надати хибний сигнал учасникам ринку та негативно позначитися на довірі до монетарної політики. Крім того, погіршення інфляційних очікувань, відчутне зміщення вподобань на користь більш ліквідних активів, а також тиск зростаючої дохідності ОВДП заважали банкам активно знижувати процентні ставки за депозитами та кредитами. Відтак зниження ключової ставки з високою вірогідністю не знайшло б відповідного відображення в ринкових ставках. Тож імпульс до економічної активності від пом'якшення монетарних умов був би суттєво обмеженим. Навіть за незмінного рівня облікової ставки монетарна політика мала стимулюючий характер, що є важливим для відновлення економіки. Завдяки стрімкому зниженню ключової ставки в першій половині 2020 року, у реальному вимірі вона наблизилася до нуля, а з серпня перебувала в зоні від'ємних значень, суттєво нижче нейтрального рівня.

Зростання волатильності ставок на МБКР наприкінці року – відображення низької глибини ринку в умовах незначного звуження ліквідності

Вартість ресурсів на міжбанківському ринку, індикатором якої є UONIA, упродовж переважної частини IV кварталу 2020 року коливалася близько нижньої межі в коридорі ставок НБУ. Тимчасове зростання ставок на МБКР у листопаді-грудні зумовлено порівняно низькою глибиною міжбанківського ринку та його сегментацією. Це особливо відчувалося в періоди звуження ліквідності, зокрема під час сплати квартальних податкових та інших платежів до бюджету.

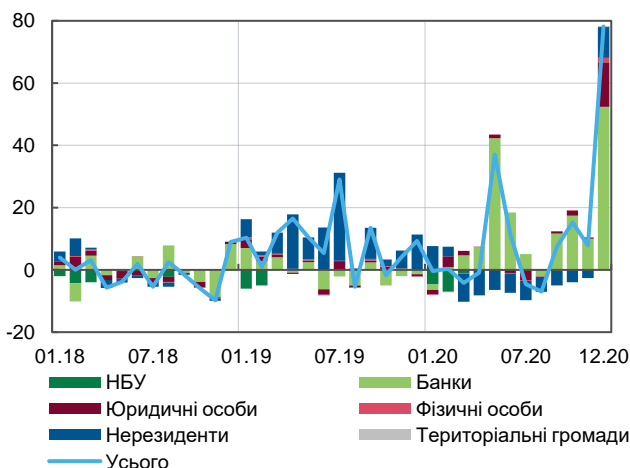
Попри збереження загального структурного профіциту ліквідності банківської системи, зросла кількість банків, які в окремі періоди відчували потребу в додаткових коштах. Як наслідок, у IV кварталі 2020 року, суттєво зріс

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



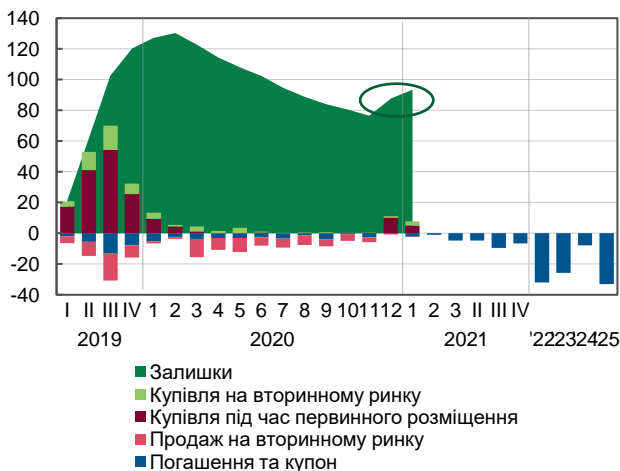
Джерело: Bloomberg, НБУ.

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



Джерело: НБУ.

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



* Останні дані – за 21.01.2021.

Джерело: НБУ.

попит на кредити рефінансування, а кредитний канал, вперше після кризи 2014–2015 років, став головним джерелом постачання ліквідності банківської системи. Зростання попиту на кредити рефінансування зумовлювалося як певним звуженням ліквідності (головним чином через зростання готівки), так й інтенсифікацією використання банками цих коштів для подальших активних операцій.

За результатами IV кварталу 2020 року середньозважені гривневі ставки за кредитними та депозитними операціями банків продовжували зменшуватися, але повільніше. Це пояснюється декількома чинниками. По-перше, ставки за окремими продуктами вже сягнули рекордно низького рівня. По-друге, ставки за строковими депозитами наблизилися до рівня інфляційних очікувань домогосподарств. По-третє, через звуження ліквідності окремі банки агресивніше конкурували за вкладників відсотковими ставками. Додатковим фактором тиску на ставки, у т. ч. і на міжбанківській, було зростання дохідності державних цінних паперів.

Значні потреби уряду у фінансуванні зумовили зростання дохідності гривневих ОВДП

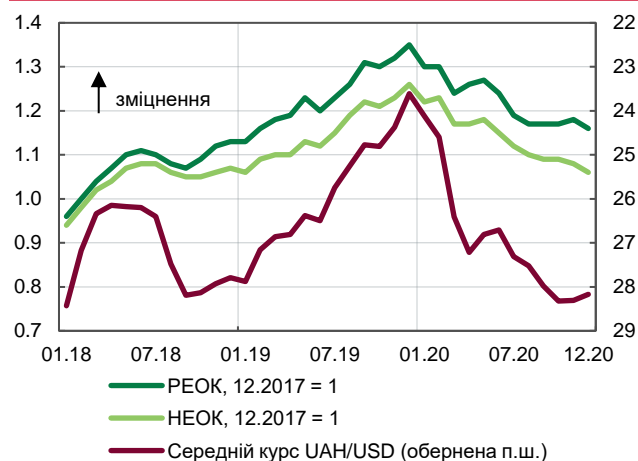
З вересня поступово зростала дохідність ОВДП за всіма строками розміщення з огляду на значні потреби уряду у фінансуванні. Вітчизняні інвестори продовжували нарощувати свої вкладення, а попит нерезидентів на ОВДП відновився наприкінці року. Усі ці чинники забезпечили рекордні розміщення державних цінних паперів у IV кварталі 2020 року, передусім у грудні. Значні залучення вплинули також на строкову структуру ОВДП – 80% паперів, розміщених у IV кварталі, були короткостроковими (з терміном обігу до одного року).

Головними покупцями гривневих ОВДП у IV кварталі 2020 року залишалися вітчизняні інвестори. Водночас у грудні, вперше з лютого 2020 року, суттєво наростили свій гривневий портфель ОВДП нерезиденти – чиста купівля становила 10 млрд грн. Це відбулося внаслідок як загальносвітової тенденції до зростання інтересу інвесторів до активів ЕМ, так і зниження суверенної премії за ризик для України, на яку здебільшого орієнтуються нерезиденти.

На валютному ринку наприкінці кварталу відбувся розворот тенденції – завдяки незначному переважанню пропозиції валюти гривня зміцнилася

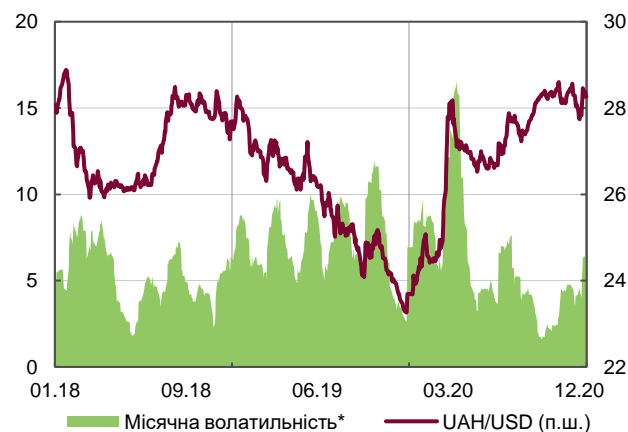
На валютному ринку у IV кварталі 2020 року відбувся розворот тенденції – перевищення пропозиції валюти над попитом сприяло зміцненню середньомісячного обмінного курсу гривні до долара в грудні. Проте в середньому за IV квартал та з початку року курс гривні до долара послабився тоді, як більшість валют країн – ОТП України зміцнилися. У результаті, станом на кінець року

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



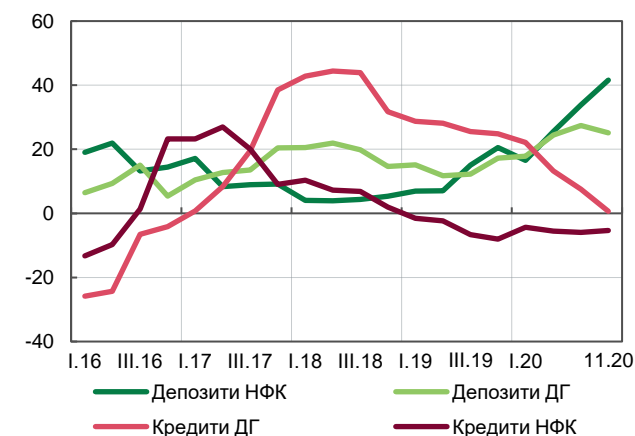
Джерело: IFS, розрахунки НБУ.

Графік 2.6.8. Обмінний курс UAH/USD та його волатильність



* Показник волатильності в країнах з інфляційним таргетуванням, як правило, перебуває в межах 2–15%.
Джерело: розрахунки НБУ.

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



Джерело: НБУ.

(грудень до грудня), послабилися НЕОК та РЕОК гривні – відповідно на 15.9% р/р та 13.8% р/р.

Протягом IV кварталу 2020 року на валютний курс впливали різноспрямовані чинники, які здебільшого компенсували один одного, однак часом збільшували курсову волатильність. З одного боку, сприятливі цінові умови для українського експорту, зменшення імпорту енергоресурсів завдяки високим запасам і приплив коштів нерезидентів зміцнювали позиції гривні на валютному ринку. З іншого боку, значним був попит з боку імпортерів засобів захисту рослин та побутової техніки, посилюючи попит на готівкову іноземну валюту. Утім, наприкінці року пропозиція дещо перевищила попит і обмінний курс гривні незначно зміцнився. Попри певне посилення наприкінці 2020 року, загалом волатильність гривні протягом останніх чотирьох років перебувала в діапазоні, типовому для ЕМ з плаваючим обмінним курсом (2–15%), навіть у найгостріший період коронакризи.

У IV кварталі 2020 року НБУ здійснював інтервенції як з продажу іноземної валюти, так і з її купівлі. Останні за результатами кварталу виявилися незначно більшими. З початку року обсяг чистої купівлі іноземної валюти становив біля 1.0 млрд дол. Відтак сальдо інтервенцій НБУ було додатним п'ятий рік поспіль.

Наприкінці 2020 року НБУ затвердив оновлену [Стратегію валютних інтервенцій](#), у якій зберіг та актуалізував основні принципи попередньої. Зокрема, нова Стратегія є безстроковою, у ній пріоритизована підтримка цінової стабільності. Крім того, наголошено, що НБУ не має цілі як щодо певного значення, так і діапазону курсу гривні. Також передбачена можливість проведення валютних інтервенцій за допомогою деривативів.

Зберігалися високі темпи припливу коштів у банки. Зниження залишків за кредитами – наслідок активної роботи банків із проблемними кредитами

У IV кварталі 2020 року тривало зростання гривневих депозитів у банківській системі. У листопаді воно пришвидшилося до 31.3% р/р. Високі темпи збільшення депозитів НФК зумовлені поліпшенням фінансових результатів підприємств. Приріст депозитів ДГ відображав зростання їх доходів, у тому числі через заходи уряду щодо соціальної підтримки.

Після скорочення у II кварталі банківське кредитування поступово відновлювалося. У грудні обсяги видачі нових кредитів ДГ та НФК перевищили рівень відповідного місяця попереднього року. Зниження залишків за валовими кредитами в статистиці відображало активну роботу банків із проблемною заборгованістю.

Вставка 6. Залишки за кредитами: про що свідчить динаміка в останні роки

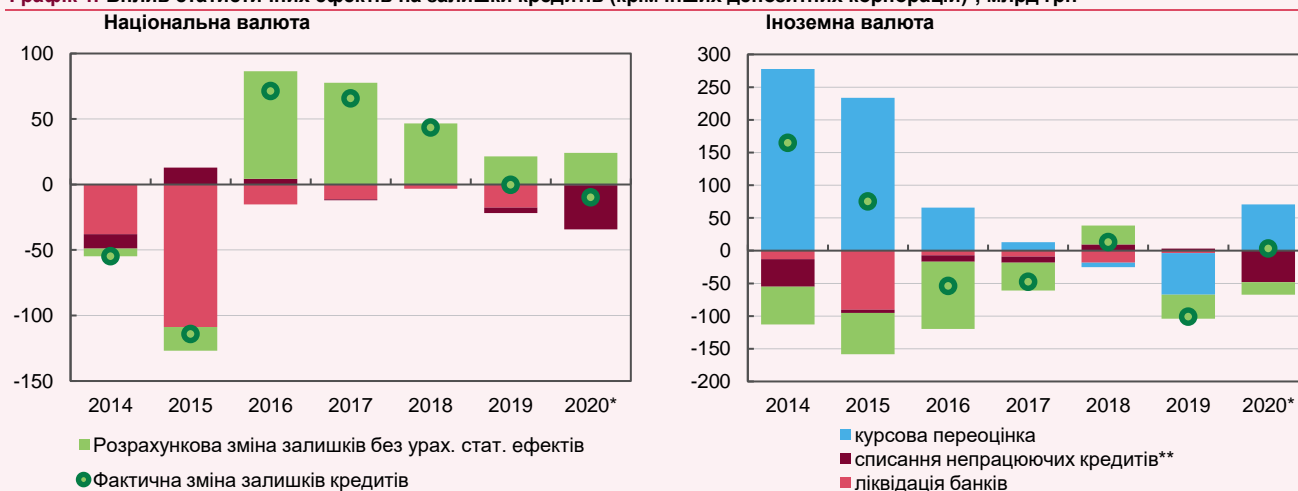
Для поживлення кредитування та підтримки економічного відновлення НБУ зберігав стимулюючу монетарну політику та застосовував нові інструменти, зокрема, довгострокове рефінансування, процентні свопи, активно співпрацював з банками над удосконаленням корпоративного управління. У результаті у 2020 році, за винятком періоду жорсткого карантину, банки нарощували гривневе кредитування. Проте за даними [грошово-кредитної статистики НБУ](#) у 2020 році, другий рік поспіль залишки за банківськими кредитами знижувалися. Складається враження, що дію стимулюючих заходів переважили протилежні фактори: посилення невизначеності у зв'язку із коронакризою, ризики погіршення якості позичальників та наявного кредитного портфеля, невирішені питання у сфері захисту прав кредиторів тощо. Глибший аналіз свідчить, що головними причинами цього зниження були суто статистичні ефекти, спричинені головним чином подальшим очищенням банківської системи, активізацією роботи банків з проблемними кредитами та курсовою переоцінкою.

У 2019 році залишки за кредитами, наданими депозитними корпораціями, зменшилися на 9.4%, а станом на кінець листопада 2020 року – на 3.5% р/р. Саме такі дані отримуємо з грошово-кредитної статистики НБУ.

Утім, глибший аналіз свідчить, що зниження залишків за кредитами передусім спричинене впливом низки суто статистичних ефектів. Йдеться зокрема про ефекти від очищення банківської системи, адаптацію до роботи в умовах плаваючого обмінного курсу, відображення реального обсягу непрацюючих кредитів та очищення балансів банків.

Так, очищення банківської системи супроводжувалося активним виведенням банків з ринку, зокрема неплатоспроможних і непрозорих. Протягом 2014–2020 років виведено з ринку [більше 100 банків](#). Згідно із звітністю загальна сума залишків лише за гривневими кредитами на балансах цих банків на момент початку їх ліквідації становила майже 200 млрд грн. Процес ліквідації супроводжується припиненням відображення даних цих банків у грошово-кредитній звітності. Це в тому числі означає статистичне зниження залишків за кредитами²². У 2019–2020 роках два банки були виведені з ринку, що призвело до зниження залишків за гривневими кредитами на 18.2 млрд грн.

Графік 1. Вплив статистичних ефектів на залишки кредитів (крім інших депозитних корпорацій)¹, млрд грн



¹ На підставі даних грошово-кредитної статистики.

* Останні дані за листопад. ** "+"повернення на баланс / "-"списання з балансу.

Джерело: розрахунки НБУ.

Проведення банками роботи щодо зменшення проблемної заборгованості – інший вагомий чинник зниження залишків за кредитами в статистиці. У 2015-2017 роках відображення банками фактичної якості кредитного портфеля та активів через перехід на нові правила оцінки розміру кредитного ризику та визначення непрацюючих

активів відповідно до міжнародних практик зумовило різке зростання частки непрацюючих кредитів (більше 50%).

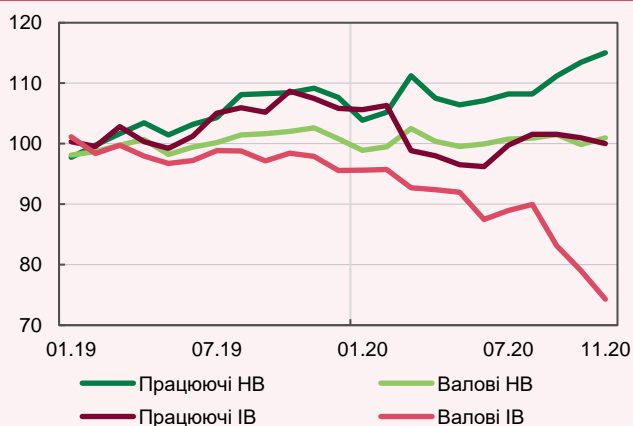
Попри те, що непрацюючі кредити практично повністю зарезервовані ([рівень покриття резервами становить біля 95%](#)), робота з очищення балансів банків від них донедавна просувалася повільно. Вона активізувалася у 2019-2020 роках завдяки [врегулюванню окремих](#)

²² Частина кредитів могла повернутися у звітність у випадку продажу кредитної заборгованості ліквідованих банків іншим банкам, проте припускається їх незначний вплив та в подальших розрахунках не враховується.

[законодавчих питань](#), а також спільним зусиллям регулятора, [Міністерства фінансів](#) (як власника державних банків), наглядових рад та менеджменту банків. У результаті частка непрацюючих кредитів за два роки знизилася майже на 11 в.п. до 42% станом на початок грудня 2020 року. Найбільші обсяги старих непрацюючих кредитів, які давно не обслуговуються та були повністю зарезервовані – списані у 2020 році (82 млрд грн), а лідерами такого списання були державні банки.

Зменшення обсягу непрацюючих кредитів означає вилучення їх з балансів банків²³ (на позабалансові рахунки у випадку списання за рахунок резервів, на баланси небанківських установ у випадку продажу тощо). До кінця 2022 року банки планують скоротити загальні обсяги непрацюючих кредитів більше як на 400 млрд грн (див. [Звіт про фінансову стабільність](#), стор. 32). Враховуючи активізацію такої роботи та пов'язані з цим значні статистичні ефекти, для об'єктивного аналізу кредитної активності варто користуватися показниками чистих кредитів²⁴ та/або працюючих кредитів²⁵. Як свідчить динаміка останніх, чи не вперше у кризовий період банківська система стала фактором підтримки економічного відновлення, поступово нарощуючи портфель гривневих кредитів.

Графік 2. Кредити (крім інших депозитних корпорацій) у національній та іноземній (дол. еквівалент) валютах, 12.2018 = 100



Джерело: розрахунки НБУ.

Крім того, попри наявні обмеження на кредитування в іноземній валюті, станом на кінець 2020 року 37% усіх банківських кредитів деноміновані в іноземній валюті. Відтак зміни обмінного курсу гривні впливають на динаміку загальних валових кредитів. Курсова переоцінка у зв'язку із зміцненням курсу гривні призвела до суттєвого зниження валових кредитів у 2019 році

Для активізації банківського кредитування НБУ:

- проводить стимулюючу монетарну політику та вжив низку заходів, спрямованих на надання банкам більшої гнучкості в управлінні власною ліквідністю (адаптував операційний дизайн монетарної політики, оптимізував розрахунок обов'язкових резервів, розширив перелік прийнятної застави тощо);
- запровадив нові інструменти – довгострокове рефінансування, процентні та валютні свопи. Зокрема в IV кварталі оголошено про подальше [проведення аукціонів своп процентної ставки](#) для розвитку довгострокового кредитування. З одного боку, ці інструменти покликані підтримувати ліквідність банків, з іншого – сприяти зниженню відсоткових ставок в економіці;
- веде роботу з банками щодо поліпшення корпоративного управління та зниження частки проблемної заборгованості. У IV кварталі НБУ [подовжив терміни очищення балансів від непрофільних активів](#), що дасть змогу банкам не зменшувати свій капітал на розмір таких активів тощо.

Найближчим часом НБУ планує додаткові заходи з удосконалення підходів до оцінки кредитного ризику та зниження регуляторного навантаження на банки. Проте головні перешкоди, які стримують кредитування та його здешевлення, є не в площині банківської системи. Це, зокрема, брак платоспроможних позичальників, слабкий захист кредиторів, діючий мораторій на стягнення застави за валютною іпотекою, неврегульованість та непрозорість ринку новобудов тощо. Тож динамічний розвиток кредитування буде неможливим без реалізації заходів із зниження ризиків кредитування та структурних реформ.

²³ Списання непрацюючих кредитів не означає їх прощення, робота з їх стягнення проводитиметься і надалі.

²⁴ Чисті кредити – валова балансова вартість кредитів, скоригована на величину оціночного резерву під кредитні збитки.

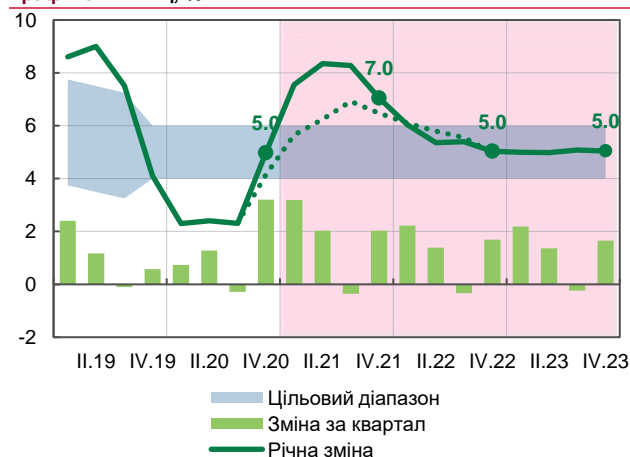
²⁵ Кредити, за якими не відбулося дефолту боржника відповідно до Постанови НБУ № 351. Дефолт визначається фактом прострочення платежу за активом понад 90 днів, або неможливістю вчасного погашення боргу позичальника без стягнення забезпечення.

Частина 3. Економіка України: прогноз²⁶

3.1. Інфляційний розвиток

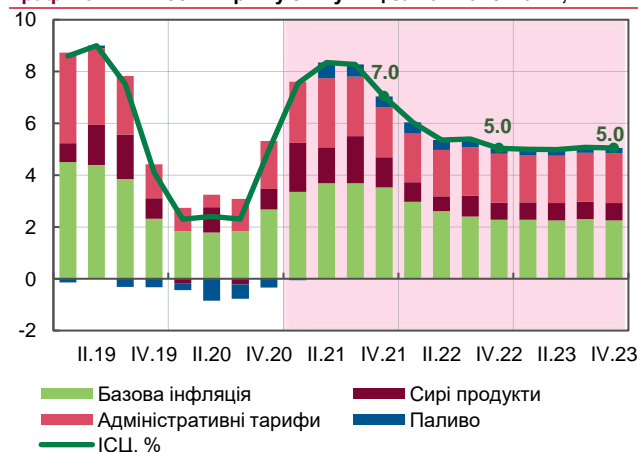
- У 2021 році очікується тимчасовий сплеск інфляції вище цільового діапазону, зумовлений нижчим минулорічним урожаєм сільськогосподарських культур, подорожчанням енергоресурсів та подальшим зростанням споживчого попиту.
- Після вичерпання ефектів з боку пропозиції та з огляду на реакцію монетарної політики інфляція почне знижуватись у другому півріччі та увійде до цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п. у першому півріччі 2022 року.

Графік 3.1.1. ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Інфляція у 2021 році перебуватиме вище від цільового діапазону через низку факторів пропозиції на тлі відновлення економічного зростання

Після тривалого перебування нижче від цільового діапазону в умовах економічної кризи споживча інфляція на початку 2021 року помітно прискориться. Головними факторами сплеску інфляції будуть фактори пропозиції, зокрема продовольства (нижчі торішні врожаї) та подорожчання енергоносіїв (як автомобільного пального, так і природного газу для потреб населення та залежних від нього послуг ЖКГ). Додатковим проінфляційним фактором у 2021 році стане значне підвищення мінімальної заробітної плати (на 20% у січні та ще на 8.3% – у грудні), що прискорюватиме інфляцію як через канал попиту (зростання доходів населення), так і через канал пропозиції (внаслідок вищої собівартості виробництва). Це знайде відображення насамперед у цінах у сфері послуг, де оплата праці становить значну частку в собівартості. Відповідно на тлі низької бази минулого року та вичерпання тимчасових стримуючих факторів пропозиції інфляція вийде за верхню межу цільового діапазону вже на початку року. Для повернення її до цільового діапазону в першій половині наступного року у міру виходу економіки з кризи монетарна політика НБУ поступово жорсткішатиме, хоча загалом залишатиметься стимулюючою. Як і очікувалося раніше, НБУ допускатиме перевищення інфляцією цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п. у 2021 році (7.0% р/р у грудні) з метою збереження монетарних стимулів для виходу економіки з кризи.

Базова інфляція у 2021 році прискориться до 5.9% через вторинні ефекти від цін на сирі продукти харчування та підвищення заробітних плат

Відновлення економіки в поточному році поступово посилюватиме фундаментальний інфляційний тиск. Проте на прискорення базової інфляції значною мірою вплинуть вторинні ефекти від подорожчання сирих продуктів харчування.

Важливим чинником пришвидшення інфляції послуг буде підвищення мінімальної заробітної плати (до 6000 грн у січні та 6500 грн у грудні 2021 року), що, крім зростання споживчого попиту, призведе до збільшення витрат бізнесу на заробітну плату і податкового навантаження.

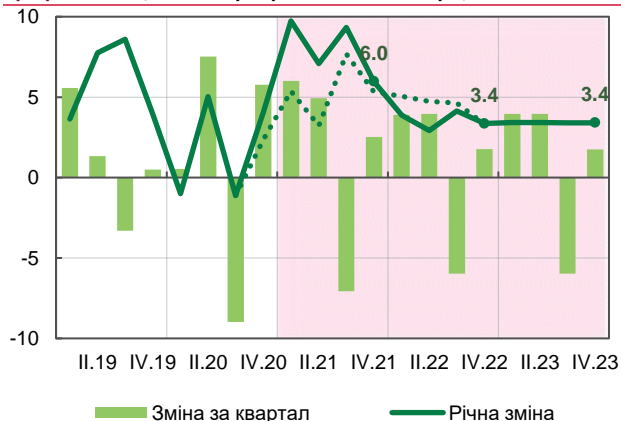
²⁶ Якщо не позначено інше – пунктирна лінія на графіках означає попередній прогноз.

Графік 3.1.3. Базовий ІСЦ, %



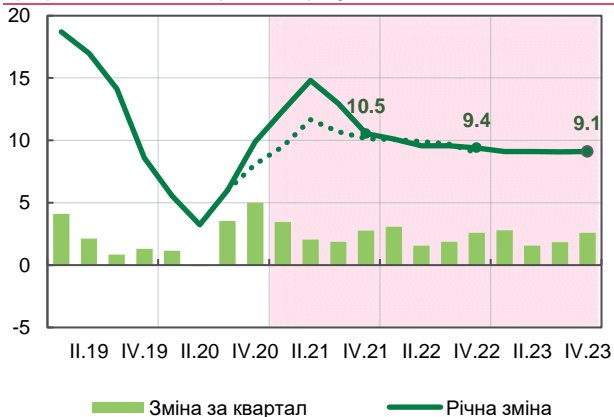
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.1.4. Ціни на сирі продовольчі товари, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.1.5. Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Відповідно очікується, що бізнес компенсуватиме ці додаткові видатки шляхом підвищення цін.

Зміна споживчої поведінки на тлі карантинних обмежень та можливостей працювати віддалено все ще залишатиметься дезінфляційним фактором для базової інфляції, зокрема падіння цін на одяг та взуття зберігатиметься протягом більшої частини року. Проте надалі помірне зростання цін поступово відновиться і для цієї групи товарів.

Відновлення української та глобальної економіки сприятиме подальшому зростанню реальних доходів населення, посилюючи фундаментальний інфляційний тиск. Відповідно НБУ може вдатися до підвищення ключової ставки задля його зниження у 2021–2022 роках, що дасть змогу повернути загальну інфляцію до цілі.

Продовольча інфляція у 2021 році зросте через обмежену пропозицію та зростання виробничих витрат

Зростання продовольчої інфляції в першому півріччі поточного року триватиме внаслідок нижчого минулорічного врожаю більшості сільськогосподарських культур. Це визначатиме подорожчання окремих компонентів ІСЦ як безпосередньо через обмежену пропозицію, так і через канали собівартості (зокрема на ціни м'ясо-молочної продукції внаслідок подорожчання кормів для худоби). Виробничі витрати, пов'язані з підвищенням мінімальної заробітної плати, а також подорожчання палива також зумовлюватимуть зростання цін. З боку попиту прискорення продовольчої інфляції підтримуватиметься зростанням доходів населення на тлі відновлення економіки. Проте дія більшості шоків пропозиції вичерпається після надходження в продаж продукції нового врожаю, що зумовить уповільнення продовольчої інфляції наприкінці року до 6%.

У середньостроковій перспективі прогнозується поступове сповільнення продовольчої інфляції нижче 4% завдяки збільшенню пропозиції продовольчих товарів через подальше зростання продуктивності сільськогосподарського виробництва.

Адміністративна інфляція буде високою (9–11% на рік) через подорожчання тютюнової продукції та електроенергії

Як і інші компоненти інфляції, її адміністративна складова суттєво зростає в першому півріччі 2021 року. Головним чинником такого прискорення є зростання вартості енергоносіїв. Основне підвищення вартості газу відбулося ще наприкінці минулого року. Припускається, що фактор адміністративного обмеження ціни газу діятиме лише протягом лютого-березня. Проте надалі прогнозується, що за рік його ціна майже не зміниться в умовах посилення конкуренції на внутрішньому ринку та достатньої пропозиції газу і запасів у сховищах на європейському ринку. Проте на тлі низької бази порівняння минулого літа внесок газу формуватиме

понад третину річної адміністративної інфляції в II кварталі. Водночас тарифи на опалення та гаряче водопостачання підвищуються в поточному році, враховуючи як торішнє подорожчання газу, так і зростання фонду оплати праці. У поточному прогнозі враховується подорожчання електроенергії в межах 40% у поточному році як через відміну пільгового тарифу для населення (для обсягів споживання до 100 кВт·год), так і внаслідок початку приведення тарифів на електроенергію для побутових споживачів до ринкових рівнів. Це зумовить 0.3 в. п. внеску в річну інфляцію. Значне підвищення мінімальної заробітної плати стане причиною перегляду заробітних плат у сфері ЖКГ, що визначатиме подальше подорожчання окремих комунальних послуг та додаткове зростання адміністративної інфляції.

Графік 3.1.6. Ціни на паливо, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Незважаючи на те, що зростання соціально чутливих тарифів створює значний резонанс, усе ж основний внесок в адміністративну інфляцію на всьому прогнозованому періоді формуватиме підвищення ставок акцизів на тютюнову продукцію, яке призведе до її подорожчання на 16–17% щороку.

В умовах відновлення світової економіки зросте попит на нафтопродукти, тому у 2021 році та в наступні роки прогнозується підвищення вартості палива в Україні вслід за зростанням вартості нафти. Крім безпосереднього впливу на інфляцію паливо буде вагомим проінфляційним фактором у прогнозованому періоді через вторинні ефекти на собівартість багатьох товарів.

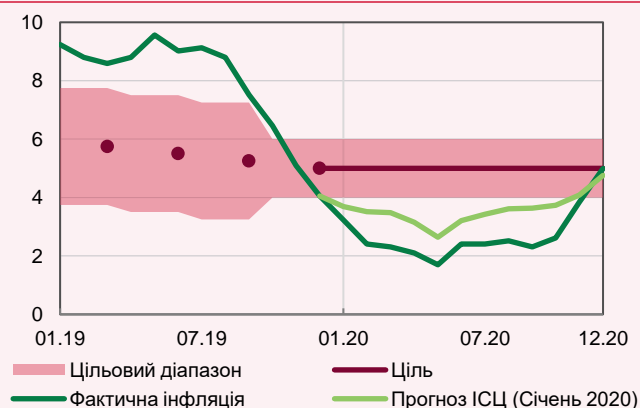
Порівняно з попереднім Інфляційним звітом прогноз інфляції в поточному році підвищено з 6.5% до 7.0% з кількох причин: подорожчання продовольчої продукції внаслідок негативного впливу факторів пропозиції, зростання цін на енергоресурси (газ та нафту), суттєвішого підвищення тарифів на електроенергію.

Вставка 7. Оцінка досягнення цілі з інфляції

У грудні 2020 року споживча інфляція сягнула центральної точки цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п., який був визначений Основними засадами грошово-кредитної політики на 2020 рік та середньострокову перспективу. Досягнення цілі – результат балансування між різними ризиками, що впливають на інфляцію. Низхідний тиск від падіння світової та української економік, а також зниження цін на енергію згодом були нівельовані проінфляційними чинниками, а саме зростанням адміністративно-регульованих цін, скороченням пропозиції окремих товарів та послабленням гривні.

Макроекономічним прогнозом НБУ в січні 2020 року передбачалося сповільнення інфляції на початку року нижче нижньої межі цільового діапазону. Водночас очікувалося її повернення до цільового діапазону наприкінці року завдяки пом'якшенню монетарної політики та високому внутрішньому попиту.

Графік 1. Траєкторія інфляції згідно з прогнозом НБУ за січень 2020 року та фактична динаміка споживчої інфляції



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Унаслідок коронакризи фактична інфляція перебувала нижче траєкторії, передбаченої січневим прогнозом НБУ, протягом майже всього року. Утім, поступове відновлення світової та української економік, збільшення споживчого попиту, а також зростання світових цін на енергоносії та окремі продукти харчування згодом сформували проінфляційний тиск. Тож наприкінці року інфляція прискорилося стрімкіше, ніж прогнозувалося, та сягнула центральної точки цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п.

Таблиця 1. Реалізація окремих припущень на 2020 рік, закладених у прогноз НБУ (січень 2020 року)

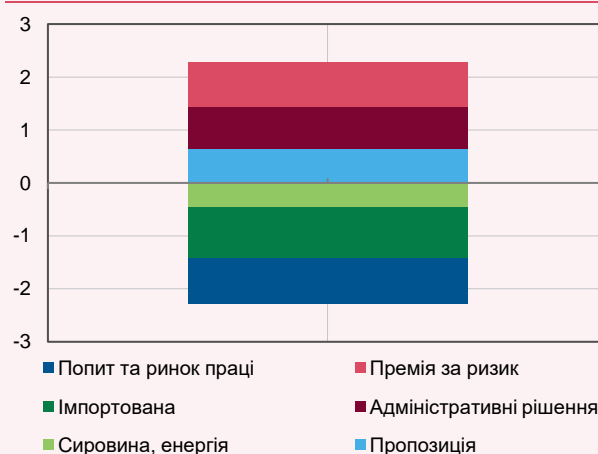
Показник	Прогноз значення	Фактичне значення (оцінка)
Ціни на нафту Brent, дол./бар. ¹	63.3	42.3
Ціна імпортованого природного газу, дол./1000 м ³	193.5	144.8
ІСЦ в Єврозоні, % р/р ²	1.3	-0.3
Премія за ризик для України*, % ¹	4.8	6.2
Урожай зернових, млн т	75	65
Урожай соняшнику, млн т	13.5	13
Зростання реальної заробітної плати, % р/р ²	8.2	7.2
НЕОК гривні, % р/р ("+" зміцнення, "-" девальвація) ¹	6.5	-1.4
Зміна цін на газ для населення, % р/р ²	14	56.4

* Розраховується як різниця між середньою дохідністю українських єврооблігацій та дохідністю десятирічних казначейських облігацій уряду США.

¹ у середньому за рік; ² на кінець періоду.

Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2. Декомпозиція відхилення інфляції від цілі в грудні 2020 року, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Чинники, що визначали інфляцію у 2020 році, мали різноспрямований вплив і компенсували один одного.

Так інфляцію у 2020 році стримували:

- **послаблення внутрішнього та зовнішнього попиту** внаслідок негативного впливу пандемії на економічну активність в Україні та світі. Так, в умовах карантину споживачі відкладали витрати на товари не першої необхідності, а також адаптували свої потреби до нових умов, зокрема враховували можливості дистанційної роботи і навчання. Бізнес теж переглянув свої підходи до управління запасами та цінової політики з огляду на нижчий сукупний попит, у тому числі зовнішній, а також логістичні складнощі та невизначеність щодо обмежень. Водночас звуження світового попиту послабило загальний інфляційний тиск з боку країн – ОТП України. У підсумку **імпортована складова інфляції теж була нижчою**, ніж очікувалося;
- сприятлива цінова кон'юнктура на зовнішніх ринках. Зокрема, зберігалися відносно **високі ціни на сировинні товари** українського експорту (зернові, олія, сталь, руда). Це сприяло надходженню іноземної валюти в Україну, що підтримало позиції гривні на валютному ринку. Водночас інфляцію також гальмувало **здешевлення енергоносіїв** (нафта, природний газ) у середині року.

Натомість зростання інфляції підтримували:

- волатильність на світових фінансових ринках та пов'язана з нею втеча капіталу в безпечні активи. Інтерес інвесторів до боргових активів ЕМ знизився. Попри певне відновлення в другій половині року, він залишався нестійким. **Премія за ризик для**

суверенних облігацій України залишалася високою. Це створювало девальваційний та відповідно інфляційний тиск;

- **підвищення адміністративно регульованих тарифів і цін.** Додатний внесок у відхилення інфляції від цілі був очікувано зумовлений зростанням акцизів на тютюнову продукцію та цін на окремі комунальні послуги (водопостачання та водовідведення, природний газ);
- **нижчий урожай соняшнику, зернових та цукрових буряків** не лише вплинув на вартість олії, цукру та борошна в ІСЦ, а й позначився на наступних ланках виробничого процесу, зокрема через зростання витрат на сировину в харчовій промисловості й подорожчання кормів у тваринництві.

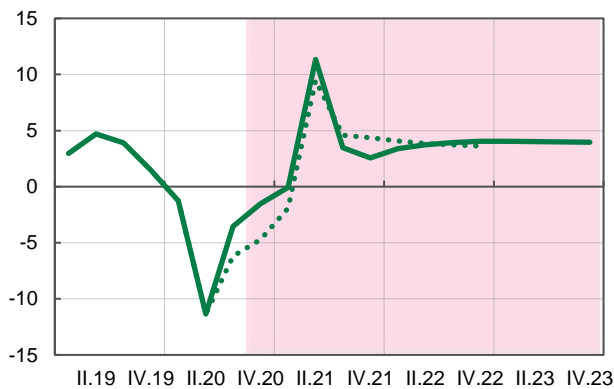
НБУ враховував дію зазначених чинників у своїх рішеннях. Так з огляду на значне послаблення інфляційного тиску та скорочення ділової активності впродовж першої половини року, НБУ продовжив пом'якшення монетарної політики. Облікова ставка була знижена до рекордного рівня в 6% вже у першому півріччі, навіть раніше, ніж передбачалося торішнім січевим прогнозом. Разом із вичерпанням багатьох дезінфляційних чинників це сприяло досягненню інфляційної цілі наприкінці 2020 року.

НБУ й надалі дотримуватиметься режиму інфляційного таргетування для забезпечення помірної інфляції на рівні середньострокової цілі 5%.

3.2. Попит і випуск

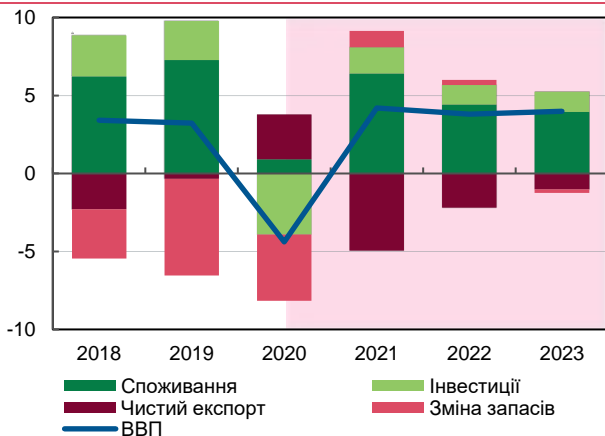
- У 2021 році економіка швидко відновлюватиметься (+4.2%) та майже повернеться до докризового рівня.
- Обсяги споживання зростатимуть унаслідок подальшого збільшення доходів населення, у т. ч. за рахунок підвищення мінімальної заробітної плати.
- Інвестиційна діяльність активізується завдяки зростанню світової економіки та поліпшенню настроїв бізнесу. Стимулююча монетарна політика НБУ також сприятиме поживленню ділової активності.

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.

Економіка України в 2021 році повернеться до зростання, незважаючи на січневий локдаун і продовження адаптивного карантину в першому півріччі. У цьому макропрогнозі враховано продовження адаптивного карантину в першому півріччі. Макропрогнозом передбачається, що подальші обмеження стосуватимуться не заборон для економічної діяльності, а лише вимог до посиленого рівня антиепідемічних заходів.

ВВП України зросте на 4.2% у поточному році як завдяки нарощуванню зовнішнього попиту, так і завдяки поступовому послабленню карантинних обмежень та невизначеності, що вони генерують

У 2021 році відновляться майже всі сектори економіки. Ті, що найменше постраждали від карантинних обмежень (зокрема промисловість, сільське господарство), отримають основний поштовх від зростання попиту, в т.ч. і зовнішнього. Повільнішим буде відновлення в чутливих до карантину секторах послуг і транспорту (пасажирські перевезення, зокрема авіаційні). Для них вагому роль відіграватиме швидкість та охоплення вакцинацією від коронавірусу. В інших секторах бізнес здебільшого адаптувався до діяльності в умовах карантину та нарощуватиме виробництво.

Уже з першого півріччя очікуються додатні темпи зростання ВВП у річному вимірі. Поступове зменшення рівня невизначеності та послаблення карантинних обмежень сприятимуть поліпшенню споживчих настроїв та активізації інвестиційної діяльності бізнесу.

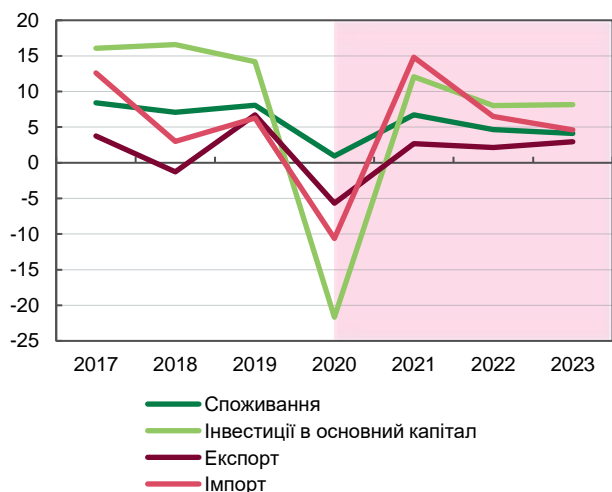
У середньостроковій перспективі українська економіка зростатиме завдяки відновленню зовнішнього попиту, збільшенню реальних доходів населення, поліпшенню споживчих настроїв та зростанню кредитної активності.

Приватне споживання зростатиме внаслідок подальшого підвищення доходів населення

Споживчі витрати населення не скоротилися навіть під час кризи 2020 року та продовжать активно зростати завдяки підвищенню реальних доходів населення. Зростання номінальної заробітної плати у 2021 році перевищить 16% завдяки відновленню економіки та значному підвищенню мінімальної заробітної плати.

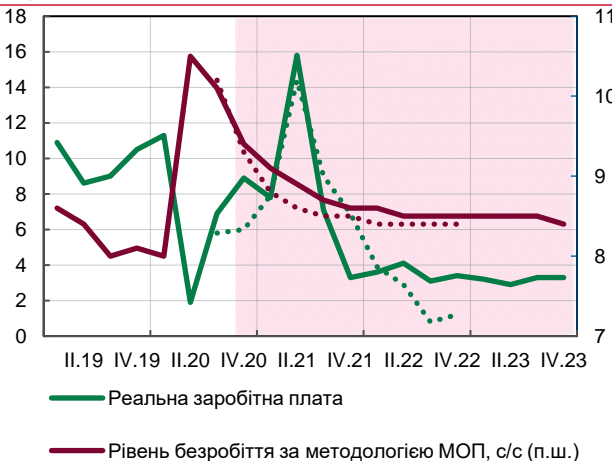
Очікується, що приватне споживання прискориться майже на 8% та стане основним рушієм зростання ВВП у поточному році. Рівень безробіття поступово знижуватиметься, хоча стрімке зростання витрат бізнесу

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



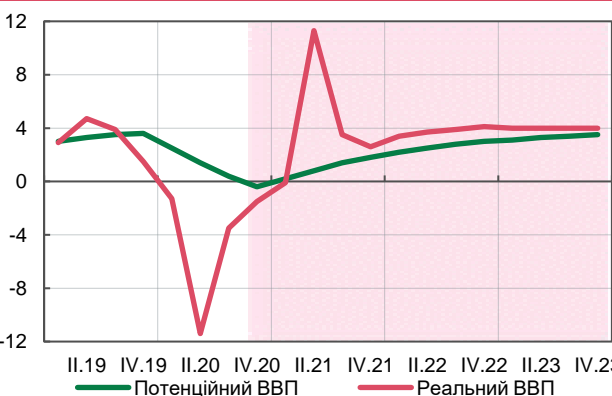
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ.

на оплату праці гальмуватиме цей процес. У 2022–2023 роках разом з уповільненням зростання заробітних плат дещо знизяться і темпи зростання приватного споживання (приблизно до 5%). Проте воно залишатиметься досить високим з огляду на відновлення споживчих настроїв та зростання рівня зайнятості.

Після торішнього падіння обсяги інвестицій в основний капітал зростатимуть високими темпами – на 12% у 2021 році з поступовим уповільненням надалі до 8% за рік. Цьому сприятимуть зменшення невизначеності щодо розвитку пандемії завдяки вакцинації, поживлення світової економіки та відновлення кредитної активності. Інвестиційна діяльність зростатиме завдяки капітальним ремонтам та будівництву дорожньої інфраструктури, а також розширенню виробництва експортерами в умовах сприятливої кон'юнктури на світових товарних ринках. Натомість значне зростання видатків бізнесу на оплату праці обмежуватиме нарощування інвестицій і знижуватиме конкурентоспроможність економіки.

Підвищений попит на імпортовану продукцію, а також поступове відновлення міжнародного туризму повернуть від'ємний внесок чистого експорту у ВВП у 2021-2023 роках

Обсяги імпорту в 2021 році збільшаться майже на 15% у реальному вимірі. Зростатиме як споживчий, так і інвестиційний імпорт. Помітно поживавиться зовнішній туризм з огляду на зростання реальних доходів та поліпшення споживчих настроїв. Відновлення економіки також зумовить збільшення попиту на енергоносії.

ВВП залишатиметься нижчим від потенційного рівня, що обмежуватиме інфляційний тиск, однак розрив ВВП поступово скорочуватиметься

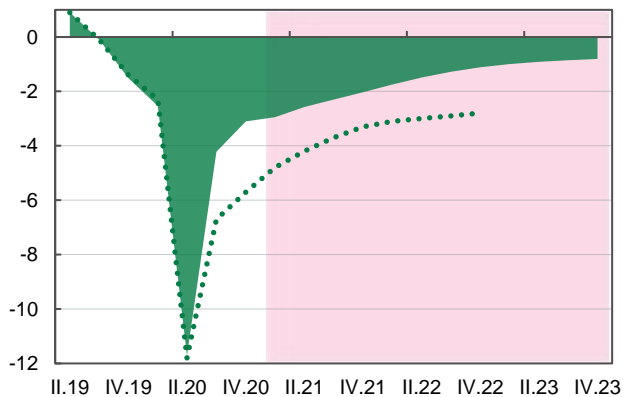
У IV кварталі 2020 року розрив ВВП звузився до -3% (після піку -12% у II кварталі 2020 року). Він скоротився швидше, ніж очікувалось, завдяки високому зовнішньому попиту на сировинні товари, а також швидкій реалізації внутрішнього відкладеного попиту. Його подальше скорочення зумовлюватиметься відновленням інвестиційної активності бізнесу на тлі жвавого внутрішнього та зовнішнього попиту.

Зростання потенційного ВВП забезпечуватиметься підвищенням продуктивності праці внаслідок упровадження нових технологій та оптимізації виробничих процесів підприємств в умовах карантину. Водночас ВВП не досягне свого потенційного рівня в 2021-2023 роках, що стримуватиме інфляційний тиск на всьому прогнозованому горизонті.

Фіскальна політика з 2021 року в міру виходу економіки з кризи буде більш стриманою

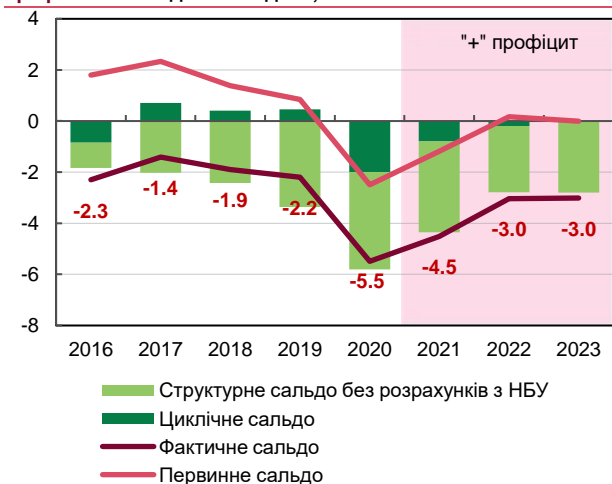
Задля підтримки населення та фіскальних стимулів економіки в умовах боротьби з пандемією уряд збереже значний рівень дефіциту бюджету (4.5% від ВВП) і в поточному році. Проте на етапі сталого зростання економіки потреба в додатковому стимулюванні з боку

Графік 3.2.6. Розрив ВВП, % від потенційного



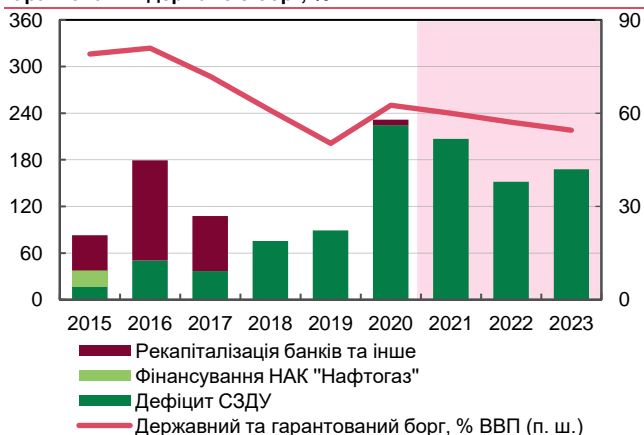
Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ.

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.

держави зменшиться. З наступного року очікується скорочення дефіциту до 3% від ВВП, що дасть змогу поступово поліпшувати боргову позицію.

Прогнозний розмір дефіциту бюджету визначається насамперед реалістичними можливостями його фінансування, що планується за рахунок офіційних та ринкових боргових запозичень. Визначальну роль для цього відіграватиме виконання умов програми співпраці з МВФ.

Темпи зростання доходів СЗДУ в поточному році на 1–2 в. п. перевищать рівень інфляції насамперед завдяки надходженням від ПДФО та відрахуванням до Пенсійного фонду, що прискоряться в умовах суттєвого підвищення номінальної заробітної плати. Відновлення сукупного попиту сприятиме нарощуванню збору податків на товари та послуги, зокрема ПДВ та акцизного податку. Останній додатково зростатиме через підвищення акцизних ставок на тютюнову продукцію. Очікуване поліпшення фінансових результатів підприємств дасть змогу наростити надходження від податку на прибуток. Водночас неподаткові надходження знизяться порівняно з попереднім роком за рахунок меншого обсягу перерахування прибутку НБУ до державного бюджету.

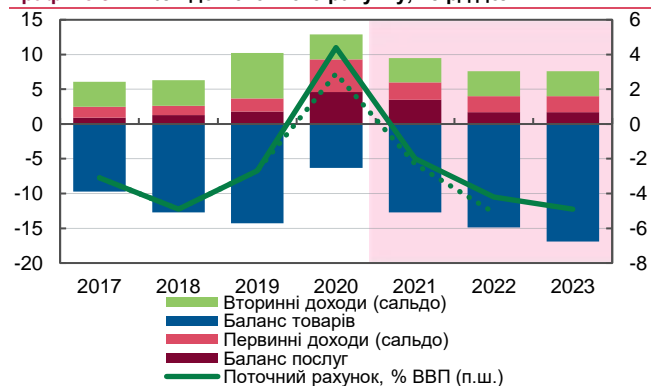
Зростання бюджетних видатків у поточному році буде помірним. Суттєво зростуть соціальні видатки у зв'язку з підвищенням мінімальної зарплати і необхідністю підтримання населення в умовах карантину. Темпи зростання капітальних видатків, у т. ч. на дорожнє будівництво, сповільняться задля збереження помірних обсягів дефіциту бюджету.

Рівень державного та гарантованого державою боргу після зростання до 63% ВВП у 2020 році надалі скорочуватиметься на 2–3 в. п. щороку завдяки зростанню економіки, виваженій фіскальній політиці та помірній волатильності обмінного курсу.

3.3. Платіжний баланс

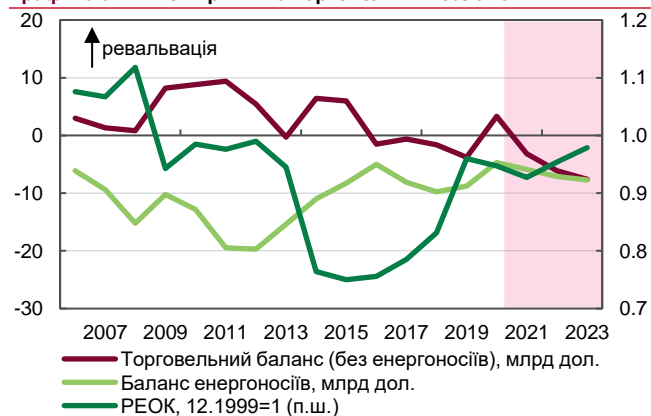
- З 2021 року поточний рахунок повернеться до дефіциту, який розширюватиметься у наступних роках унаслідок зростання внутрішнього попиту та поступового погіршення умов торгівлі.
- Приплив капіталу в Україну відновлюватиметься на тлі продовження співпраці з МВФ, поживлення економічної активності та збереження м'яких монетарних умов у світі.
- У результаті міжнародні резерви становитимуть близько 30 млрд дол, що дорівнюватиме 90 – 100% за композитним критерієм МВФ.

Графік 3.3.1. Сальдо поточного рахунку, млрд дол.



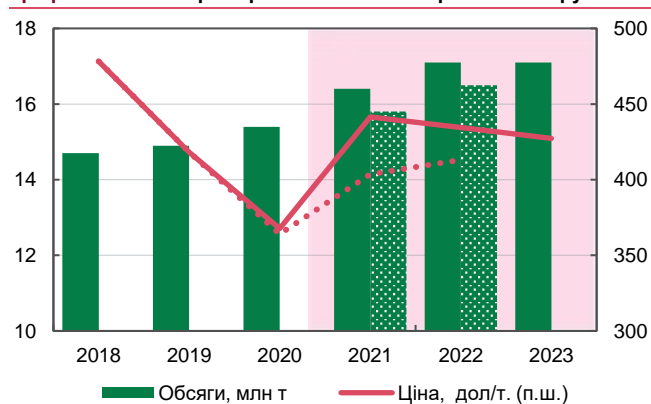
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.3.2. РЕОК гривні та торговельний баланс



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.3.3. Експорт чорних металів: чотири основні групи



Джерело: розрахунки НБУ.

Зростання споживчого попиту та відновлення інвестиційної активності зумовлять розширення дефіциту поточного рахунку у 2021–2023 роках

Після повернення поточного рахунку до дефіциту в 2021 році, він надалі розширюватиметься (до 4.9% ВВП у 2023 році) унаслідок зростання споживчого попиту та відновлення інвестиційних проектів. Додатковими чинниками будуть погіршення умов торгівлі, відновлення міжнародного туризму, зниження обсягів транзиту газу та зростання виплат за реінвестованими доходами. Після зниження обсягів торгівлі у 2020 році внаслідок запровадження протиепідемічних обмежень у 2021 році очікується повернення експорту та імпорту на докризовий рівень, а у 2022–2023 роках – їх поступове зростання.

У 2021–2023 роках експорт зростатиме на тлі значного попиту на продукцію металургії та машинобудування серед країн торговельних партнерів унаслідок програм стимулювання економіки, а також подальшого зростання продуктивності в сільському господарстві.

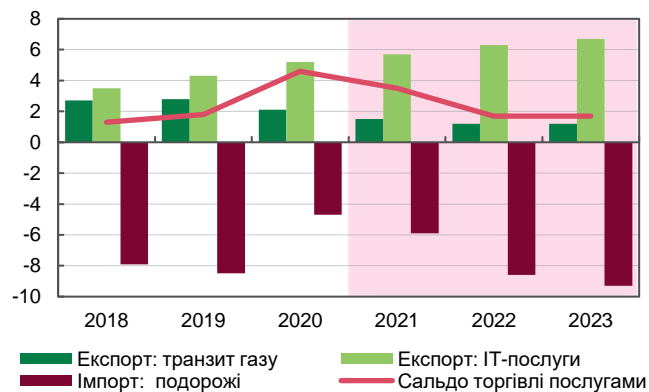
Імпорт зростатиме у 2021–2023 роках за рахунок як енергетичної, так і неенергетичної складової. Зростання неенергетичного імпорту забезпечуватиметься насамперед споживчим попитом через підвищення реальних доходів населення та інвестиційним на тлі росту економіки. Ріст енергетичної складової визначатиметься, як збільшенням цін, так і попиту на енергоресурси.

Після рекордного профіциту торгівлі послугами у 2020 році, який зумовлений зниженням імпорту подорожей, він поступово скорочуватиметься на прогнозованому горизонті внаслідок відновлення туризму, а також зменшення обсягів транзиту газу. Імпорт подорожей у 2021 році відновиться лише частково, а досягнення докризового рівня очікується лише у 2022 році. Поступове збільшення експорту послуг забезпечуватиметься насамперед подальшим ростом ІТ-сектору, що продемонстрував стійке зростання навіть у 2020 році.

У 2021–2023 роках обсяги переказів продовжать зростати завдяки стійкому попиту на українських трудових мігрантів в країнах-реципієнтах. У 2021–2023 роках очікується, що обсяги репатріації дивідендів залишатимуться на середньому рівні попередніх років.

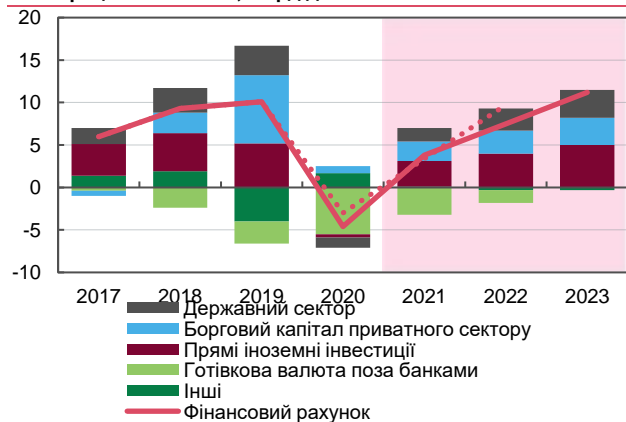
За продовження співпраці з МВФ приплив капіталу до державного та приватного секторів дасть змогу зберегти міжнародні резерви на поточному рівні

Графік 3.3.4. Окремі показники торгівлі послугами, млрд дол



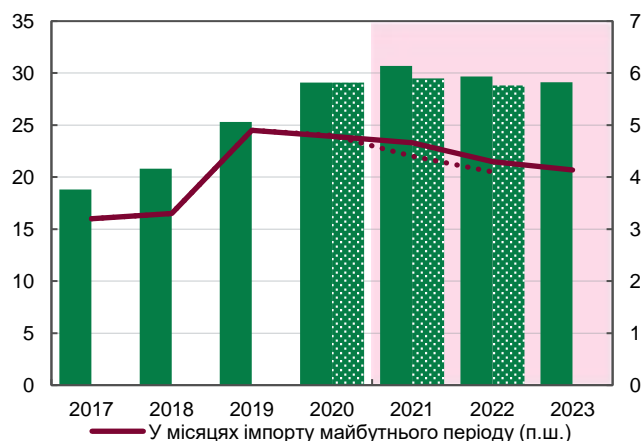
Джерело: розрахунки НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.3.6. Міжнародні резерви, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

Розширення дефіциту поточного рахунку на прогностичному горизонті буде повністю профінансовано припливом капіталу за фінансовим рахунком, який поступово зростатиме на тлі стабілізації макроекономічної ситуації та збереження м'яких монетарних умов у світі.

У 2021–2023 роках відновиться приплив ПІІ, у тому числі за рахунок збільшення реінвестованих доходів. Крім того, зростатиме і приплив боргового капіталу, а також знижуватиметься вплив валютної готівки поза банки, що сприятиме розширенню профіциту фінансового рахунку.

Очікується продовження залучень державним сектором від ЄС та Світового банку, а також нових розміщень ОЗДП для фінансування дефіциту бюджету. Попит з боку нерезидентів на ОВДП, номіновані в гривні зростатиме, на тлі незначних коливань обмінного курсу та збереження низьких відсоткових ставок у світі.

Додатне сальдо зведеного платіжного балансу разом із фінансуванням від МВФ допоможе утримувати міжнародні резерви на рівні 29–31 млрд дол. у 2021–2023 роках, що становитиме від 90 до 100% метрики МВФ щодо достатності резервів.

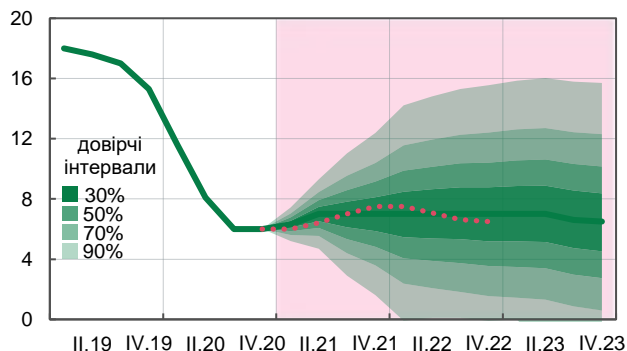
Порівняно з попереднім прогнозом зміни в платіжному балансі мінімальні. Ефекти перегляду для поточного рахунку різноспрямовані, але в цілому позитивні. Переглянуті в бік збільшення як ціни основних експортних товарів, так і енергетичного імпорту. У результаті у 2021 році умови торгівлі дещо покращились, а надалі ефект майже нейтральний. Баланс енергоносіїв залишився майже без змін. Через заміщення промисловими підприємствами споживання вугілля на користь газу підвищено імпорт останнього, водночас знижено імпорт вугілля. Також дещо зросли обсяги транзиту газу в 2021 році через новини про відтермінування закінчення будівництва обхідних газопроводів. Також через вищий світовий попит був переглянутий експорт металургійної продукції. Однак швидшим, ніж очікувалося, буде і зростання внутрішнього попиту, та, як наслідок, споживчого імпорту.

Приплив капіталу за фінансовим рахунком також майже не змінився. Порівняно з попереднім прогнозом очікуються дещо нижчі надходження прямих іноземних інвестицій з огляду на збереження високого рівня невизначеності. Однак порівняно з попереднім прогнозом очікується зростання інтересу іноземних інвесторів до гривневих ОВДП після позитивного сигналу від МВФ та підвищення апетитів інвесторів на тлі початку вакцинації та фіскальних стимулів у США. У результаті прогноз міжнародних резервів дещо покращено – їх обсяг коливатиметься навколо 30 млрд дол.

3.4. Монетарні умови та фінансові ринки

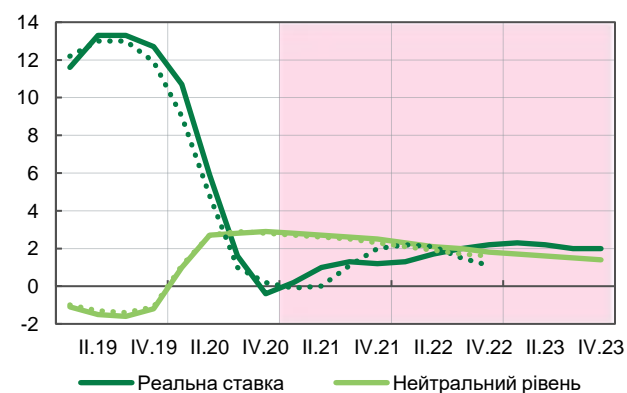
- Стимування інфляційного тиску потребуватиме підвищення ключової ставки в 2021 році. Утім її рівень залишатиметься нижче нейтрального впродовж 2021 року та більшої частини 2022 року.
- Профіцит ліквідності банківської системи зберігатиметься на прогнозованому горизонті, що сприятиме утриманню міжбанківських ставок близько до нижньої межі в коридорі ставок НБУ.
- Зниження невизначеності щодо розвитку пандемії позитивно впливатиме на строкову структуру депозитів, відновлення кредитування та більш помірні темпи зростання готівки в обігу.

Графік 3.4.1. Облікова ставка НБУ*, середня, %



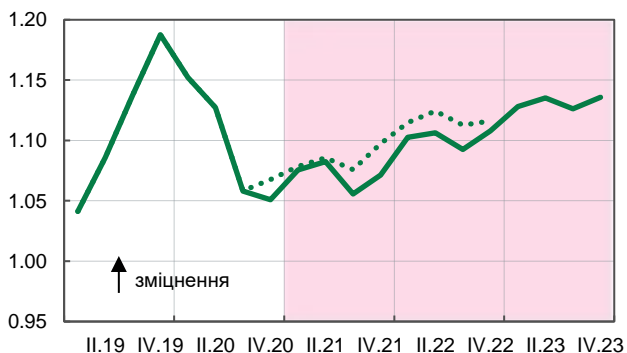
* Зниження облікової ставки обмежене нульовим рівнем.
Джерело: розрахунки НБУ.

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



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

Графік 3.4.3. Індекс РЕОК гривні, IV.2018 = 1



Джерело: розрахунки НБУ.

НБУ доведеться ужорсточити монетарну політику в 2021 році для стримання інфляційного тиску

Монетарна політика й надалі спрямовуватиметься на забезпечення балансу між реакцією на інфляційні ризики та підтримкою відновлення економіки. Виходячи з принципу гнучкості інфляційного таргетування, НБУ не реагуватиме на короткострокові інфляційні шоки. Утримання облікової ставки нижче її нейтрального рівня збереже сприятливі умови для пришвидшеного відновлення економіки. Водночас, якщо посилення фундаментального тиску на ціни з боку споживчого попиту не буде компенсоване іншими факторами, зокрема суттєвим припливом капіталу, а інфляційні очікування продовжать погіршуватися, то НБУ підвищить облікову ставку. Масштаби підвищення залежатимуть від інтенсивності впливу зазначених факторів.

Більш раннє, ніж передбачав попередній прогноз, підвищення ставки обумовлено реалізацією низки проінфляційних ризиків та швидшим відновленням споживчого попиту. Вищі експортні ціни стримуватимуть інфляційний тиск через канал обмінного курсу, а тому підвищення ставки у 2021 році буде помірнішим, ніж очікувалося раніше. Утім, ставка залишатиметься на рівні 7% довше через ефекти вищої світової інфляції.

РЕОК гривні поступово зміцнюватиметься внаслідок перевищення внутрішньої інфляції над інфляцією в країнах – ОТП.

Зберігатиметься профіцит ліквідності банківської системи. Це сприятиме низькій волатильності ставок на МБКР з коливаннями переважно в нижній частині коридору ставок НБУ. Головними каналами постачання ліквідності будуть купівля НБУ іноземної валюти та витрачання урядом коштів, отриманих від конвертації іноземної валюти.

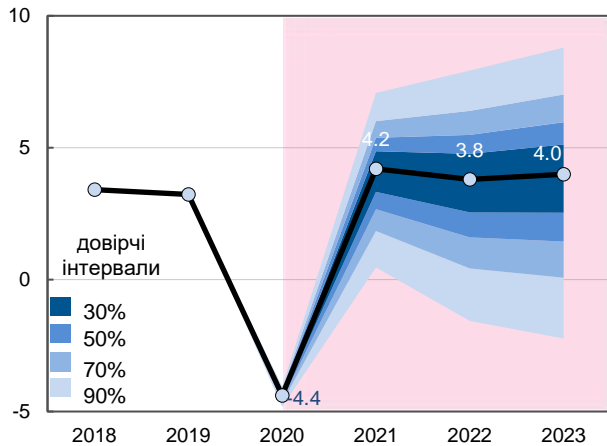
Ставки банків за операціями з клієнтами ймовірно дещо зростуть у відповідь на інфляційний сплеск та підвищення ключової ставки. Підняття банками ставок головним чином відобразиться на короткостроковому сегменті.

Послідовна монетарна політика НБУ сприятиме закоренню інфляційних очікувань та забезпечить повернення інфляції до цільового діапазону. Це, разом із зниженням невизначеності щодо розвитку пандемії позитивно впливатиме на строкову структуру депозитів та подальше відновлення банківського кредитування.

3.5. Ризики прогнозу

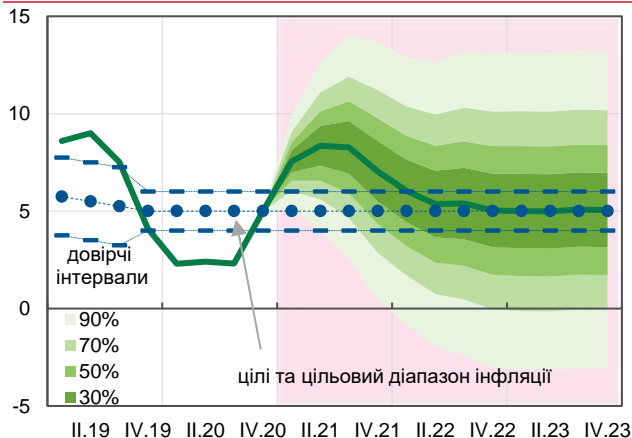
- Ключовим припущенням прогнозу є продовження програми співпраці з МВФ.
- Основними ризиками для реалізації цього прогнозу є посилення карантинних заходів як в Україні, так і у світі, а також суттєвий приплив капіталу в Україну.

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%.

Поточний макроекономічний прогноз базується на припущенні щодо продовження програми співпраці з МВФ. Співпраця з Фондом є передумовою для забезпечення бюджетних потреб, у тому числі за рахунок пов'язаного фінансування від міжнародних партнерів. Призупинення програми може не тільки сповільнити економічне відновлення, але й кардинально погіршити інфляційні та девальваційні очікування. Це вимагатиме від НБУ упровадження жорсткішої монетарної політики.

Одним з головних ризиків залишається тривалий строк пандемії та посилення карантинних заходів. Погіршення епідемічної ситуації негативно вплине на зовнішній та внутрішній попит і сповільнить відновлення економіки. Виникне потреба в посиленні фіскальних та монетарних стимулів для пом'якшення впливу пандемії на економіку. Можливий і протилежний розвиток подій: швидка та масштабна вакцинація у світі може пришвидшити глобальне економічне зростання. У разі реалізації цього ризику глобальна інфляція може прискорюватися швидше, генеруючи тиск на внутрішні ціни. Реакція монетарної політики зумовлюватиметься оцінкою такого тиску та можливостями його компенсації через валютний канал.

Іншим вагомим ризиком для прогнозу є суттєвий приплив капіталу в Україну. Надміряні монетарні умови у світі та оптимізм щодо вакцинації вже пошавили інтерес іноземних інвесторів до ринків, що розвиваються, у тому числі й до України. Значний приплив капіталу може послаблювати інфляційний тиск через канал валютного курсу.

Ризиком зовнішнього середовища є суттєвіше погіршення умов торгівлі. Воно може бути пов'язане як зі швидшим вичерпанням тимчасових факторів, які підтримують високі ціни експорту (зокрема руди та зернових), так і зі значним подорожчанням імпортованих товарів (зокрема енергоносіїв) в умовах стрімкішого, ніж припускається в базовому сценарії, зростання світової економіки. Негативний вплив такого сценарію проявиться насамперед через канал обмінного курсу. Відповідно НБУ вдасться до жорсткішої монетарної політики для усунення надлишкового інфляційного тиску.

Актуальними є фіскальні ризики. Фінансування дефіциту державного бюджету за рахунок значних залучень на внутрішньому ринку може призвести до зростання вартості запозичень та посилення конкуренції Мінфіну з бізнесом за кошти банків. Це створює загрозу для відновлення кредитування через ефект фіскального витіснення. Реалізація сценарію із суттєвішим припливом капіталу може нівелювати ці негативні ефекти.

		Ймовірність настання ризику		
		Низька <15%	Середня 15%–25%	Висока 25%–50%
Ступінь впливу на базовий сценарій	Слабкий	Зростання волатильності світових цін на продовольство		
	Помірний	Зниження врожаю основних с/г культур	Фіскальні та квазіфіскальні ризики Суттєвіше погіршення умов торгівлі	
	Сильний	Ескалація військового конфлікту	Гальмування співпраці з МВФ Швидке відновлення світової економіки Суттєвий приплив капіталу в Україну від нерезидентів	Триваліший строк пандемії коронавірусу

Водночас фінансові дисбаланси в енергетичному секторі, пов'язані з тривалим адміністративним регулюванням тарифів на електроенергію для населення, накопиченням боргів перед компаніями "зеленої" енергетики та іншими неплатежами формують ризики квазіфіскального характеру (детальніше у вставці 8 "Заборгованість на ринку електроенергії" на стор. 51). Несистемний підхід до їх вирішення може привести до суттєвих додаткових бюджетних витрат та зростання державного боргу.

Макропрогноз побудований з урахуванням того, що не буде суттєвих як позитивних, так і негативних шоків з боку пропозиції продовольства. Відповідно ще одним ризиком є неврожай зернових, олійних чи інших плодовоовочевих культур, зокрема через несприятливі погодні умови. Відтак зросте продовольча інфляція та знизиться ВВП через скорочення виробництва в сільському господарстві.

Водночас втрати від менших обсягів експорту можуть частково компенсуватися зростанням цін на зернові. У цьому разі реакція монетарної політики відобразить баланс між потребою в зниженні інфляційного тиску та мінімізацією втрат для економіки.

В умовах швидких кліматичних змін актуальними є ризики зростання волатильності світових цін на продовольство. Через значну частку продуктів харчування в структурі ІСЦ інфляція в Україні є досить чутливою до таких шоків. Відповідно, вони можуть обумовити як короткострокове, так і більш тривале відхилення інфляції від цілі. Реакція монетарної політики зумовлюватиметься впливом шоку пропозиції на інфляційні очікування.

Зберігаються ризики ескалації військового конфлікту на сході країни, що можуть суттєво погіршити інвестиційну привабливість України та очікування економічних агентів. Натомість прогрес у врегулюванні ситуації на тимчасово непідконтрольних територіях сприятиме значному поліпшенню інвестиційного клімату та зниженню премії за ризик для країни.

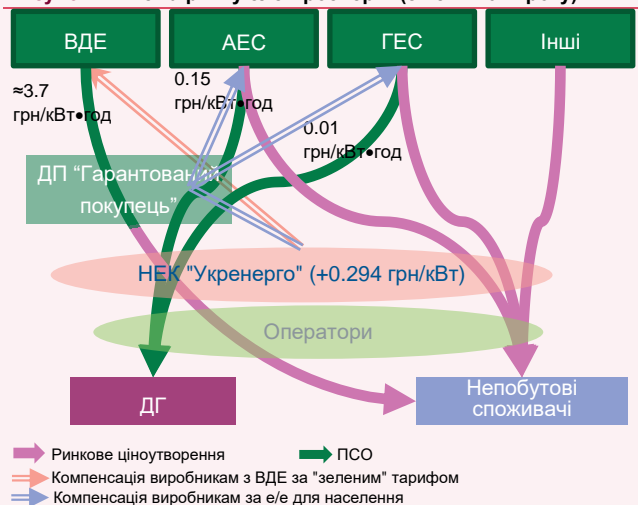
Вставка 8. Заборгованість на ринку електроенергії

Із запровадженням нової моделі ринку електроенергії на окремих його учасників було покладено спеціальні обов'язки щодо забезпечення загальносуспільних інтересів. Проте через недосконалість механізму компенсації таких обов'язків на тлі погіршення економічних умов на початку 2020 року, накопичилася значна заборгованість між учасниками ринку. Це стало ще одним ризиком для фіскальної сфери.

Під час запуску нової моделі ринку в середині 2019 року для збереження тарифів для населення на незмінному рівні та виконання зобов'язань перед виробниками е/е з відновлювальних джерел енергії було введено в дію спеціальні обов'язки (ПСО). Для забезпечення цієї функції було створено ДП "Гарантований покупець" (далі ГП), а витрати на виконання ПСО мали б покриватися за рахунок продажу е/е з ВДЕ, надлишків е/е, не спожитої населенням, та надходжень від тарифу на передачу е/е від НЕК "Укренерго". Проте різниця між витратами на ПСО та доходами ГП від продажу е/е виявилася значно більшою, ніж було закладено під час формування тарифу Укренерго. Зокрема, через регулятивні обмеження, серед яких розмір лотів, ціни, початкові обмеження на ринки продажів, ГП доводилося продавати значні обсяги е/е на балансуєчому ринку за зниженою ціною. Цей чинник посилювало загальне зниження попиту на е/е в умовах розгортання коронакризи на початку 2020 року.

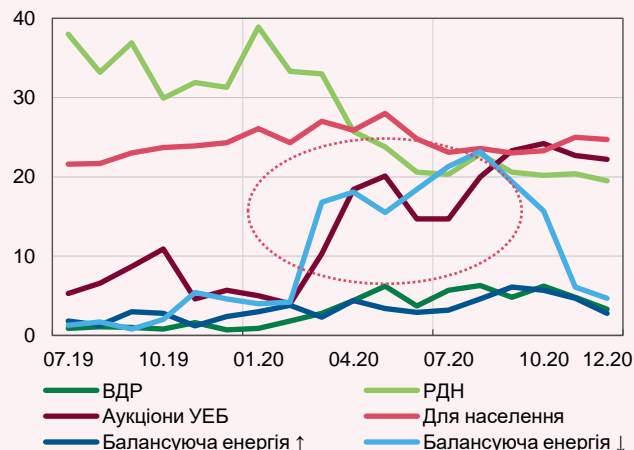
Крім того, доходи Укренерго виявилися значно меншими внаслідок судових рішень на користь експортерів е/е та низки інших великих підприємств, а також зростання дебіторської заборгованості. Як наслідок, заборгованість ГП перед виробниками е/е на кінець 2020 року сягнула майже 33 млрд грн, а Укренерго перед ГП – 31 млрд грн. У свою чергу, Укренерго також має дебіторську заборгованість. Ситуація зі взаємною заборгованістю на ринку е/е наприкінці 2020 року трансформувалася у ризики збільшення загальнодержавного боргового навантаження.

Рисунок 1. Схема ринку електроенергії (січень 2021 року)



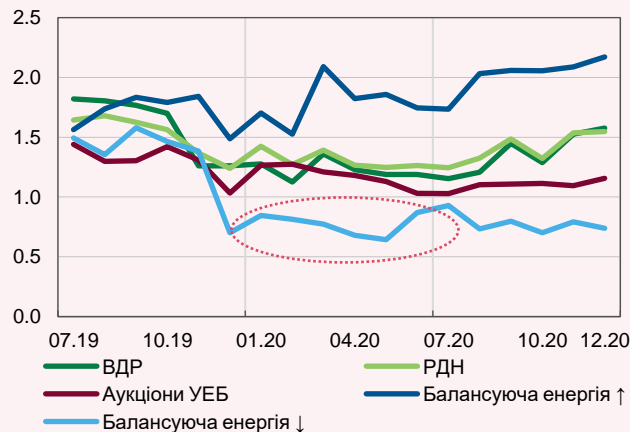
Джерело: ЗУ "Про ринок електричної енергії", ЗУ "Про альтернативні джерела енергії", постанови КМУ, НКРЕКП, розрахунки НБУ.

Графік 1. Обсяги продажу е/е, % до виробництва*



* Частина е/е продається за індивідуальними договорами, інформація про які не розкривається. Крім того, надлишок е/е, купленої на одному ринку, наприклад на УЕБ, може далі продаватися на балансуєчому ринку. Тому сума проданої е/е може перевищувати 100% обсягів виробництва. Джерело: Укренерго, УЕБ, Оператор ринку, Міненерго, розрахунки НБУ.

Графік 2. Ціни на ринках е/е, грн/кВт·год



Джерело: Укренерго, УЕБ, Оператор ринку, розрахунки НБУ.

Так, наприкінці 2020 року було надано державні гарантії, під які Укренерго взяв кредити у трьох державних банках на загальну суму 10.25 млрд грн. Згідно з рішенням регулятивного органу, не менше 50% цих коштів має бути спрямовано на погашення боргів перед НАЕК "Енергоатом", решта – ймовірно виробникам з ВДЕ. Утім, джерела та строки погашення повної заборгованості²⁷ перед останніми (за 2020 рік - понад 24 млрд грн) залишилися невизначеними.

²⁷ Відповідно до Меморандуму про взаєморозуміння щодо врегулювання проблемних питань у сфері відновлюваної енергетики ГП мав погасити 40% суми боргу станом на 01.08.2020 (≈ 9 млрд грн у 2020 році) та по 15% боргу щокварталу в 2021 році.

За оцінками, в 2021 році виробникам з ВДЕ має бути компенсовано понад 50 млрд грн за "зеленим" тарифом²⁸. Очікується, що понад 14 млрд грн надійде за рахунок продажу ГП е/е з ВДЕ. Ще 26.6 млрд грн передбачається компенсувати за рахунок тарифу на передачу е/е Укренерго. Проте під час обчислення тарифу на передачу е/е на 2021 рік було враховано, що не менше 20% прогнозного виробництва е/е з ВДЕ (близько 11 млрд грн) фінансуватиметься з бюджету²⁹. Останнє, однак, не передбачено в Державному бюджеті України на 2021 рік. Це разом із невирішеними питаннями формування дебіторської заборгованості Укренерго, у тому числі через судові рішення, створює значні ризики подальшого збільшення заборгованості протягом 2021 року (у сумі 11–20 млрд грн).

Джерелами покриття заборгованості на ринку е/е можуть бути:

- надання державних гарантій (у держбюджеті на 2021 рік також передбачено 24 млрд грн гарантій на забезпечення ліквідності ринку е/е);
- випуск державних боргових цінних паперів, так званих "зелених" євробондів чи внутрішніх ОВДП.

Утім, обидва варіанти призведуть до збільшення гарантованого та/чи прямого державного боргу. А отже, зростуть ризики для державних фінансів, погіршиться сприйняття ризиків країни інвесторами (sovereign credit risk). Тож системне вирішення ситуації з розрахунками на ринку е/е потребуватиме встановлення збалансованих тарифів для побутових споживачів та промисловості, а також дотримання принципу рівних умов у питанні розрахунків за постачання е/е.

²⁸ Відповідно до [прогнозного балансу електроенергії](#), розробленого Міненерго, обсяг виробництва е/е з ВДЕ у 2021 році передбачається на рівні 13 120 млн кВт•год.

²⁹ Стаття 8 Закону України № 555-IV "Про альтернативні джерела енергії".

Макроекономічний прогноз (січень 2021)

Показники	2020				2021				2022				2023												
	2018	2019	I	II	III	IV	поточний прогноз 10.2020	I	II	III	IV	поточний прогноз 10.2020	I	II	III	IV	поточний прогноз								
РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інакше	3561	3978	846	868	1157	1209	4079	3925	925	1044	1291	1321	4580	4360	1013	1143	1416	1443	5015	4775	1107	1248	1546	1575	5475
Номинальний ВВП, млрд грн	3.4	3.2	-1.3	-11.4	-3.5	-1.5	-4.4	-6.0	-0.1	11.3	3.5	2.6	4.2	4.2	3.4	3.7	3.9	4.1	3.8	3.8	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Реальний ВВП	15.4	8.1	5.1	5.0	7.9	11.0	7.2	5.1	9.4	8.1	7.0	6.5	7.8	6.6	6.0	5.5	5.4	5.0	5.5	5.5	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Дефлятор ВВП	10.9	7.9	-	-	-	-	2.7	2.6	-	-	-	-	7.7	6.1	-	-	-	-	5.6	5.7	-	-	-	-	5.0
ІСЦ (середнє за період)	9.8	4.1	2.3	2.4	2.3	5.0	5.0	4.1	7.6	8.4	8.3	7.0	7.0	6.5	6.0	5.4	5.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.1	5.0	5.0
ІСЦ (на кінець періоду)	8.7	3.9	3.1	3.0	3.1	4.5	4.5	4.2	5.6	6.2	6.2	5.9	5.9	5.4	5.0	4.4	4.1	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.9	3.8	3.8
Базова інфляція	10.7	4.8	1.5	1.8	1.1	5.9	5.9	3.9	10.3	11.3	11.4	8.6	8.6	7.9	7.4	6.5	7.2	6.6	6.6	6.5	6.4	6.4	6.6	6.6	6.6
Небазова інфляція	3.3	3.9	-1.0	5.0	-1.1	4.1	4.1	2.4	9.7	7.1	9.3	6.0	6.0	5.3	3.9	2.9	4.1	3.4	3.4	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
Сирі продукти	18.0	8.6	5.5	3.2	6.0	9.9	9.9	8.1	12.4	14.8	13.0	10.5	10.5	10.1	10.1	9.6	9.6	9.4	9.4	9.0	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1
Адміністративно регульовані ціни	14.2	-7.4	-4.2	-4.6	-1.7	14.5	14.5	8.2	12.4	16.1	12.4	6.8	6.8	5.3	6.3	7.0	6.7	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
ЦПВ (на кінець періоду)	24.8	18.5	14.3	4.0	9.5	13.0	10.2	8.9	15.3	25.2	15.9	10.9	16.6	16.1	10.2	9.7	8.6	8.7	9.3	8.0	8.4	8.0	8.5	8.5	8.3
Номинальна заробітна плата (в середньому за п	12.5	9.7	11.3	1.9	6.9	8.9	7.2	6.2	7.8	15.8	7.1	3.3	8.3	9.5	3.6	4.1	3.1	3.4	3.6	2.1	3.2	2.9	3.3	3.3	3.2
Реальна заробітна плата (в середньому за пері	8.8	8.2	-	-	-	-	9.5	9.4	-	-	-	-	8.8	8.6	-	-	-	-	8.5	8.4	-	-	-	-	8.5
Безробіття, % (МОП)																									
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР																									
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	-67.8	-87.3	-	-	-	-	-224	-254	-	-	-	-	-207	-174	-	-	-	-	-151	-145	-	-	-	-	-166
% від ВВП	-1.9	-2.2	-	-	-	-	-5.5	-6.5	-	-	-	-	-4.5	-4.0	-	-	-	-	-3.0	-3.0	-	-	-	-	-3.0
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд грн	-75.4	-89.2	-	-	-	-	-225	-255	-	-	-	-	-206	-175	-	-	-	-	-151	-145	-	-	-	-	-167
% від ВВП	-2.1	-2.2	-	-	-	-	-5.5	-6.5	-	-	-	-	-4.5	-4.0	-	-	-	-	-3.0	-3.0	-	-	-	-	-3.0
ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)																									
Поточний рахунок, млрд дол.	-6.4	-4.1	2.2	2.2	0.7	1.6	6.6	4.3	0.6	-1.4	-2.0	-0.3	-3.2	-3.5	-1.6	-2.2	-2.9	-0.7	-7.4	-8.7	-1.9	-2.8	-3.2	-1.4	-9.3
Експорт товарів та послуг, млрд дол.	59.2	63.6	15.3	13.2	14.9	17.3	60.6	59.8	15.5	14.7	16.0	17.9	64.0	62.3	16.1	15.2	16.5	18.3	66.2	65.1	16.7	15.7	17.2	18.2	67.7
Імпорт товарів та послуг, млрд дол.	70.6	76.1	16.3	12.4	15.9	17.8	62.3	62.4	15.8	17.8	19.5	20.1	73.1	73.0	18.4	19.2	20.6	21.2	79.4	80.0	19.4	20.4	21.7	21.6	83.0
Фінансовий рахунок, млрд дол.	-9.3	-10.1	2.3	0.8	2.4	-0.9	4.6	3.0	-0.7	-2.2	-0.5	-0.4	-3.8	-3.4	-2.2	-2.8	-2.0	-0.4	-7.5	-9.7	-3.9	-2.5	-3.2	-1.6	-11.2
Зведений баланс, млрд дол.	2.9	6.0	-0.1	1.3	-1.7	2.5	2.0	1.3	1.3	0.8	-1.5	0.1	0.6	-0.1	0.6	0.6	-0.8	-0.3	0.1	1.1	2.0	-0.3	0.1	0.1	1.9
Валові резерви, млрд дол.	20.8	25.3	24.9	28.5	26.5	29.1	29.1	29.1	30.4	32.0	29.9	30.7	30.7	29.5	31.4	31.8	30.2	29.7	29.7	28.8	30.9	30.4	29.5	29.1	29.1
Місяць імпорту майбутнього періоду	3.3	4.9	4.8	5.1	4.5	4.8	4.8	4.8	4.8	5.0	4.6	4.6	4.6	4.4	4.7	4.7	4.4	4.3	4.3	4.1	4.4	4.3	5.2	4.1	4.1
МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)																									
Грошова база, %	9.2	9.6	0.9	11.6	18.9	24.8	24.8	27.6	5.8	9.3	9.3	13.5	13.5	5.4	0.9	3.6	4.5	7.1	7.1	5.2	0.3	1.7	2.0	3.8	3.8
Грошова маса, %	5.7	12.6	5.5	12.0	19.7	28.7	28.7	25.4	0.7	5.2	8.2	13.3	13.3	11.7	0.0	3.6	6.0	11.9	11.9	11.8	0.7	4.2	6.4	11.2	11.2
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	2.8	2.8	-	-	-	-	2.2	2.2	-	-	-	-	2.2	2.2	-	-	-	-	2.1	2.1	-	-	-	-	2.1

Абревіатури та скорочення

АЕС	Атомна електростанція	НФК	Нефінансові корпорації
АПК	Агропромисловий комплекс	ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
ВВП	Валовий внутрішній продукт	ОЗДП	Облігації зовнішньої державної позики
ВДВ	Валова додана вартість	ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти
ВДЕ	Відновлювальні джерела енергії	ОТП	Основні торговельні партнери
ВДР	Внутрішньодобовий ринок	ПАТ	Публічне акціонерне товариство
ВЕД	Види економічної діяльності	ПДВ	Податок на додану вартість
ВЕС	Вітрові електростанції	ПДФО	Податок та збір на доходи фізичних осіб
ВНОК	Валове нагромадження основного капіталу	ПІІ	Прямі іноземні інвестиції
ВРУ	Верховна Рада України	ПКС	Паритет купівельної спроможності
ГМК	Гірничо-металургійний комплекс	ППП	Податок на прибуток підприємств
ДГ	Домогосподарства	РДН	Ринок "на добу наперед"
ДКСУ	Державна казначейська служба України	РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ДМСУ	Державна митна служба України	СЗДУ	Сектор загального державного управління
ДС	Депозитні сертифікати	США	Сполучені Штати Америки
ДСЗУ	Державна служба зайнятості України	УЕБ	Українська енергетична біржа
ДССУ	Державна служба статистики України	ФОП	Фізична особа-підприємець
ЄКР	Єдиний казначейський рахунок	ФРС	Федеральна резервна система США
ЄС	Європейський Союз	ЦП	Цінні папери
ЄЦБ	Європейський центральний банк	АЕ	Розвинуті економіки IIF
ЖКГ	Житлово-комунальне господарство	ЕСРІ	Індекс зміни світових цін на товари українського експорту
ІДО	Індекс ділових очікувань	EM	Emerging Markets, країни, ринки яких розвиваються
ІСЦ	Індекс споживчих цін	EMBI	Emerging Markets Bond Index
ІОДА	Індекс очікувань ділової активності	IIF	Institute of International Finance
ІТ	Інформаційні технології	PMI	Purchasing Managers' Index, індекс ділової активності
КМУ	Кабінет Міністрів України	UAWCPI	Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України
КПМ	Квартальна прогнозна модель	UAWGDP	Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України
КСВ	Кінцеві споживчі витрати	UIIR	Український індекс міжбанківських ставок
КШЕ	Київська школа економіки	USDA	Міністерство сільського господарства США
МБВР	Міжбанківський валютний ринок		
МБКР	Міжбанківський кредитний ринок		
МВФ	Міжнародний валютний фонд		
МОП	Міжнародна організація праці		
МР	Маркетинговий рік		
МФО	Міжнародні фінансові організації		
МФУ	Міністерство фінансів України		
НАК	Національна акціонерна компанія		
НБУ	Національний банк України		
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