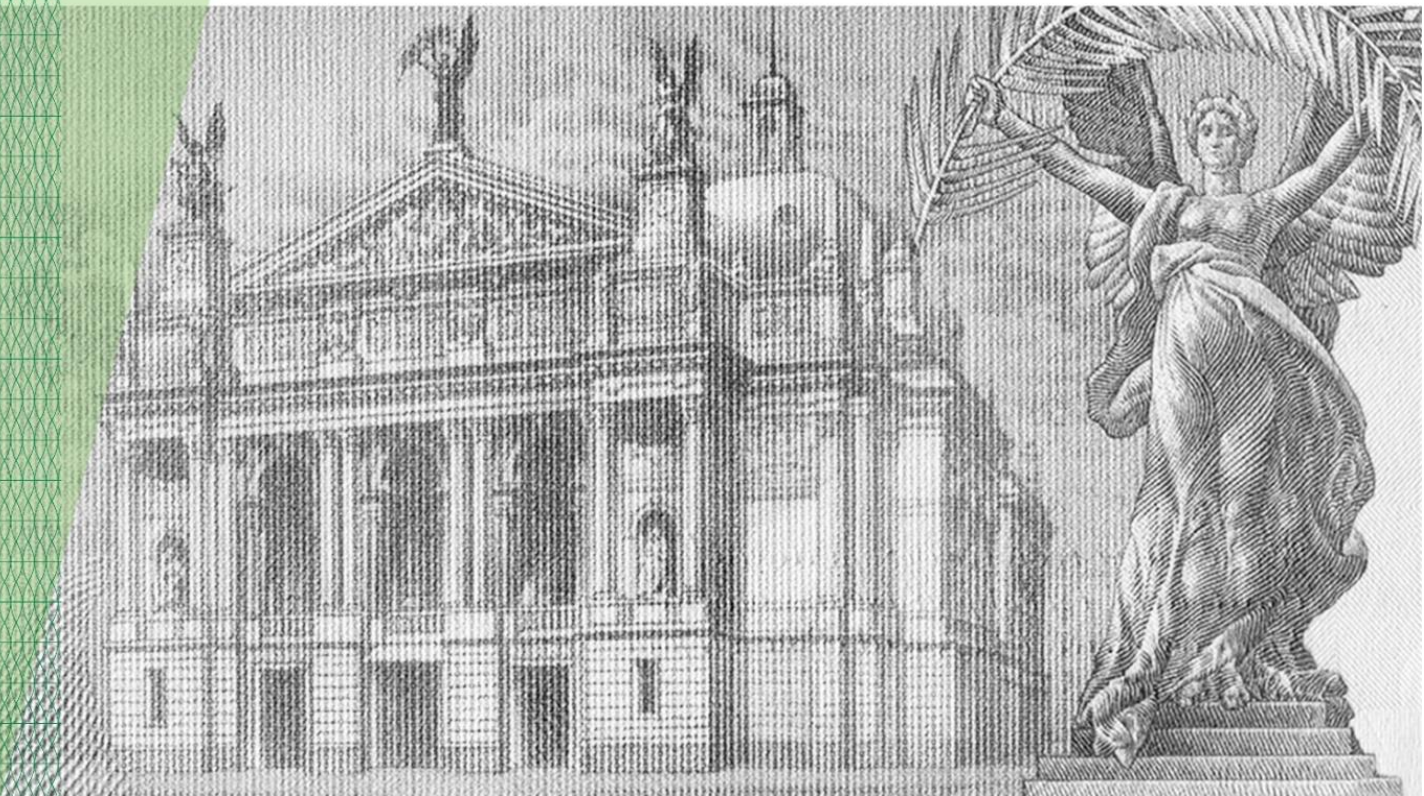




Національний
банк України

Інфляційний звіт

Квітень 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 – 21 квітня 2021 року.

Прогнози інфляції та інших макроекономічних показників були підготовлені Департаментом монетарної політики та економічного аналізу і 15 квітня 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 15 квітня 2021 року № 145-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

Зміст

Головне	4
Частина 1. Зовнішнє середовище	6
Вставка 1. Світова інфляція у зоні турбулентності	9
Частина 2. Економіка України: поточні тенденції	11
2.1. Інфляційний розвиток	11
Вставка 2. Досягнення інфляційних цілей центральними банками країн світу	14
2.2. Попит і випуск	16
2.3. Ринок робочої сили та доходи домогосподарств	19
2.4. Фіскальний сектор	21
2.5. Платіжний баланс	23
Вставка 3. Торгівля медичними товарами у 2020 році	26
Вставка 4. Контракт на транзит газу 2019 року: <i>amat victoria curam</i>	27
2.6. Монетарні умови та фінансові ринки	29
Вставка 5. Грошова маса: розмір має значення?	32
Частина 3. Економіка України: прогноз	34
3.1. Інфляційний розвиток	34
Вставка 6. Оцінювання точності макроекономічних прогнозів НБУ	36
3.2. Попит і випуск	39
3.3. Платіжний баланс	43
Вставка 7. Можлива емісія СПЗ Міжнародним валютним фондом та її наслідки для України	45
3.4. Монетарні умови та фінансові ринки	46
3.5. Ризики прогнозу	47
Абревіатури та скорочення	50

Головне

У першому кварталі 2021 року інфляція очікувано вийшла за межі цільового діапазону 5% ± 1 в. п., але відхилилася від нього суттєвіше, ніж передбачалося прогнозом, під дією переважно тимчасових факторів

За підсумками березня зростання споживчих цін у річному вимірі прискорилося до 8.5%, а базова інфляція – до 5.9%. Динаміка показників перевищила прогноз Національного банку, опублікований в Інфляційному звіті за січень 2021 року.

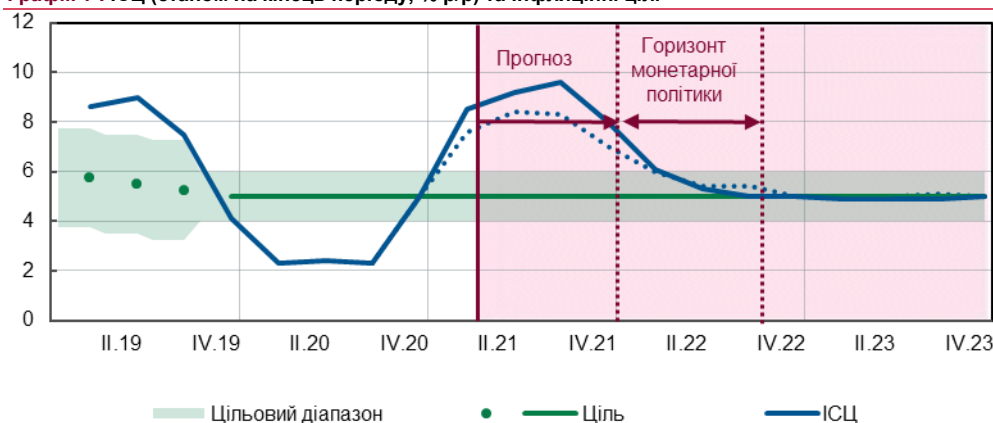
З одного боку, стрімке прискорення інфляції зумовлювалося здебільшого тимчасовими чинниками – зростанням світових цін на продовольство та енергоносії. Пожвавлення глобальної економіки та ефекти від гірших врожаїв і далі підштовхували ціни вгору. Значний вплив також мала низька база порівняння.

З іншого боку, фундаментальний інфляційний тиск посилювався через подальше зростання споживчого попиту, зокрема за рахунок підвищення доходів. Роздрібний товарооборот стабільно перевищував докризові рівні. У лютому він був на 5.6% більшим, ніж торік. Унаслідок подорожчання товарів щоденного вжитку інфляційні очікування залишалися підвищеними.

З огляду на стрімке відновлення світової економіки та посилення інфляційного тиску, Національний банк переглянув прогноз інфляції з 7% до 8% у 2021 році, але очікує її повернення до цілі 5% у першому півріччі 2022 року та подальшу стабілізацію на цьому рівні

Пік інфляційного сплеску припаде на третій квартал 2021 року. Утім, надходження на ринки нового врожаю, вичерпання ефекту від низької бази порівняння для окремих товарів, а також підвищення облікової ставки Національним банком поступово розвернуть інфляційну динаміку. Восени інфляція почне сповільнюватися та повернеться до цільового діапазону в першому півріччі 2022 року, де й залишатиметься надалі.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Економіка України відновлюється, але повільніше, ніж очікувалося, зокрема через посилення карантинних обмежень. З огляду на втрати від пандемії Національний банк погіршив прогноз збільшення реального ВВП у 2021 році з 4.2% до 3.8%

У IV кварталі минулого року економіка майже сягнула докризового рівня, але на початку 2021 року її відновлення дещо сповільнилося. По-перше, запровадження нових карантинних обмежень призвело до пригнічення ділової активності. По-друге, ефект нижчих минулорічних врожаїв позначився на показниках сільського господарства, харчової промисловості та вантажообороту. По-третє, посилення конкуренції на окремих зовнішніх ринках і розширення торговельних обмежень з боку Росії вплинули на погіршення показників промисловості попри високі ціни на світових товарних ринках. Складніші погодні умови січня-лютого послабили показники будівництва та транспорту

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

Водночас за підсумками березня, незважаючи на “карантин червоних зон”, очікується зростання реального сектору економіки за рахунок ефекту низької бази порівняння і фактичного поліпшення показників підприємств. З урахуванням цих чинників очікується скорочення економіки в річному вимірі за підсумками I кварталу.

Починаючи з II кварталу економіка України повернеться до стійкого зростання. Головним рушієм і надалі залишатиметься споживчий попит. В умовах поживлення світової економіки та подальшого прогресу в боротьбі з пандемією поволі збільшуватиметься й інвестиційний попит. Утім, Національний банк погіршив прогноз зростання реального ВВП у 2021 році з 4.2% до 3.8% передусім через втрати, пов'язані з посиленням карантинних обмежень. У 2022–2023 роках економіка зростатиме з темпом 4%.

Поточний рахунок платіжного балансу в 2021 році буде зведено з незначним дефіцитом, який відчутно розшириться в 2022–2023 роках через зростання внутрішнього попиту та менш сприятливі умови торгівлі

Очікується, що поточний рахунок у 2021 році повернеться до незначного дефіциту (0.8% ВВП) унаслідок зростання внутрішнього попиту й поступового відновлення подорожей. У 2022–2023 роках дефіцит поточного рахунку суттєво розшириться передусім через менш сприятливі умови торгівлі для експортерів аграрної та металургійної продукції й очікуване зниження доходів від транзиту газу. На це впливатиме також подальше зростання споживчого та інвестиційного імпорту в умовах повноцінного відновлення від коронакризи світової та української економіки.

Основним припущенням, яке Правління Національного банку бере до уваги, залишається продовження співпраці з Міжнародним валютним фондом

Національний банк України очікує подальшого прогресу України в перемовинах із МВФ. Співпраця з МВФ та іншими міжнародними партнерами посилює спроможність уряду підтримати економіку під час кризи та сприятиме проходженню піку боргових виплат восени. Завдяки цій співпраці міжнародні резерви України у 2021–2023 роках перебуватимуть на достатньо високому рівні – 29-30 млрд дол. США.

Ключовим ризиком для макропрогнозу є посилення параметрів карантину в Україні та світі, а також низькі темпи вакцинації в країні

Нові хвилі пандемії та штами коронавірусу змусили країни вчергове повертатися до посилення карантинних обмежень у першому кварталі 2021 року. Попри часткову адаптацію бізнесу до нових умов, це сповільнює відновлення ділової активності. Низький темп вакцинації в Україні створює додатковий ризик майбутніх економічних втрат за одночасного посилення інфляційного тиску в умовах відновлення глобальної економіки.

Актуальними є також інші ризики:

- ескалація військового конфлікту на сході країни чи її кордонах;
- волатильність на глобальних ринках капіталу;
- різке погіршення умов торгівлі.

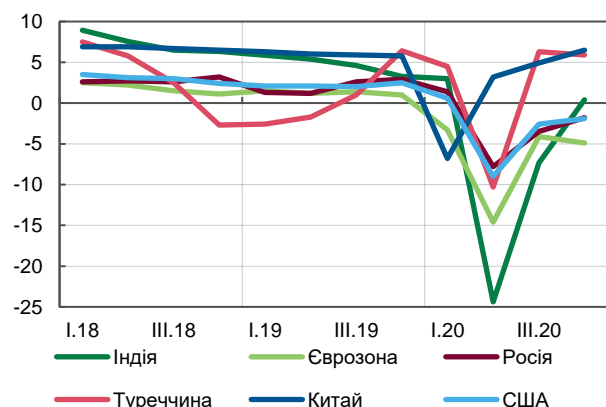
Національний банк підвищив облікову ставку до 7.5%. Цей крок спрямований на поступове сповільнення інфляції в другому півріччі 2021 року та повернення її до цілі 5% вже в першій половині 2022 року

Зважаючи на наявний баланс ризиків та посилення фундаментального інфляційного тиску впродовж останніх місяців, Національний банк двічі підвищував облікову ставку: березні на 0.5 в.п. і ще на 1 в.п. у квітні – загалом до 7.5%. Поточний прогноз передбачає збереження облікової ставки на цьому рівні до кінця року. Таких кроків має бути достатньо для поступового сповільнення інфляції наприкінці цього року та приведення її до цілі в 5% вже у першій половині 2022 року. Утім, якщо фундаментальний інфляційний тиск зростатиме відчутніше, ніж очікується зараз, а інфляційні очікування погіршуватимуться, Національний банк готовий підвищувати облікову ставку й надалі.

Частина 1. Зовнішнє середовище

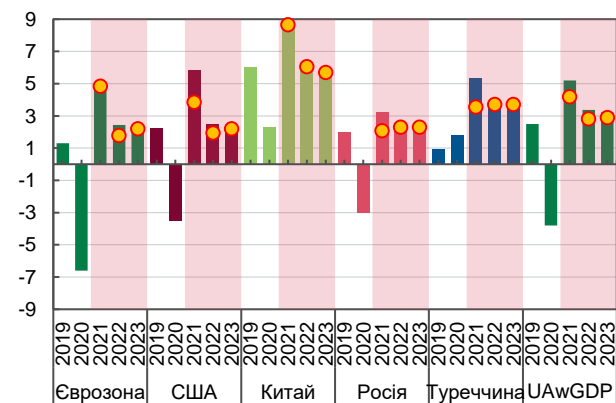
- Глобальна економіка відновлюватиметься швидше, ніж очікувалося, завдяки масштабним програмам фіскального та монетарного стимулювання. Це, у свою чергу, призведе до прискореного зростання інфляції.
- Завдяки активізації попиту світові ціни на товари, що переважають в українському експорті, залишатимуться високими. Подальше нарощування пропозиції призведе до поступового їх коригування. На тлі відносно стабільних цін на енергоносії умови торгівлі для України залишатимуться кращими порівняно з попередніми очікуваннями.
- На світових фінансових ринках зростання доходності державних цінних паперів розвинених країн стримуватиме інтерес інвесторів до активів країн ЕМ. За таких умов центральні банки країн ЕМ поступово нормалізуватимуть монетарну політику, тоді як політика розвинених країн залишатиметься м'якою.

Графік 1.1. Динаміка реального ВВП окремих країн, % р/р



Джерело: Національні статистичні агенції.

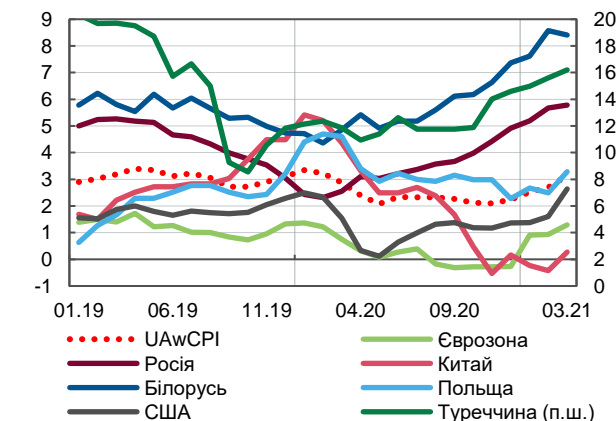
Графік 1.2. Реальний ВВП окремих країн та UAWGDP, %, р/р



● - Попередній прогноз НБУ.

Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

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



Джерело: МВФ, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

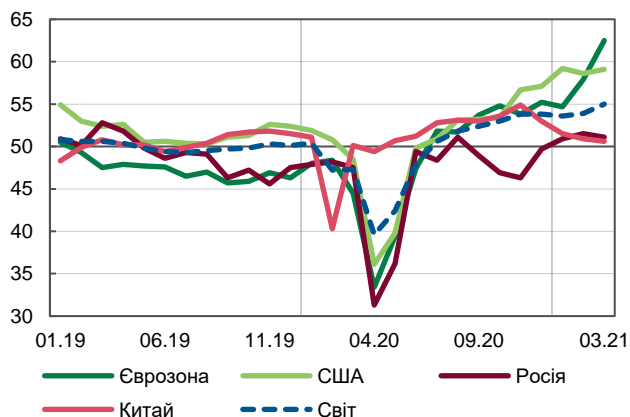
Глобальна економіка відновлюватиметься завдяки активізації світової торгівлі й заходам стимулювання

Про стійке відновлення глобальної економіки свідчать попередні оцінки ВВП за IV квартал 2020 року та випереджаючі індикатори початку поточного року. Суттєво активізувалася світова торгівля, як товарами, так і [послугами](#). Зокрема, поживилася діяльність із надання фінансових послуг, контейнерних перевезень, надання дозволів на будівництво в умовах масштабної державної підтримки. Натомість залишалися слабкими пасажирські перевезення через діючі карантинні обмеження. Випереджаючі індикатори свідчать про подальше нарощення [обсягів торгівлі](#) завдяки стабілізації [ділової впевненості](#) в промисловому секторі і зниження [невизначеності](#) щодо глобальної економічної політики. Натомість [індекс споживчої впевненості](#), попри поліпшення, залишається суттєво нижчим за базове значення (100 п.). Погіршення епідемічної ситуації і локдауни в окремих країнах, а також усе ще високий рівень [безробіття](#) у світі, незважаючи на його поступове зниження, стримують відновлення споживчого попиту.

Незважаючи на все ще відносно слабкий споживчий попит, активізація глобальної економіки в умовах м'якої монетарної політики призвела до посилення інфляційного тиску з боку країн – ОТП України, вираженого UAWCPI. Очікується, що глобальна економіка зростатиме завдяки монетарним і фіскальним стимулам, а інфляція прискорюватиметься. Пік інфляційного тиску очікується у II, III кварталах 2021 року, урахувавши низьку базу порівняння попереднього року, після чого прогнозується послаблення інфляції до нового довгострокового рівня.

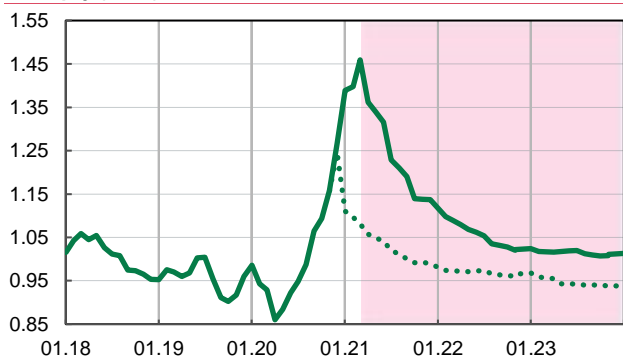
Економіка США продовжувала стрімко зростати, насамперед за рахунок інвестицій приватного сектору. За [окремими очікуваннями](#) темпи зростання в поточному році можуть стати найвищими з 1984 року. Ринок праці зміцнювався: доходи збільшувалися, а безробіття знижувалося (хоча ще залишалось істотно вище докризового рівня). Вагомим фактором відновлення економіки були й залишатимуться монетарні та фіскальні стимули. Розширення останніх на 1.9 трлн дол. призвело до поліпшення оцінок зростання ВВП США на 2021–2022 роки. Інфляція прискорюватиметься, перевищивши 2% наприкінці поточного року і залишаючись на цьому рівні щонайменше ще в наступному році.

Графік 1.4. PMI обробної промисловості: глобальний і окремих країн



Джерело: IHS Markit.

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



Джерело: Світовий банк, розрахунки НБУ.

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



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

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

Економічна активність Євросони, попри суттєве пожвавлення у III кварталі 2020 року, залишалася слабкою. Згідно з оцінкою ЄЦБ обсяг випуску в IV кварталі 2020 року був на близько **5% нижче** допандемічного рівня. Основним драйвером відновлення залишається промисловість. Натомість споживання все ще мляве через продовження/запровадження локдаунів в окремих країнах та їх вплив на доходи і зайнятість. Хоча фіскальні заходи підтримки домогосподарств і компаній є значними, рівень безробіття в Євросоні залишається високим. Інфляція, попри м'яку монетарну політику ЄЦБ і прискорення у I кварталі через дію **тимчасових** факторів, перебуватиме нижче цілі впродовж наступних двох років. Водночас послаблення карантинних обмежень, вакцинація і державне стимулювання підтримуватимуть економічне зростання Євросони.

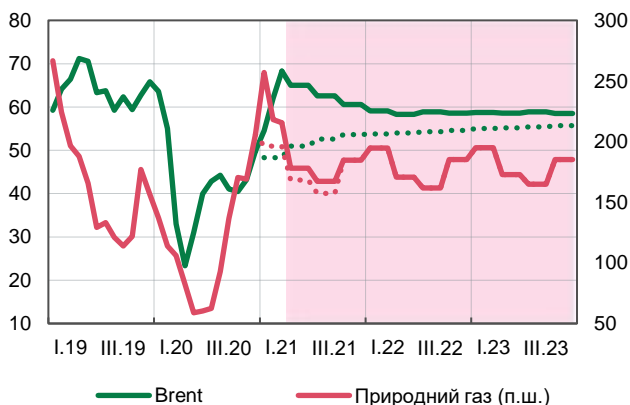
Економічне відновлення в країнах ЕМ, які є ОТП України, було і залишатиметься відносно стійким завдяки активізації світової торгівлі та масштабним програмам державної підтримки. Це, натомість, призведе до прискореного зростання інфляції (детальніше у Вставці 1 “Світова інфляція у зоні турбулентності”), що змусить центральні банки посилити свою монетарну політику.

Ціни на світових товарних ринках будуть вищими, а умови торгівлі – кращими за попередні очікування

Накопичення запасів Китаєм з початку року як енергоносіїв, сталі, залізної руди, так і зернових та олійних спровокувало стрімке зростання цін на світових товарних ринках. Це на тлі відновлення глобальної економіки та відносно обмеженої пропозиції утримувало ціни на високих рівнях. Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСПІ) на початок року досягнув максимального рівня за останні майже вісім років, значно перевищивши очікування. Завдяки активізації попиту ціни на товари, що переважають в українському експорті залишатимуться високими на прогнозованому горизонті. Проте подальше нарощування пропозиції призведе до поступового їх коригування. З огляду на відносно стабільні ціни на енергоносії умови торгівлі для України залишатимуться кращими за попередні очікування.

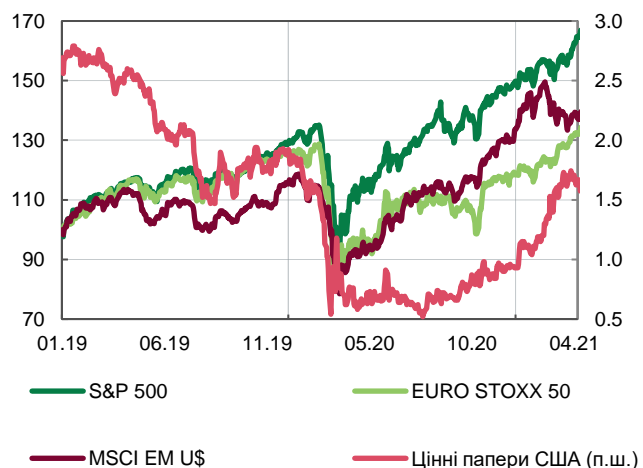
Світові ціни на сталь після стрімкого зростання наприкінці 2020 року коливалися у відносно вузьких межах на високому рівні. Причиною була активізація економіки окремих країн (передусім Китаю, Туреччини, Німеччини, США) на тлі обмеженої пропозиції та дорогої сировини. Очікується, що подальша реалізація інвестиційних державних проектів підтримуватиме попит на сталь. Утім нарощення світової пропозиції поступово скоригує ціни донизу. Стримуючими факторами будуть рух Китаю в бік “вуглецево нейтральної” економіки вже в найближчі роки шляхом скорочення потужності низькотехнологічних підприємств (на металургію припадає до 15% усіх викидів вуглецю в країні) та реалізація ЄС плану із введення **СВАМ** (регулювання викидів). У свою чергу, це підтримуватиме попит на високоякісну руду. Утім, через нарощування виробництва руди Австралією, Бразилією (введення нових потужностей компанією Vale) та активізацію Китаєм африканського залізрудного проекту, ціни поволі знижуватимуться.

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



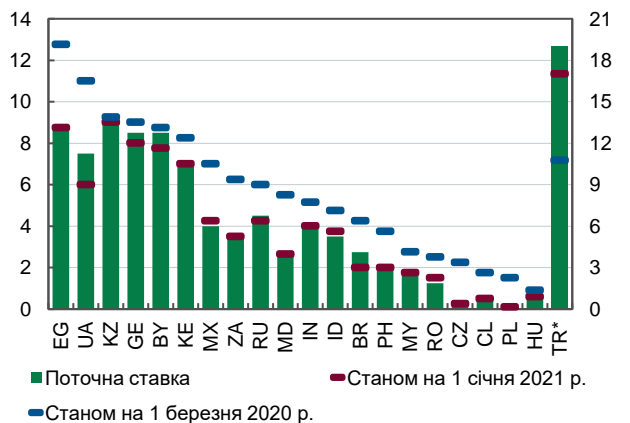
Джерело: Refinitiv Datastream, прогноз НБУ.

Графік 1.8. Світові фондові індекси, 01.01.2019=100, і дохідність 10-річних казначейських облігацій США, %



Джерело: Refinitiv Datastream, Investing, станом на 21.04.2021.

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



**Станом на 21 квітня 2021 року.

*Туреччина – права шкала

Джерело: офіційні сторінки центральних банків.

Світові ціни на зернові з початку року також залишалися на високому рівні в умовах стійкого попиту та введення експортних мит окремими країнами. Поліпшення поточних прогнозів агенціями USDA та IGC щодо очікуваних обсягів світового врожаю пшениці та кукурудзи у 2020/2021 МР, а також стану озимих у США та Чорноморському регіоні тиснутиме в бік зниження цін. Натомість значне зростання споживання, зокрема через активізацію тваринництва, призведе до скорочення запасів, що стримуватиме ціни від глибокого зниження.

Нафта і природний газ дорожчали внаслідок похолодання в країнах північної півкулі, продовження обмежень ОПЕК+ і понад квоту Саудівською Аравією, очікувань щодо збільшення попиту завдяки поширенню вакцинації. Попри пожвавлення економічної активності ціни на прогнозованому горизонті залишатимуться порівняно стабільними через очікуване нарощування сланцевого виробництва.

Прискорення інфляції змусить центральні банки ЕМ поступово посилювати монетарну політику попри продовження м'якої політики розвиненими країнами

На світових фінансових ринках на початку року зберігався суттєвий інтерес до ризикових активів, зокрема країн ЕМ. Цьому сприяли позитивні очікування щодо зростання глобальної економіки на тлі м'яких монетарних умов. Однак уже з другої половини лютого ситуація розвернулася. Причиною стало стрімке зростання дохідності казначейських облігацій США. У свою чергу, це було реакцією на незмінну позицію ФРС щодо продовження м'якої монетарної політики, незважаючи на очікуване прискорення інфляції на тлі введення додаткових фіскальних стимулів. ЄЦБ також підтвердила продовження стимулюючої монетарної політики попри підвищення прогнозу інфляції на 2021 рік (з 1.0% до 1.5%) через дію тимчасових чинників. Середньостроковий прогноз залишився незмінним – інфляція в Єврозоні перебуватиме нижче цілі на тлі від'ємного розриву ВВП і відсутності тиску на ціни з боку зарплат.

Зростання дохідності провідних країн призвело до суттєвого погіршення умов на світових фінансових ринках для країн ЕМ. Як наслідок, відплив капіталу з країн ЕМ, за оцінкою IIF станом на 15 березня, наблизився до рівнів, зафіксованих після оголошення ФРС у 2013 році згортання програм кількісного пом'якшення ("taper tantrum"). Премія за ризик для країн ЕМ розширилася, а більшість валют країн ЕМ знецінилися до долара США. За таких умов центральні банки країн ЕМ поступово вдаються до нормалізації монетарної політики з метою стримування інфляційного тиску та збереження інтересу до своїх активів. Уже в I кварталі 2021 року підвищили процентні ставки Туреччина, Росія, Грузія, Бразилія. Остання також зазначила поступове згортання пандемічних програм стимулювання економіки.

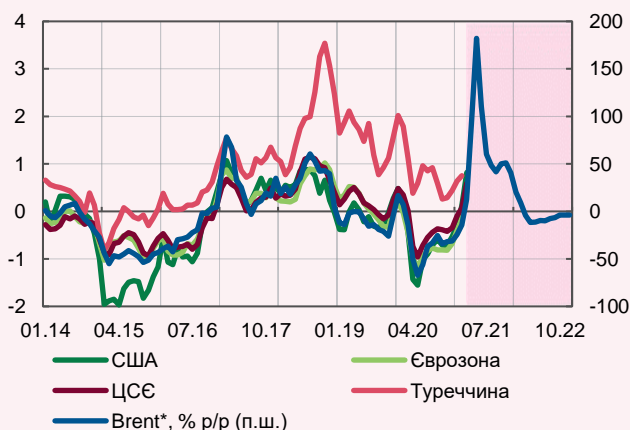
Водночас очікується, що облігації ЕМ зберігатимуть привабливість для інвесторів, зокрема в довгостроковому сегменті, завдяки все ще низькій в історичній ретроспективі дохідності казначейських облігацій США.

Вставка 1. Світова інфляція у зоні турбулентності

Зростання цін на енергоносії та фактори пропозиції призведуть до тимчасового пришвидшення інфляції з низьких рівнів 2020 року як у розвинених економіках, так і в країнах ЕМ. Проте пандемія матиме триваліший, ніж раніше очікувалося, вплив на ринок праці та споживчий попит. Із вичерпанням тимчасових чинників ці фундаментальні фактори стримуватимуть зростання інфляції в наступні роки. Відтак провідні ЦБ й надалі проводитимуть м'яку монетарну політику. Натомість центральним банкам ЕМ буде важче ігнорувати сплеск інфляції у 2021 році, ураховуючи коротшу історію інфляційного таргетування та менш заякорені очікування.

Поліпшення перспектив відновлення світової економіки в умовах безпрецедентних фіскальних і монетарних стимулів спровокувало зростання інфляційних очікувань. Згідно з [квітневим прогнозом МВФ](#), лише у розвинених країнах інфляція у 2021 році досягне одного з найвищих рівнів за останні 10 років. Проте у короткостроковій перспективі її динаміка значною мірою зумовлюватиметься низкою тимчасових факторів, тоді як фундаментальний тиск залишатиметься слабким.

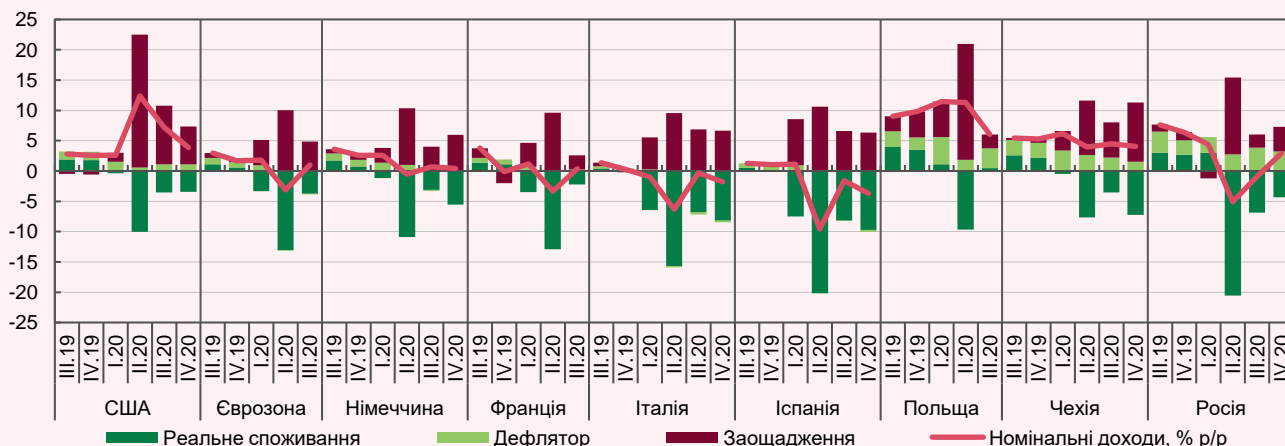
Графік 1. Зміна ціни на нафту марки Brent, р/р, та внески енергії (energy) у річну зміну ІСЦ окремих країн, в. п.



* З лагом в 1 місяць
Розраховано на основі динамічних ваг.
Джерело: Евростат, ОЕСР, МВФ, прогноз та розрахунки НБУ.

Одним із ключових факторів, що зумовлюватиме пришвидшення інфляції у 2021 році, є зростання вартості енергоносіїв. Лише з початку року світові ціни на нафту зросли більше, ніж на 30%. Відповідно, їх додатний внесок в інфляцію окремих країн – ОТП України складатиме в середньому до 2 в.п. протягом наступних

Графік 3. Розподіл зміни номінального доходу за окремими категоріями, в. п.

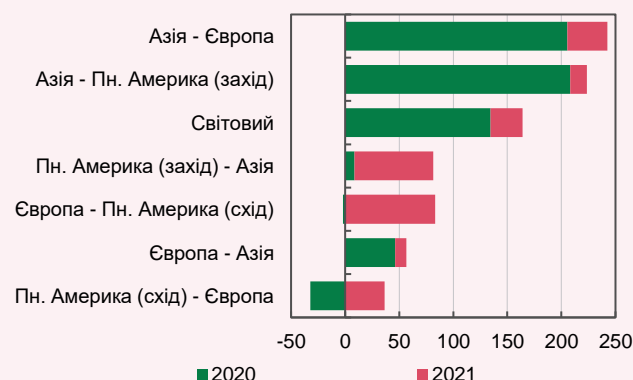


Джерело: ЄЦБ, US BEA, Росстат, розрахунки НБУ.

трьох місяців. Проте надалі очікується стабілізація цін на енергоносії завдяки нарощуванню пропозиції.

Продовольча інфляція, незважаючи на поточний значний тиск з боку високих цін на зернові та олійні, загалом залишатиметься помірною. Це переважно пояснюватиметься ефектом бази порівняння – подорожчанням продуктів харчування минулого року на тлі ажіотажного попиту через пандемію та запровадженням експортних обмежень окремими країнами (див. вставку 1 [Інфляційного звіту за липень 2020 року](#)). Тиск на ціни цих товарів зменшиться з надходженням нових врожаїв, що вже спостерігається на ринку пшениці (див. розділ 1).

Графік 2. Індекс витрат на морські контейнерні перевезення, зміна з початку року, % (станом на 21.04.2021)



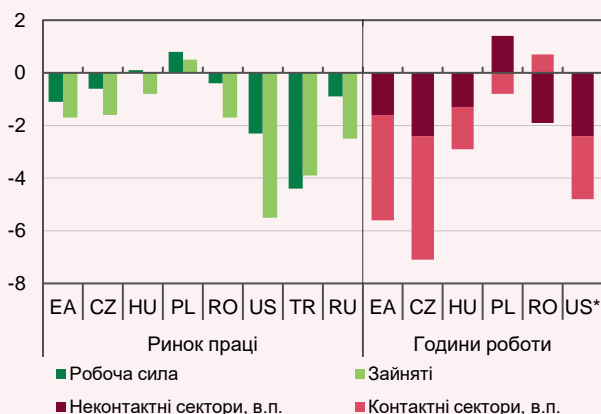
Джерело: Freightos, розрахунки НБУ.

Базова інфляція пришвидшуватиметься за рахунок низької бази порівняння, а також частково через підвищення вартості фрахту та обмежену пропозицію окремих товарів проміжного споживання (наприклад,

напівпровідників). Згідно з [опитуваннями щодо ділових очікувань](#), у лютому виробничі витрати і відпускні ціни у світі зростали найшвидшими темпами за останні 10 років синхронно в промисловості та секторі послуг (за винятком Єврозони та Японії). Водночас морські перевезення з Азії у Північну Америку та у Європу подорожчали більш ніж удвічі, порівняно з початком 2020 року. Причиною була нестача морських контейнерів і основного обладнання в китайських портах в умовах переривання ланцюгів постачання та обмеженість виробництва через карантинні обмеження.

У 2020 році суттєво знизилася обсяги споживчих витрат, урахувавши епідемічну невизначеність. Фіскальні заходи підтримали номінальні доходи, однак домогосподарства акумулювали значні заощадження (лише у США їх "надлишок" оцінюється у [1.6 трлн дол](#)). Послаблення карантину та прогрес у вакцинації можуть призвести до тимчасового надолуження споживання, насамперед у секторі послуг. Проте загалом використання заощаджень буде повільним, особливо в країнах, де номінальні доходи знизилася у 2020 році, урахувавши слабкість ринків праці та різний темп вакцинації серед країн (унаслідок чого зберігатимуться ризики спалахів захворюваності та посилення карантинних обмежень).

Графік 4. Зміни в робочій силі, кількості зайнятих та годинах роботи у IV кварталі 2020 року, % р/р



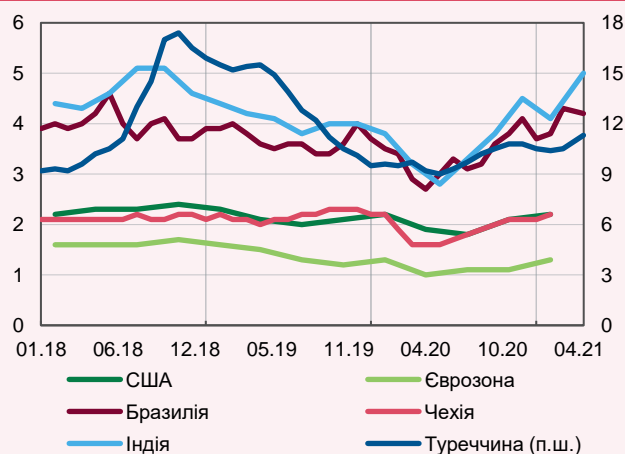
* США – приватний несільськогосподарський сектор. До контактних секторів належать оптова та роздрібна торгівля, транспорт, мистецтво, спорт, розваги та відпочинок. EA – Єврозона. Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

У 2022–2023 роках інфляцію визначатимуть фундаментальні чинники, а саме ситуація на ринку праці та інфляційні очікування. Скасування карантину сприятиме приросту відпрацьованих годин у "контактних" секторах економіки, однак ринок праці залишатиметься слабшим, ніж до кризи. У країнах ЄС [програми компенсацій заробітних плат](#) підтримали рівень зайнятості у 2020 році, однак їх завершення в умовах відносно слабкої економіки може призвести до

збільшення безробіття. Це стримуватиме зростання заробітних плат і, відповідно, інфляційний тиск.

Натомість у США завдяки очікуваному стрімкому відновленню економіки ринок праці зміцнюватиметься. Так, [консенсус-прогноз голів ФРБ](#) свідчить про повернення безробіття у США до свого нейтрального рівня та закриття від'ємного розриву ВВП вже у 2022 році. На тлі переходу ФРС до таргетування середньої інфляції, це привело не лише до повернення інфляційних очікувань до докризового рівня, а й їх зростання вище цілі у 2%

Графік 5. Інфляційні очікування фінансових аналітиків та професійних прогнозистів на наступні 12 місяців, %



Джерело: офіційні сторінки центральних банків, ФРБ Філадельфії.

Упродовж 2020 року спостерігалось стрімке збільшення грошових агрегатів у багатьох країнах, що може розглядатися як ризик різкого зростання інфляції. Причинами цього стало збільшення [попиту на ліквідні активи](#) та заощадження внаслідок невизначеності щодо поширення коронавірусу та тривалості карантину. Вагому роль у цьому відіграли також стимулюючі заходи урядів (у тому числі виплати населенню, надання кредитних гарантій, програми кількісного пом'якшення тощо). Однак реалізація цього ризику залежатиме від швидкості витрачання домогосподарствами і компаніями накопичених заощаджень і резервних коштів відповідно.

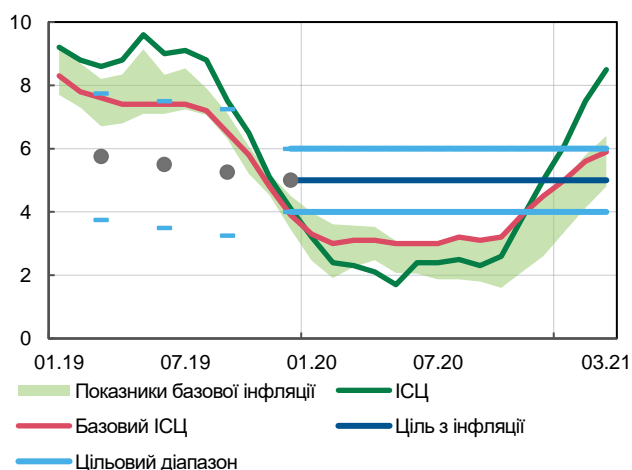
Ураховуючи тимчасовий характер пришвидшення інфляції, провідні центральні банки продовжуватимуть м'яку монетарну політику, проте зменшать обсяги викупу цінних паперів у 2022 році (ЄЦБ, Банк Японії) або ж припинять його зовсім (ФРС, Банк Англії). У свою чергу, центральним банкам країн ЕМ буде важче ігнорувати тимчасовий сплеск інфляції у 2021 році, урахувавши коротшу історію інфляційного таргетування та менш заякорені очікування. Як наслідок, у країнах ЕМ очікується поступова нормалізація монетарної політики.

Частина 2. Економіка України: поточні тенденції

2.1. Інфляційний розвиток

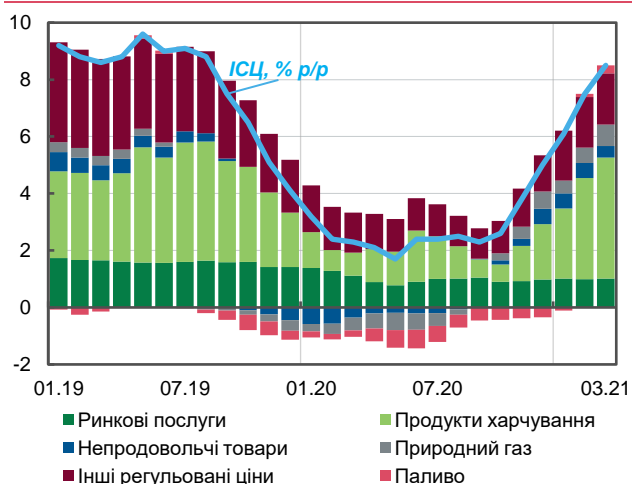
- У I кварталі 2021 року споживча інфляція очікувано вийшла за верхню межу цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п., але пришвидшилася більше, ніж прогнозувалося.
- Пришвидшення інфляції пояснюється насамперед подорожчанням окремих продуктів харчування та енергії, а також стійким споживчим попитом, що відобразилося в посиленні фундаментального інфляційного тиску
- Інфляційні очікування погіршилися у відповідь на стрімке подорожчання товарів щоденного вжитку.

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.

Споживча інфляція пришвидшилася та вийшла за верхню межу цільового діапазону $5\% \pm 1$ в.п.

Упродовж I кварталу 2021 року споживча інфляція пришвидшувалася (до 8.5% р/р з 5.0% р/р у грудні 2020 року), очікувано перевищивши верхню межу цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п. (див. Вставку "Досягнення інфляційних цілей центральними банками країн світу" на стор. 14). Водночас фактичні темпи зростання ІСЦ в Україні перевищили прогноз, опублікований в [Інфляційному звіті за січень 2021 року](#).

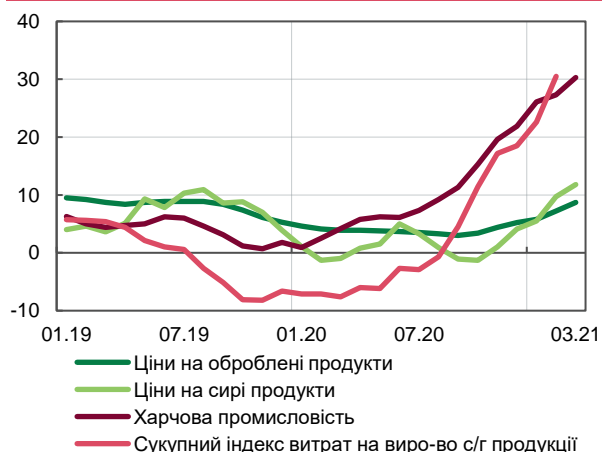
Інфляція пришвидшилася передусім через подорожчання продуктів харчування. Це стало наслідком як складної ситуації у вітчизняному тваринництві, так і стрибком світових цін на продовольчі товари через нижчі урожаї та значний попит. Зокрема, індекс цін на продукти харчування FAO у березні 2021 року перебував на найвищому рівні з 2014 року.

Незважаючи на менші, ніж у попередні роки, урожаї зернових та соняшнику в Україні у 2020 році, їх обсяг був на рівні середніх за останні сім років показників. Обсяги їх виробництва суттєво перевищують внутрішнє споживання, тож пропозиції цих культур достатньо для задоволення внутрішніх потреб. Водночас ці товари є одними з найбільш торгуємих Україною з іншим світом – на зернові, олію та олійні припадало майже 38% вітчизняного експорту товарів у 2020 році. Україна є малою економікою, а тому не має суттєвого впливу на світові ціни (price-taker). Ураховуючи відкритість економіки, високі зовнішні ціни призводять до зростання цін і на внутрішньому ринку. Спроби адміністративного впливу на внутрішні ціни можуть призвести до виникнення дефіциту товарів на внутрішньому ринку (у разі регулювання цін) або до репутаційних втрат через порушення міжнародних торгових зобов'язань (у разі встановлення експортних обмежень)³. Водночас високі зовнішні ціни мають і зворотний позитивний ефект на внутрішні ціни через канал обмінного курсу: збільшення експортних надходжень підтримує обмінний курс гривні та відповідно стримує подорожчання імпорту.

Посилився тиск і виробничих витрат на продовольчу інфляцію. Про це свідчило пришвидшення зростання сукупного індексу витрат на виробництво сільськогосподарської продукції, передусім через подорожчання кормів та енергоресурсів. Це разом зі скороченням виробництва зумовило стрімке зростання

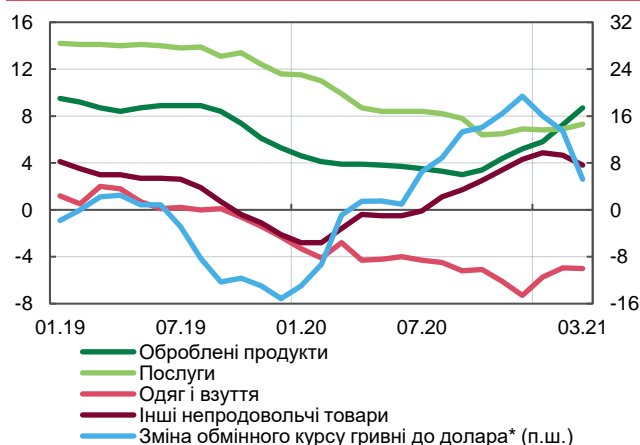
³ Такі зобов'язання, зокрема, передбачені членством у СОТ. Наприклад, 22 квітня 2020 року Україна приєдналася до заяви СОТ "Відповідь на пандемію COVID-19 відкритою та передбачуваною торгівлею сільськогосподарськими та харчовими продуктами", зобов'язуючись не обмежувати експорт продукції сільського господарства та утримуватися від невідповідних торгових бар'єрів протягом коронакризи.

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



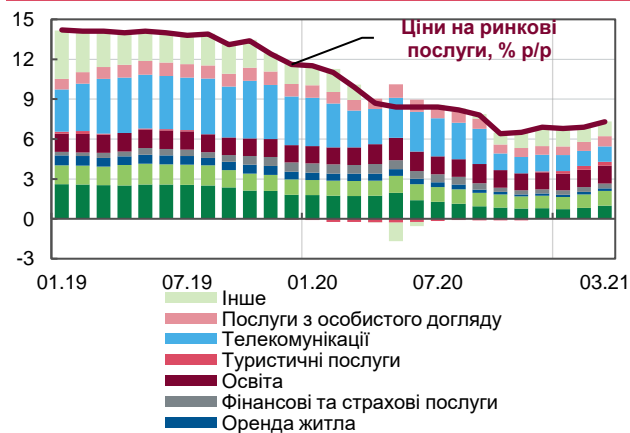
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.4. Компоненти базового ІСЦ, % р/р



* У середньому за період.
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.5. Внески компонентів у зміну цін на ринкові послуги, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

цін на продукцію тваринництва (яйця, м'ясо, молоко).

Подорожчання продовольчої сировини та високі зовнішні ціни позначилися на зростанні вартості продукції харчової промисловості та, відповідно, ціні на оброблені продукти харчування. Стрімко дорожчали соняшникова олія та продукти її переробки (маргарин, спреди, майонез), цукор, борошно, макарони та хліб, молочні продукти.

Вартість енергетичних ресурсів та сировини залишається найвагомим чинником формування цін і згідно з результатами [опитувань щодо ділових очікувань підприємств](#). Натомість в останні роки послабився вплив зміни обмінного курсу на формування інфляційних очікувань населення. Якщо до кінця 2018 року кореляція між цими показниками перевищувала 70%, то за останні два роки знизилася до нуля.

Швидше зростали ціни й на фрукти, зокрема яблука, а ціни на банани відновили зростання унаслідок за підвищення імпорتنих цін через неврожай в основних країнах-виробниках. Уповільнилося здешевлення овочів борщового набору через поступове скорочення запасів. Утім, розширення пропозиції окремих товарів (молочної продукції завдяки імпорту, а огірків та помідорів – за рахунок як імпортованої, так і вітчизняної тепличної продукції) дещо стримувало загальне зростання цін.

Зросли ціни на алкогольні напої передусім через підвищення мінімальних цін на ігристі вина.

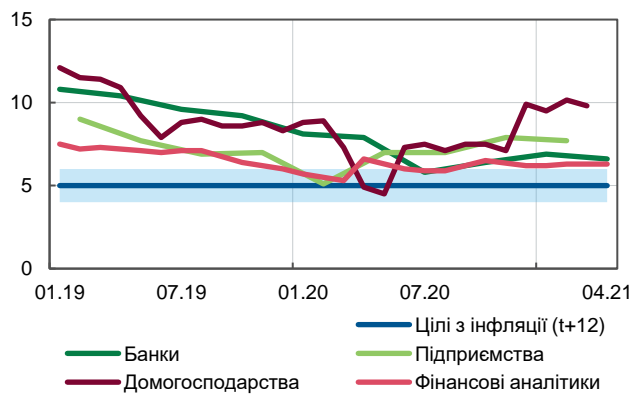
Фундаментальний інфляційний тиск посилюється також через зростання споживання

Базова інфляція пришвидшилась до 5.9% р/р (з 4.5% р/р у грудні 2020 року), дещо перевищивши прогноз, опублікований в [Інфляційному звіті за січень 2021 року](#).

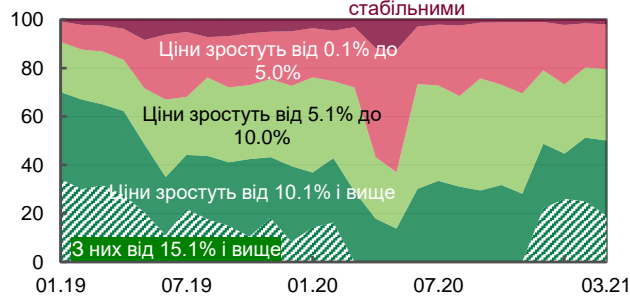
Крім подорожчання оброблених продуктів харчування, швидше дорожчали послуги (до 7.3% р/р). Це зумовлювалося як зростанням виробничих витрат, у тому числі на оплату праці та дотримання карантинних обмежень, так і споживчим попитом, який залишався стійким навіть під час локдауну в січні та карантину "червоних зон" у березні. Зокрема завдяки пристосуванню бізнесу до роботи в умовах карантину та подальшому збільшенню реальних заробітних плат зростала роздрібна торгівля. Продовжувала збільшуватися вартість послуг закладів громадського харчування, туристичних, фінансових та медичних послуг, оренди житла і водійських курсів.

Натомість темпи зростання цін на непродовольчі товари знизилися (до 1.8% р/р). Це може пояснюватися вичерпанням ефектів від послаблення гривні минулого року, а також впливом ажіотажного попиту на початку пандемії у березні минулого року. У результаті, повільніше дорожчала фармацевтична продукція, автомобілі та поглибилося падіння цін на товари для особистого догляду, засоби для чищення, іграшки. Одяг та взуття й надалі залишалися дешевшими, ніж рік тому. Це може бути пов'язано зі зміною бізнес-моделей ритейлерів, у тому числі за рахунок посилення ролі онлайн-продажів.

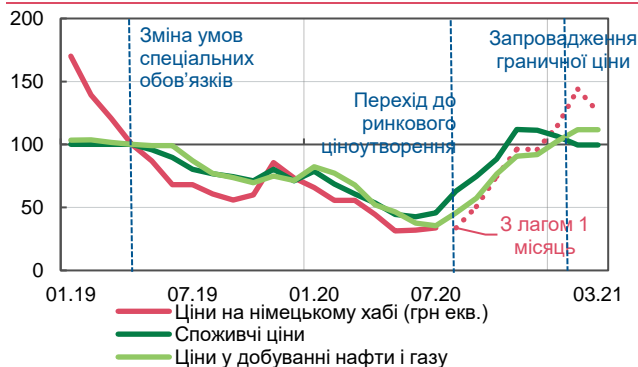
Графік 2.1.6. Інфляційні очікування та цілі з інфляції на наступні 12 місяців, %



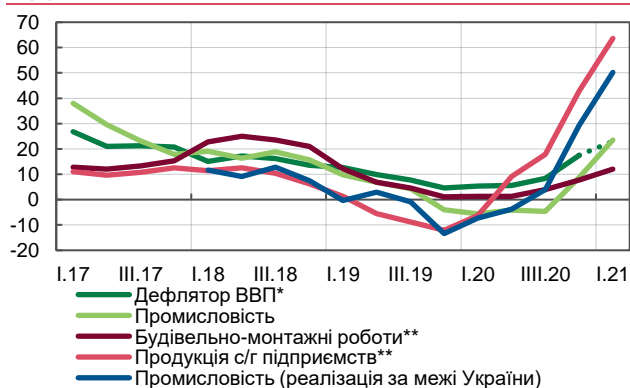
Розподіл очікувань ДГ на наступні 12 місяців, %
Ціни будуть зменшуватися або залишатися стабільними



Джерело: НБУ, GfK Ukraine, Info Sapiens.
Графік 2.1.7. Ціни на природний газ, 05.2019 = 100



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



* Дані за I квартал 2021 року – за оцінками НБУ.
** Дані за I квартал 2021 року – у середньому за два місяці.
Джерело: ДССУ.

Про збереження інфляційного тиску свідчили також підвищені інфляційні очікування більшості респондентів. Незважаючи на маржинальне поліпшення за рахунок курсових очікувань, значною залишилася частка домогосподарств, які очікують зростання цін більше, ніж на 10% у наступні 12 місяців. Це зумовлене передусім швидким подорожчанням товарів і послуг щоденного вжитку⁴.

Посилився вплив від зростання світових цін на енергоносії на інфляцію в Україні, незважаючи на адміністративні обмеження

Через стрімке подорожчання природного газу на європейських ринках уряд на початку року запровадив граничну ціну на природний газ для домогосподарств. Незважаючи на зниження тарифів постачальниками⁵ порівняно з попереднім кварталом, у річному вимірі темпи зростання вартості природного газу збільшилися (до 63.6% р/р) за рахунок ефекту низької бази порівняння минулого року. Подорожчання газу в попередні періоди вплинуло на вартість гарячої води та опалення. Через відміну пільгового тарифу для домогосподарств очікувано подорожчала електроенергія.

У I кварталі відновилося зростання цін на паливо (на 12.2% р/р) через підвищення світових цін на нафту та збереження високого попиту з боку населення. Це підтримувало зростання вартості послуг транспорту.

Під впливом подорожчання енергоносіїв зросли ціни у добуванні нафти і природного газу, а також у виробництві коксу та нафтопродуктів. Це разом із підвищенням світових цін на добрива та високим зовнішнім попитом пришвидшило зростання цін у хімічній промисловості.

Проінфляційні чинники в більшості секторів економіки зумовлять стрімке пришвидшення дефлятора ВВП у I кварталі 2021 року

Висхідні інфляційні тенденції на світових товарних ринках відобразилися не лише у цінах споживчих товарів. Пришвидшилися темпи зростання цін у реалізації продукції сільського господарства та в харчовій промисловості, зокрема на тлі високих світових цін на зернові та олійні. Збільшилися темпи зростання цін у металургії, добуванні металевих руд. Швидше зростали ціни й у будівництві внаслідок подорожчання сировини (зокрема бітуму).

Натомість стримувало зростання дефлятора менші темпи зростання цін на послуги зв'язку для бізнесу, а також незмінні тарифи на перевезення вантажів залізницею.

⁴ Детальніше про взаємозв'язок минулої інфляції та інфляційних очікувань в Україні в статті [Жолудь О., Лепушинський В., Ніколайчук С. Дієвість монетарного трансмісійного механізму в Україні після впровадження інфляційного таргетування. Вісник Національного банку України, 247, стор. 19-37.](#)

⁵ Згідно з постановою Кабінету Міністрів України від 18 січня 2021 року № 25 вставлено граничну ціну на природний газ для домогосподарств на рівні 6.99 грн/м³ з 01 лютого 2021 року на період дії карантину, але не довше ніж до 31 березня 2021 року. Проте значна частина газопостачальних компаній знизила ціни ще в січні.

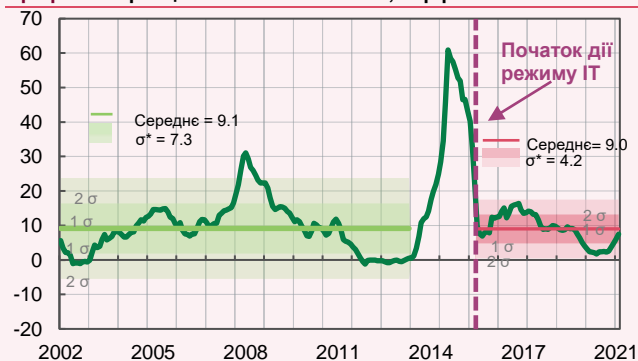
Вставка 2. Досягнення інфляційних цілей центральними банками країн світу⁶

Цього року виповнюється п'ять років із часу запровадження політики інфляційного таргетування (ІТ) в Україні. В умовах високої невизначеності внаслідок кризи 2014–2015 років НБУ все ж вдалося приборкати високу та волатильну інфляцію та стабілізувати її в межах однознакових показників. За цей час інфляція часто відхилялася від цілі та цільового діапазону, встановлених НБУ. Однак досвід інших країн свідчить про те, що такі відхилення загалом притаманні й іншим країнами, особливо тим, які порівняно нещодавно запровадили режим ІТ. Крім того, режим ІТ є гнучким: центральні банки можуть допускати короткострокове відхилення інфляції навіть від цільового діапазону, якщо ризики надмірної волатильності економічної активності переважають над ризиками дестабілізації інфляційних очікувань. Продовження послідовної політики дасть змогу зменшити амплітуду та тривалість відхилення інфляції від цільового діапазону в подальшому.

Відтоді як політику ІТ було вперше запроваджено у Новій Зеландії у 1990 році, вона набула значної популярності як серед розвинених країн, так і країн, ринки яких розвиваються. Сьогодні за класифікацією МВФ⁷ до списку країн – інфляційних таргетерів належить 41 країна (11 розвинених країн⁸ та 30 країн, ринки яких розвиваються⁹, серед яких є і Україна). Середня тривалість застосування ІТ серед цих країн – 17 років (24 років для розвинених країн та 14 років для країн, ринки яких розвиваються).

Основною ідеєю ІТ є декларація центральними банками зобов'язання, що їхні дії спрямовуватимуться на досягнення чітко визначеної інфляційної цілі та/або діапазону допустимого її коливання. Параметри ІТ часто відрізняються серед країн за рівнем інфляційної цілі, шириною цільового діапазону, швидкістю початкової дезінфляційної політики тощо, що може впливати на здатність центробанку виконувати свої зобов'язання. Результативність ІТ визначається¹⁰ на основі аналізу середньої амплітуди, частоти та тривалості відхилення фактичної інфляції від визначеної ним цілі з урахуванням особливостей ІТ в окремих країнах.

Графік 1. Інфляція та її волатильність, % р/р

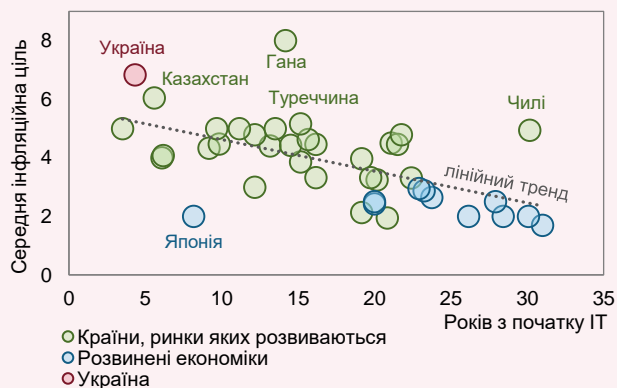


* σ – стандартне відхилення. За нормального розподілу 68% і 95% значень перебувають відповідно в межах одного (області забарвлені в темні відтінки) та двох (області забарвлені у світлі відтінки) стандартних відхилень від середнього значення.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Режим ІТ в Україні є молодим порівняно з іншими країнами, а середня інфляційна ціль із часу запровадження ІТ є однією з найвищих у світі. Ураховуючи тривалий досвід високої та волатильної інфляції (графік 1), НБУ розпочав політику ІТ з поступового зниження інфляційної цілі з 12% на кінець 2016 року до 5% у середньостроковій перспективі. За час використання ІТ в Україні середній рівень інфляційної цілі становив майже 7%, а середня інфляція – 9%. Незважаючи на те, що середня інфляція після запровадження ІТ не змінилася, її волатильність знизилася майже вдвічі. Стандартне відхилення інфляції зменшилося із 7.3 в. п. до 4.2 в. п., що свідчить про ефективність режиму ІТ в досягненні цінової стабільності.

Графік 2. Зв'язок між середньою інфляційною ціллю та тривалістю політики інфляційного таргетування серед країн світу



Джерело: Розрахунки НБУ на основі даних ДССУ, МВФ та веб-сторінок центральних банків світу на основі даних по лютий 2021 року.

Серед інших країн (графік 2) вищу ціль на рівні 8% має лише Гана, тоді як у Туреччині та Казахстані середня ціль становила більше 5%. Інші країни, ринки яких розвиваються, здебільшого мають середню ціль на рівні 3–5%, а розвинені країни – близько 2%. Можна виокремити кілька основних причин вищих інфляційних цілей у країнах, ринки яких розвиваються. По-перше, країни з нижчою продуктивністю праці, ніж у розвинених

⁶ Вставку підготовлено на основі дослідження Олександра Фарини, Сергія Ніколайчука та Віктора Козюка, яке буде оприлюднено пізніше.

⁷ Згідно зі щорічним звітом МВФ за 2019 рік [The Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions \(AREAER\)](#).

⁸ Австралія, Канада, Чехія, Ісландія, Ізраїль, Японія, Корея, Нова Зеландія, Норвегія, Швеція, Великобританія.

⁹ Албанія, Вірменія, Бразилія, Чилі, Колумбія, Коста-Ріка, Домініканська республіка, Грузія, Гана, Гватемала, Угорщина, Індія, Індонезія, Ямайка, Казахстан, Мексика, Молдова, Парагвай, Перу, Філіппіни, Польща, Румунія, Російська Федерація, Сербія, Південна Африка, Тайланд, Туреччина, Уганда, Україна, Уругвай.

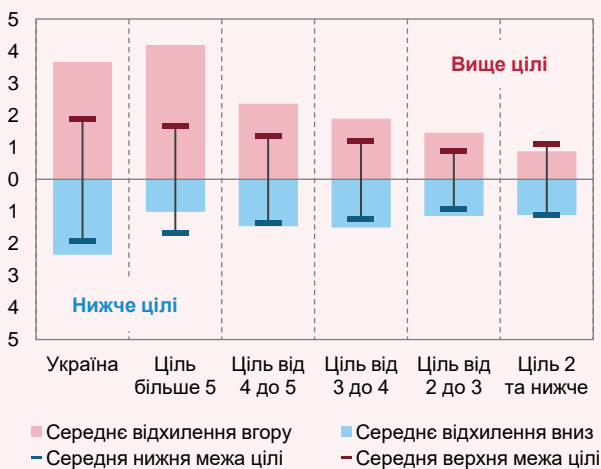
¹⁰ Наприклад, [Roger & Stone \(2005\) "On Target?: The International Experience with Achieving Inflation Targets"](#).

економіках, також мають нижчий відносний рівень цін – товари і послуги у бідніших країнах є дешевшими, ніж у багатших країнах. Центральні банки обирають вищі інфляційні цілі, очікуючи зростання відносної продуктивності в подальшому і відповідно конвергенції цін до рівня розвинених економік. По-друге, менш розвинені країни схильні до турбулентнішого макроекономічного середовища та більших економічних шоків. Вищі інфляційні цілі збільшують можливості реакції монетарної політики центрального банку, яка обмежена нижньою межею ефективності процентної ставки. По-третє, наслідком макроекономічної турбулентності часто є історично висока та волатильна інфляція. Необхідність дезінфляції та стабілізації інфляційних очікувань спонукає центральні банки країн, ринки яких розвиваються, обирати вищі інфляційні цілі на початку ІТ з їх поступовим зниженням у подальшому.

За роки використання режиму ІТ в Україні, інфляція відхилялася від цілі та її діапазону в обидва боки. Середня амплітуда коливань відповідає досвіду інших країн з високим рівнем середньої цілі та порівняно незначним строком застосування режиму ІТ (графік 3). Відхилення інфляції вгору були в середньому більшими, ніж відхилення вниз, та частіше перевищували верхню межу цільового діапазону, що здебільшого зумовлено початковим дезінфляційним періодом.

У країнах з тривалішим досвідом застосування ІТ та нижчим рівнем середньої інфляційної цілі амплітуда відхилення в обидва боки знижується та в середньому не перевищує цільовий інфляційний діапазон. Вищу, ніж в Україні, середню амплітуду відхилення вгору за період використання ІТ мають Гана, Туреччина, РФ, Уганда та Сербія. Більшість із цих країн мала нижчу середню інфляційну ціль, ніж в Україні.

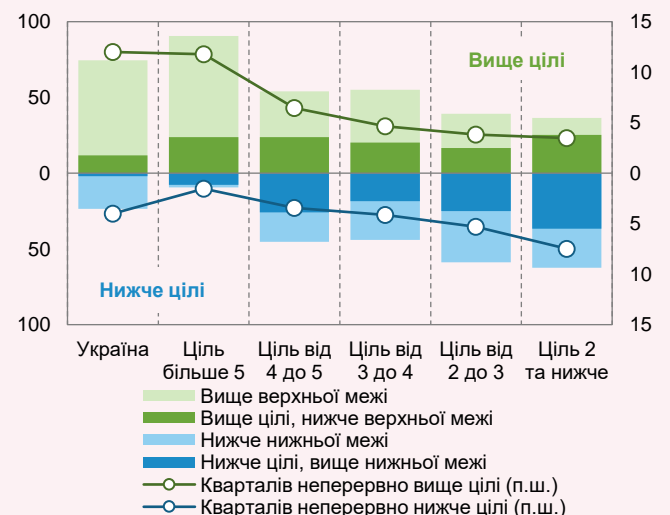
Графік 3. Середня амплітуда відхилення вище та нижче цілі* в Україні та серед груп країн із різним рівнем інфляційної цілі



* На основі щомісячних даних стосовно інфляції та за припущення, що річна інфляційна ціль є незмінною протягом року, крім України та Чехії, які за деякі роки публічно оголошували про плавне зниження інфляційної цілі протягом року.
Джерело: Розрахунки НБУ на основі даних ДССУ, МВФ та вебсторінок центральних банків світу на основі даних по лютий 2021 року.

За час використання ІТ в Україні інфляція була в цільовому діапазоні протягом восьми місяців, що складає 16% від загального періоду використання ІТ. З кінця 2016 року інфляція в Україні 36 місяців неперервно перевищувала ціль, а з грудня 2019 року 12 місяців поспіль перебувала нижче цілі. Такі результати притаманні й іншим країнам із високим середнім рівнем цілі (графік 4). Зокрема, вони є близькими до показників Туреччини, Уругваю, Грузії та Гани. У країнах із середньою інфляційною ціллю від 3 до 5 відсотків, які мають триваліший досвід послідовного застосування ІТ, інфляція в середньому перебувала в межах цільового діапазону в 40–50% випадках із середньою неперервною тривалістю відхилення у 2–7 кварталів. А в розвинених країнах інфляція перебувала в межах цільового діапазону у 40–60% випадках.

Графік 4. Середня частота (%), ліва шкала) та середня тривалість (кварталів, права шкала) відхилення інфляції від цілі та цільового діапазону серед груп країн із різним рівнем інфляційної цілі



Джерело: Розрахунки НБУ на основі даних ДССУ, МВФ та вебсторінок центральних банків світу на основі даних по лютий 2021 року.

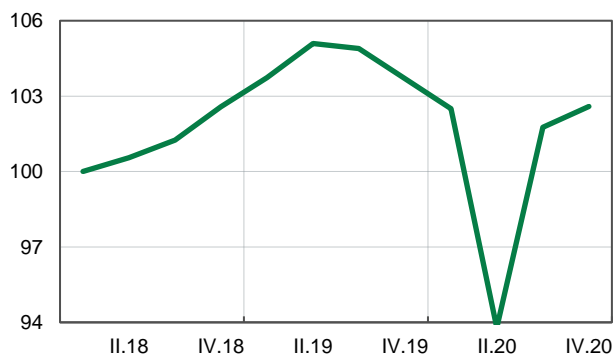
Разом зі зниженням середньої інфляційної цілі зменшується частота та тривалість відхилення вище верхньої межі цільового діапазону, однак зростає частота та тривалість відхилення нижче цільового діапазону. Відповідно в менш розвинених країнах із меншим досвідом використання ІТ преважують проінфляційні шоки, тоді як розвинені країни з низькими інфляційними цілями вже тривалий час страждають від низької інфляції та обмежені у своїй монетарній політиці нижньою межею ефективності процентної ставки.

Відхилення інфляції від цілі та цільового діапазону в Україні загалом узгоджується з результативністю центральних банків інших країн, які порівняно нещодавно запровадили ІТ, мають високу середню інфляційну ціль та проходили через період дезінфляції. Досвід інших країн, які мають інфляційну ціль до 5%, свідчить, що тривале та послідовне застосування політики ІТ дасть змогу в подальшому знизити амплітуду, частоту та тривалість відхилення інфляції від цільового діапазону.

2.2. Попит і випуск

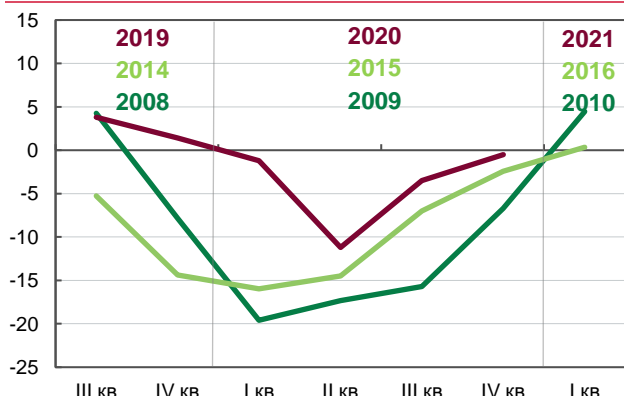
- У 2020 році реальний ВВП знизився на 4.0%. Падіння виявилось не таким суттєвим, як очікувалося на початку кризи, завдяки швидшому, ніж очікувалося, відновленню економіки в другому півріччі.
- Економіка поживалася насамперед завдяки приватному споживанню, а наприкінці року і державному. Споживчий попит зростав швидше, ніж очікувалося, завдяки чому економіка практично досягнула докризового рівня вже в IV кварталі. Інвестиції залишалися пригніченими протягом усього року.
- На початку 2021 року економічна активність послабилася як під впливом нових карантинних обмежень та несприятливих погодних умов, так і більш системних чинників (складної ситуації в тваринництві, посилення конкуренції на окремих зовнішніх ринках).

Графік 2.2.1. Реальний ВВП у с/с вимірі, індекс, I.18 = 100%



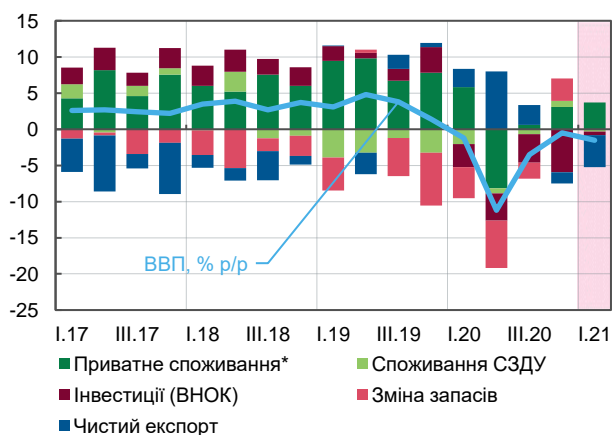
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.2. Реальний ВВП, % р/р у різні кризові періоди



Джерело: ДССУ.

Графік 2.2.3. Внески категорій кінцевого використання в річну зміну реального ВВП, в. п.



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

Економіка України майже відновилася до докартинного рівня

У 2020 році реальний ВВП знизився на 4.0%, що було дещо краще за оцінку НБУ, оприлюднену в [Інфляційному звіті за січень 2021 року](#) (-4.4%). Зокрема кращим виявився факт IV кварталу 2020 року (падіння лише на 0.5% р/р) насамперед завдяки суттєвому поліпшенню показників низки секторів (будівництва, промисловості, торгівлі тощо) у грудні.

Економіка України виявилася стійкішою порівняно з попередніми кризовими періодами. Поточна криза не супроводжувалася стрімкою девальвацією та інфляцією. Скорочення реального ВВП у 2020 році виявилось співставним із порівнюваними країнами та не таким суттєвим, як очікувалося на початку кризи. Після значного падіння в II кварталі (на 11.2% р/р) у другому півріччі економіка швидко відновлювалася. У IV кварталі вона майже¹¹ сягнула докризового рівня: реальний ВВП у сезонно скоригованому вимірі відповідав I кварталу 2020 року.

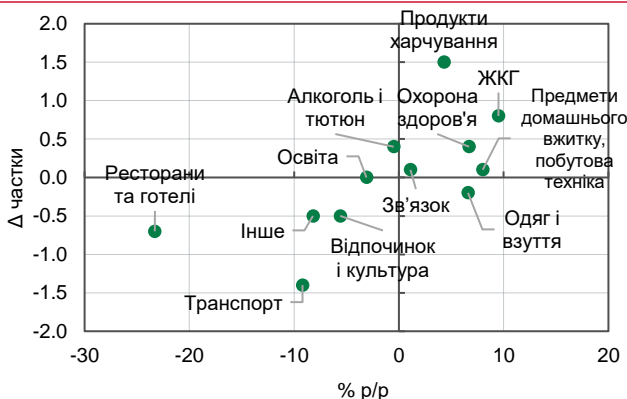
Основними чинниками падіння ВВП у 2020 році були зрушення споживчого та зниження інвестиційного попиту у відповідь на карантинні обмеження, запроваджені в Україні та світі, та невизначеність, пов'язана з пандемією. Погіршення ділових очікувань підприємств, а також невирішені питання розрахунків у сфері альтернативної енергетики були основними чинниками спаду інвестицій, який навіть поглибився в другому півріччі (за рік падіння становило 24.4%).

Пожвавлення економіки забезпечувалося насамперед внутрішнім споживчим попитом

Основний внесок у відновлення економіки мало споживання домогосподарств, яке за підсумками року зросло (на 1.6% р/р), незважаючи на значне падіння в II кварталі. У другому півріччі споживання зростало завдяки відновленню економічної активності, у тому числі в найбільш постраждалих від карантинних заходів секторах послуг, заходам соціальної підтримки уряду, а також поліпшенню споживчих настроїв. Вагомий внесок мала переорієнтація на внутрішній туризм, що серед іншого підтримало зростання торгівлі.

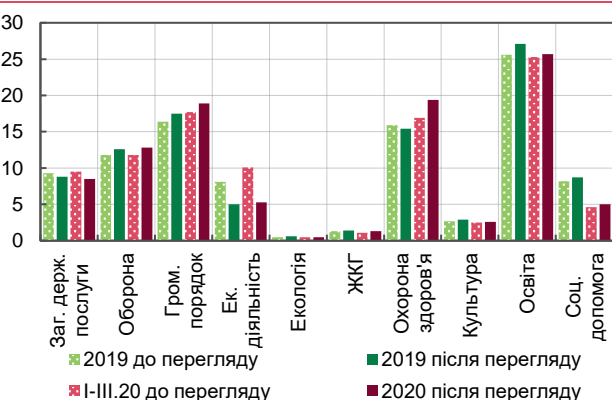
¹¹ Кризові явища у 2020 році почали проявлятися вже в I кварталі, оскільки локдаун було запроваджено з другої половини березня.

Графік 2.2.4. КСВ ДГ за цілями, % р/р та зміна частки у 2020 році порівняно з 2019 роком



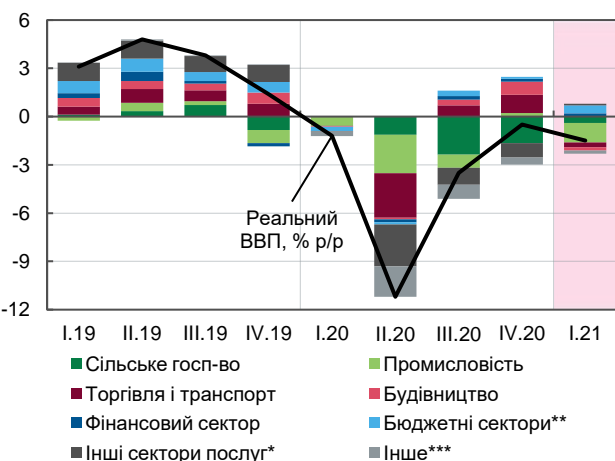
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.5. КСВ СЗДУ за функціями, % до загального підсумку



Джерело: ДССУ.

Графік 2.2.6. 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.

Але пандемія все ж змінила споживчу поведінку у 2020 році, як через перегляд пріоритетів у витратах¹², так і у зв'язку з розвитком служб онлайн-замовлень та доставки, поширенням віддаленої роботи та навчання. Домогосподарства збільшили витрати на продукти харчування та охорону здоров'я, і зменшили витрати на харчування поза домом, туристичні поїздки, транспорт. Збільшення часу перебування вдома стимулювало зростання витрат на побутову техніку, предмети домашнього вжитку, поліпшення умов проживання (останнє відображається в споживанні ЖКГ). Витрати на одяг і взуття за підсумками року також збільшилися, що може значною мірою пояснюватися зміною цінової політики ритейлерів¹³.

Стримувала падіння ВВП і державна підтримка економіки. Так, спрямування бюджетних коштів на дорожню інфраструктуру відобразилося в зростанні будівництва та суміжних галузей (добувної промисловості та розроблення кар'єрів у другому півріччі, виробництва іншої неметалевої мінеральної продукції тощо). Збільшення бюджетних витрат на медицину і оборону та підвищення мінімальної зарплати сприяли зростанню в секторах із переважно бюджетним фінансуванням, а також споживання СЗДУ наприкінці року.

Довідково: Показники державного споживання зазнали відсутнього перегляду як у 2019 році, так і у 2020 році під час планового перегляду даних ДССУ. Це передусім зумовлено методологічними змінами внаслідок трансформаційних процесів у сфері охорони здоров'я, а також уточненням даних щодо будівельних проєктів.

Рекордний врожай 2019 року, який експортували в першій половині 2020 року, стабільний світовий попит на продовольство та швидке відновлення економіки Китаю підтримали експорт. Утім через нижчі врожаї 2020 року та посилення конкуренції на окремих ринках у цілому за рік експорт товарів та послуг знизився (на 5.6%). Водночас падіння імпорту було глибшим (на 9.6%) через слабкий споживчий попит у першому півріччі, обмеження закордонного туризму та скорочення інвестицій протягом усього року. У результаті внесок чистого експорту за підсумками року був додатним (2.4 в.п.).

На початку 2021 року економічне зростання стримувалося як системними, так і тимчасовими чинниками

Запровадження всеукраїнського локдауну в січні та карантинних обмежень "червоних зон" у низці регіонів у березні 2021 року негативно позначилося на економічній активності. Утім НБУ оцінює вплив березневих обмежень на річний реальний ВВП у стримані -0.1 в.п. (вплив січневого локдауну, який оцінювався у -0.2 в.п. урахований у макроекономічному прогнозі,

¹² Згідно з опитуванням 63% українців зазначили, що карантин вплинув на їхні споживачькі звички у 2020 році: українці економили на відвідуванні ресторанів, купівлі одягу та взуття, водночас збільшили витрати на ліки, а також збільшили частку покупок онлайн та користування сервісами доставки продуктів і готової їжі.

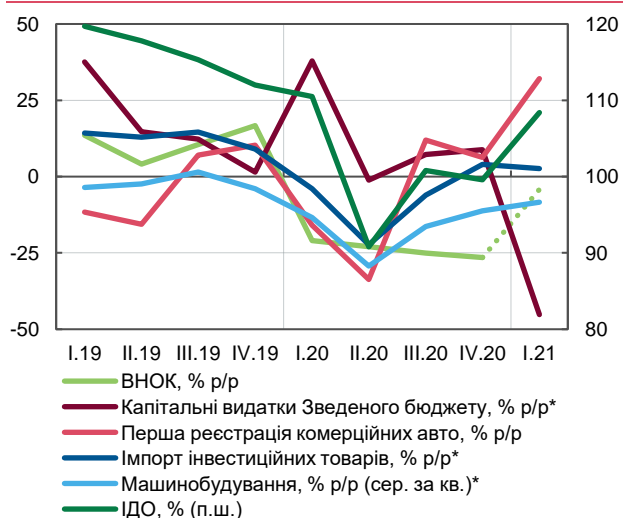
¹³ Розвиток онлайн-торгівлі, побоювання послаблення попиту в умовах зростання захворюваності, посилення конкуренції у зв'язку з прямим виходом на український онлайн-ринку великих світових ритейлерів, а також в умовах помірної волатильності обмінного курсу, ритейлери не поспішали підвищувати ціни, натомість активно пропонуючи знижки. У результаті дефлятор витрат на одяг і взуття знизився на 3.7% за рік.

Графік 2.2.7. Окремі індикатори споживчого попиту ДГ



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

Графік 2.2.8. Окремі індикатори інвестиційного попиту



* I.21 – за січень-лютий 2021 року.
Джерело: ДССУ, ДКСУ, НБУ, Укравтопром

Графік 2.2.9. Індекс очікувань ділової активності (ІОДА), п.



Джерело: НБУ.

оприлюдненому в [Інфляційному звіті за січень 2021 року](#)). По-перше, жорсткі карантинні обмеження були введені не по всій країні та на неповний місяць – з другої половини березня в червоних зонах перебувало 10–12 областей та м. Київ, сукупна вага яких у ВВП становила 50–60%¹⁴. По-друге, бізнес та населення на відміну від локдауну попереднього року, значною мірою пристосувалися до умов карантину, у тому числі завдяки онлайн-торгівлі та послугам доставки. Крім того, самі обмеження не є такими жорсткими як попереднього року – дозволено торгівлю за предзамовленням, індивідуальні послуги за записом, пересування громадським транспортом за спецперепустками тощо.

Тимчасово на показниках економічної діяльності окремих секторів (будівництва, транспорту) позначилися складніші погодні умови цього року. Крім того, зберігався негативний вплив нижчих минулорічних урожаїв. Скорочення запасів сільськогосподарських культур вплинуло на зниження обсягів виробництва в харчовій промисловості, експорт та, відповідно, оптову торгівлю та вантажні перевезення. На тлі подорожчання кормів та погіршення епізоотичної ситуації тривало падіння у сільському господарстві. Попри високі ціни на світових товарних ринках, на окремих видах промислової діяльності негативно позначилися посилення конкуренції на зовнішніх ринках (зокрема продукції ГМК), а також розширення торговельних обмежень¹⁵. Це разом із подальшим впливом від нижчих врожаїв 2020 року зумовило поглиблення падіння експорту в реальному вимірі в I кварталі.

Натомість основну підтримку економіці надалі надавав споживчий попит, який на початку року залишався стійким, попри карантинні обмеження. Про це свідчили збереження зростання роздрібного товарообороту в січні (на 3.5% р/р) та його прискорення в лютому і березні (до 5.6% р/р та 13.1% р/р відповідно), стрімке зростання імпорту автовок у березні та інших товарів споживчого призначення. Стійкості споживання сприяли подальше зростання доходів населення (детальніше – у розділі "Ринок робочої сили та доходи домогосподарств" на стор. 20) та поліпшення споживчих настроїв.

Ознаки поживлення демонстрував і інвестиційний попит. Про це свідчать поліпшення ділових очікувань, динаміки окремих підгалузей машинобудування, а також збільшення імпорту товарів інвестиційного призначення. Утім капітальні видатки бюджету знижувалися на початку року. Як наслідок, загалом інвестиційна активність залишалася стриманою. Через помітне поживлення імпорту та скорочення експорту очікується суттєве збільшення від'ємного внеску чистого експорту в зміну реального ВВП у I кварталі. Як наслідок, оцінку падіння реального ВВП у I кварталі погіршено до 1.5% р/р.

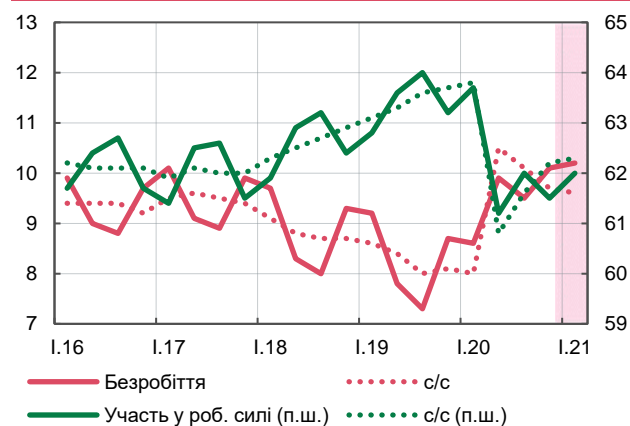
¹⁴ Розрахунки на основі регіонального ВВП за 2019 рік (останні наявні дані).

¹⁵ На початку червня 2020 року [Євразійська економічна комісія](#) відновила дію антидемпінгових мит на залізничні колеса з України, а в лютому 2021 року [РФ заборонила імпорту](#) українських залізничних коліс, рам та балок.

2.3. Ринок робочої сили та доходи домогосподарств

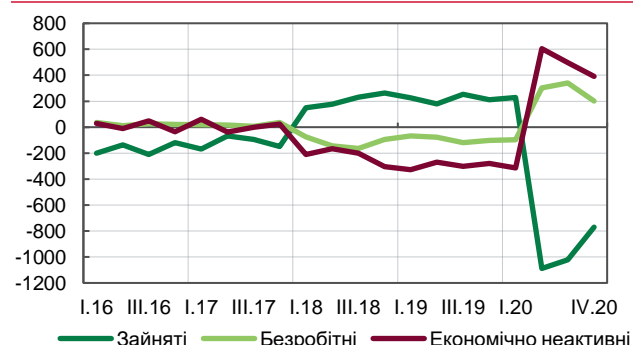
- Ситуація на ринку праці поступово поліпшувалася в другому півріччі 2020 року. Цьому сприяли менш обтяжливі умови карантину, пристосування бізнесу до роботи в умовах обмежень та державна підтримка. Водночас ризик нових спалахів пандемії стримує відновлення зайнятості.
- Попит на робочу силу залишався стійким, незважаючи на посилення карантину в березні. Громадяни також активно шукали роботу, хоча під час локдауну менш охоче.
- Доходи населення продовжують зростати, у тому числі через підвищення МЗП та індексацію пенсій.

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



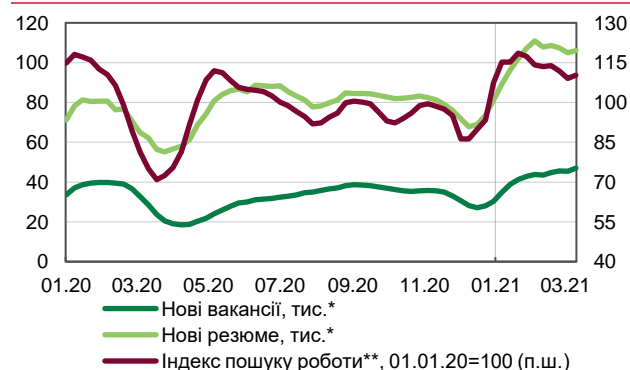
* У % до робочої сили віком 15–70 років.
 ** У % до всього населення віком 15–70 років.
 Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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 і пропозиції робочої сили (4-тижнева плинна)



* Дані з сайту work.ua.
 ** Включає запити про пошук роботи українською та російською мовами, індекс – перший тиждень 2020 = 100.
 Джерело: ДССУ, work.ua, Google Trends, розрахунки НБУ.

Зайнятість поступово зростає, незважаючи на посилення карантинних обмежень

Протягом другої половини 2020 року стан ринку праці поступово поліпшувався. Населення поверталася до пошуку роботи (тобто збільшувалася участь населення в робочій силі). Водночас поліпшувалася й зайнятість, а сезонно скоригований рівень безробіття скоротився (до 9.7% у IV кварталі).

Сезонно скоригована зайнятість зростала за обома статтями і незалежно від місця проживання. Жінки активніше поверталися до пошуку роботи та працевлаштовувалися одразу після пом'якшення карантинних обмежень, тоді як у IV кварталі їх активність дещо послабилася. Це може бути пов'язано із збільшенням рівня захворюваності наприкінці року¹⁶ та посиленням обмежень у роботі закладів сфери обслуговування. Активність чоловіків, навпаки, позавилася наприкінці року, що, зокрема, може бути зумовлене збільшенням будівельних робіт та зміщенням в темпах збору врожаїв. Ці самі чинники сприяли поліпшенню зайнятості в міській та сільській місцевості.

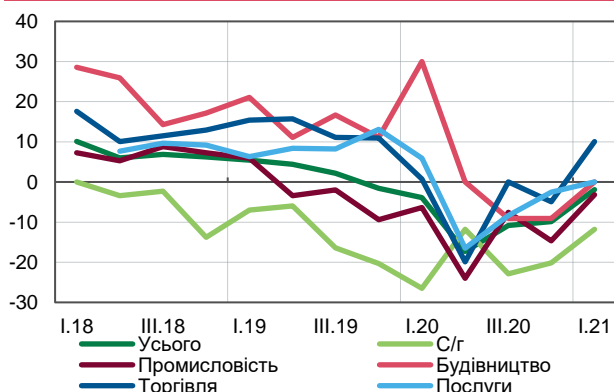
Порівняно більшим попитом серед роботодавців користувалися працівники з досвідом. Водночас поліпшилася зайнятість і серед молоді, передусім чоловіків. Утім рівень безробіття в цій групі лишається найвищим, незважаючи на все ще суттєво менший рівень участі в робочій силі ніж рік тому.

На початку 2021 року відновлення ринку праці тривало. Згідно з опитуваннями щодо ділових очікувань у I кварталі підприємства усіх секторів, крім послуг, мали кращі очікування щодо кількості зайнятих, ніж рік тому (утім опитування проводилося в лютому, тому підприємства могли не врахувати посилення карантину в березні).

Бізнес і населення частково пристосувалися до роботи в умовах пандемії. Незважаючи на березневий карантин "червоних зон" у деяких областях, кількість вакансій на сайтах із пошуку роботи зростала та залишалася істотно вищою ніж рік тому. Громадяни також активно шукали роботу, хоча під час локдауну менш охоче. Очікування громадян щодо динаміки безробіття також погіршувалися. Це зокрема може пояснюватися потребою в догляді за малолітніми дітьми у зв'язку із закриттям дошкільних навчальних закладів.

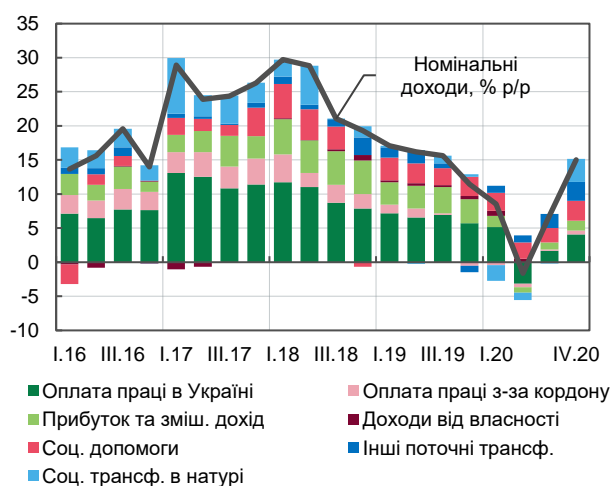
¹⁶ Хоча ймовірність захворіти не залежить від статі, зменшення активності жінок у період збільшення захворюваності може бути пов'язано з потребою в догляді за хворими.

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



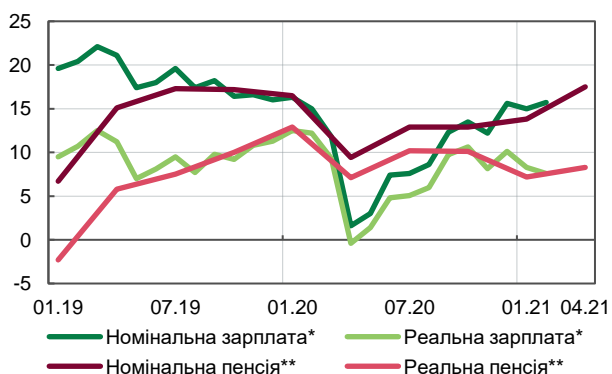
Джерело: НБУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.6. Заробітна плата штатних працівників та пенсія, % р/р



* Останні дані для заробітних плат – за лютий 2021 року.
 ** Пенсії – на початок кварталу. Для розрахунку реальної пенсії станом на початок квітня 2021 року використано споживчу інфляцію за березень 2021 року.

Джерело: ДССУ, ПФУ, розрахунки НБУ.

Підтримували зайнятість і державні програми. Наприкінці 2020 року [ухвалено низку законів](#), що, зокрема, передбачали одноразову допомогу до 8 тис. грн найменшим працівникам та ФОП, які втратили частину доходів через локдаун. Майже 0.5 млн осіб отримали компенсацію за цією програмою. Крім того, на початку 2021 року анонсовано (а в [березні ухвалено](#)) продовження таких виплат і протягом 2021 року.

У результаті в I кварталі 2021 року, за оцінками НБУ, безробіття скорочувалося, утім стриманим темпом – до 9.6% у с/с вимірі.

Незважаючи на слабку економічну активність на початку року, збільшення доходів населення тривало здебільшого завдяки державним соціальним програмам

Після падіння у II кварталі 2020 року, в подальшому доходи населення зростали. Так, у IV кварталі зростання доходів прискорилося як у реальному (6% р/р), так і номінальному вимірі (13% р/р). Цьому сприяли передусім соціальні програми та підвищення зарплат в Україні.

Швидке відновлення економіки в другому півріччі підтримало зростання зарплат у більшості видів економічної діяльності. За результатами 2020 року номінальні зарплати зросли у всіх секторах, за винятком ресторанно-готельного та авіатранспорту. У приватному секторі найвищі темпи спостерігалися в ІТ, який легко «перейшов» на віддалену роботу та мав високий попит на свої сервіси. Зростання зарплат забезпечувалося також збільшенням бюджетних видатків на охорону здоров'я та інші види діяльності з переважно бюджетним фінансуванням (освіта, держуправління, адміністрування).

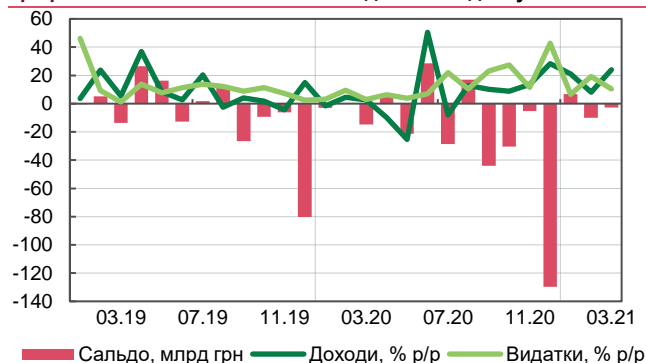
Крім підвищення пенсій, мінімальної зарплати та прив'язаних до неї виплат, вагомим був вплив державних програм із підтримки підприємців. Вищі темпи зростання за категорією прибуток та змішаний дохід свідчать про поліпшення фінансового стану підприємців. Відкриття кордонів та попит на трудові ресурси в країнах-сусідах забезпечили зростання надходжень від трудових мігрантів у IV кварталі.

Уведення загальнодержавного карантину в січні та посилення обмежень у деяких регіонах у березні 2021 року ймовірно дещо уповільнять темпи зростання доходів населення в I кварталі 2021 року. Водночас часткова адаптація бізнесу до карантинних обмежень і розширення урядової підтримки, зокрема, підвищення МЗП з січня, індексация пенсій з березня, збільшення субсидій тощо, підтримають зростання доходів населення в I кварталі 2021 року.

2.4. Фіскальний сектор

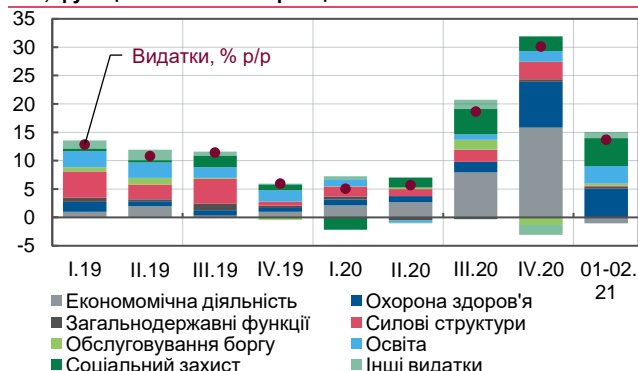
- Фіскальна політика на початку року залишалася соціально орієнтованою, що надавало підтримку приватному споживанню.
- Незважаючи на послаблення економічної активності податкові надходження зросли під впливом збільшення заробітних плат, високих цін на природні ресурси та слабшої гривні ніж у минулому році.
- Бюджетні потреби профінансовано за рахунок внутрішніх залучень та накопичених коштів у попередньому році. Державний та гарантований державою борг залишився майже незмінним з початку року зокрема за рахунок курсової переоцінки.

Графік 2.4.1. Основні показники зведеного бюджету*



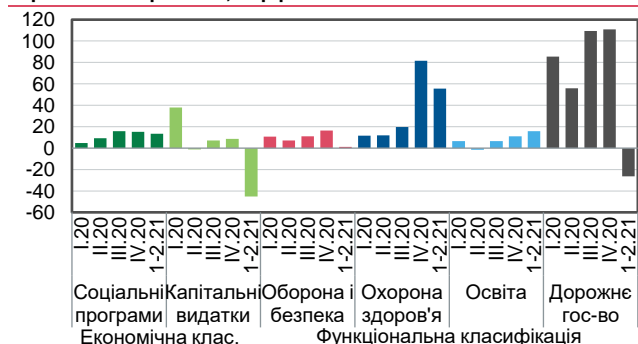
* Березень 2021 року – оцінка. Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

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



Соціальні програми вкл. оплату праці та соцзабезпечення. Оборона і безпека вкл. оборону, громадський порядок, безпеку та судову владу.

Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Фіскальна політика на початку року залишалася соціально орієнтованою

На початку року видатки фінансувалися з акцентом на соціальну складову – збільшено витрати на оплату праці, трансферти Пенсійному фонду, у тому числі через індексацію пенсій із 01 березня, субсидії населенню на оплату послуг ЖКГ разом з упродовженням компенсації у зв'язку з підвищенням тарифів на електричну енергію, надано допомоги, що пов'язані з поширенням захворюваності Covid-19 та її наслідками¹⁷. Крім того, зберігалися окремі податкові послаблення¹⁸ для мікро- та малого бізнесу, запроваджені ще наприкінці 2020 року. Усе це підтримало приватне споживання під час чергової хвилі пандемії.

Серед пріоритетів залишалися видатки на охорону здоров'я, зокрема, тривало зростання витрат на медикаменти, протиепідемічні та санітарно-профілактичні заходи. Також зростали видатки гуманітарного спрямування, зокрема, освіту, культуру та спорт.

Збільшилися й витрати на обслуговування боргу, у тому числі через значні короткострокові залучення наприкінці 2020 року під вищу дохідність. Однак зростання було меншим порівняно з плановими обсягами через міцніший курс гривні, який закладено в бюджет.

Інші напрями видатків фінансувалися стримано

Стримано фінансувалася низка колективних послуг, зокрема, оборона та громадський порядок, судова влада, а також дорожня інфраструктура. Це може пояснюватися тривалими процедурами ухвалення програм на початку року та несприятливими погодними умовами (для виконання будівельних робіт). У результаті видатки загалом зросли помірно. З огляду на вищі темпи зростання доходів сформувався відносно незначний дефіцит зведеного бюджету в I кварталі. Циклічно скориговане первинне сальдо набуло додатного значення. Це свідчить про стримуючий характер фіскальної політики щодо економічної активності.

¹⁷ На початку 2021 року Пенсійним фондом України завершено фінансування одноразової допомоги особам, які втратили доходи через січневий жорсткий карантин. Також надано фінансову допомогу Фонду соціального страхування України для виплат медпрацівникам державних і комунальних закладів охорони здоров'я та членам їх сімей унаслідок гострої респіраторної хвороби COVID-19 та її наслідками.

¹⁸ 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, списання недоїмки, штрафів та пені.

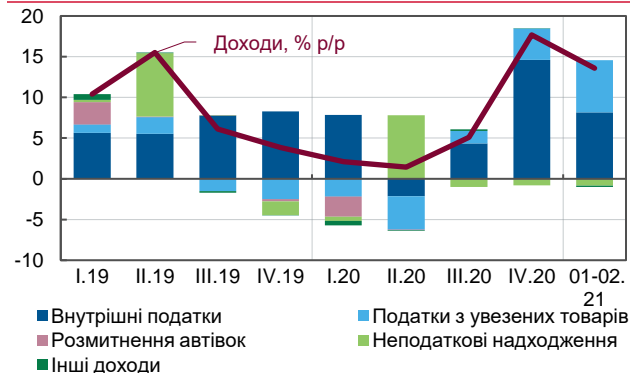
Графік 2.4.4. Сальдо СЗДУ за різними вимірами, % від ВВП та % від потенційного ВВП



* Загальне сальдо (% від ВВП) – сальдо зведеного бюджету з урахуванням позичок з ЄКР, наданих Пенсійному фонду. I кв. 2021 – оцінка.

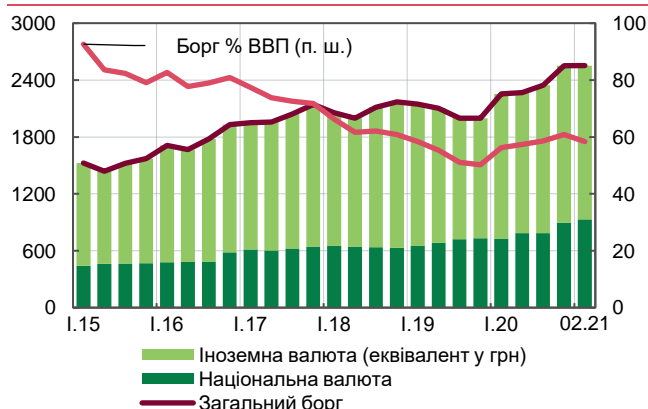
** Циклічно скориговане первинне сальдо (% від потенційного ВВП) – різниця між сезонно скоригованими доходами, у структурі яких податкові надходження коригуються на циклічні зміни ВВП, та сезонно скоригованими первинними видатками. З доходів вираховано одноразові надходження: кошти від спецконфіскації,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

Графік 2.4.5. Внески в річну зміну доходів зведеного бюджету, в. п.



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.6. Державний та гарантований державою борг (у розрізі валют погашення*), млрд грн та % від плинного річного 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 I кв. 2021 року – оцінка НБУ.
Джерело: МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Незважаючи на слабкість економічної активності на початку року податкові надходження зросли

Податкові надходження зростали порівняно високими темпами як за рахунок внутрішніх податків, так і податків з увезених товарів. Зростання заробітних плат та стійкий споживчий попит сприяли високим надходженням як від податків на споживання (внутрішні акцизи та ПДВ), так і на доходи. Надходження від податку на прибуток підприємств очікувано скоротилися через високу базу порівняння (отримання одноразових коштів від реалізації рішень Стокгольмського арбітражу наприкінці 2019 року), тоді як план за цими надходженнями перевищено завдяки поліпшенню фінансових результатів підприємств. Додатковим фактором було поліпшення адміністрування внутрішнього ПДВ. Унаслідок високих цін на природні ресурси (нафту, природний газ) зросли надходження від рентних платежів.

Також сприяли збільшенню податкових надходжень слабший, ніж минулого року, курс гривні та збільшення обсягів споживання природного газу через холоднішу погоду, що супроводжувалося як більшими обсягами імпорту газу, так і розмитненням газу, що перебував у режимі митного складу.

Дефіцит фінансувався переважно за рахунок залучень, борг залишився майже незмінним, зокрема, унаслідок курсової переоцінки

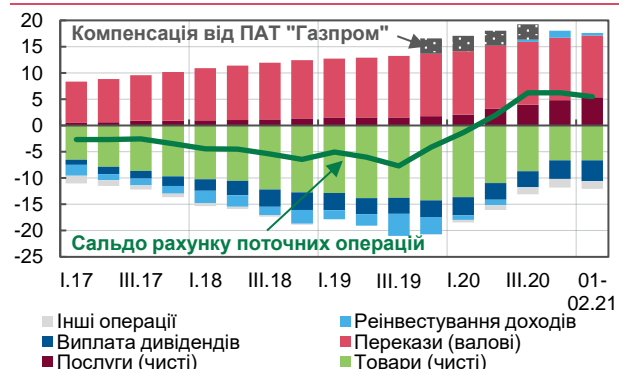
Значний попит на ОВДП у перші місяці 2021 року зумовив суттєві обсяги внутрішніх залучень насамперед у національній валюті. Утім частково потреби уряду (видатки та виплати за державними зобов'язаннями) профінансовані за рахунок значних коштів, накопичених на рахунках на початок 2021 року.

Відносно помірне збільшення чистих залучень компенсовано зміцненням курсу гривні порівняно з кінцем грудня. У результаті обсяг державного та гарантованого боргу в січні-лютому майже не змінився порівняно з початком року. За оцінками НБУ, відношення боргу та ВВП навіть зменшилося.

2.5. Платіжний баланс

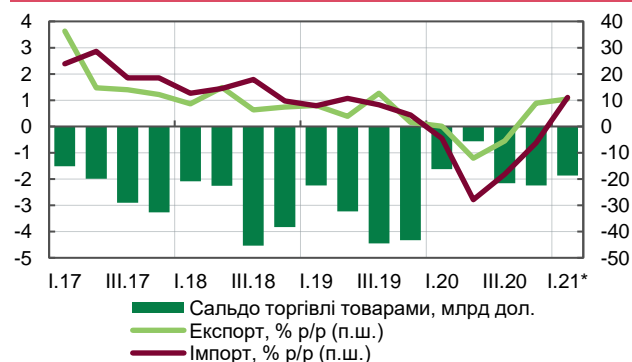
- Попри високі світові ціни дефіцит торгівлі товарами в I кварталі 2021 року залишався значним на тлі швидкого відновлення імпорту. Водночас значно нижчий його рівень порівняно з докризовим періодом разом із збільшенням додатного сальдо торгівлі послугами та стійкими переказами забезпечив збереження профіциту поточного рахунку.
- За фінансовим рахунком тривав вплив капіталу приватного сектору, переважно зумовлений загальносвітовими тенденціями. Завдяки інтересу нерезидентів до ОВДП на початку року за державним сектором зберігався приплив капіталу, проте він відчутно послабився наприкінці кварталу.
- Наприкінці 2020 року Україна накопичила певний фінансовий ресурс. Тож дефіцит платіжного балансу, сформований у I кварталі 2021 року, не мав значного впливу на критерії адекватності міжнародних резервів.

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



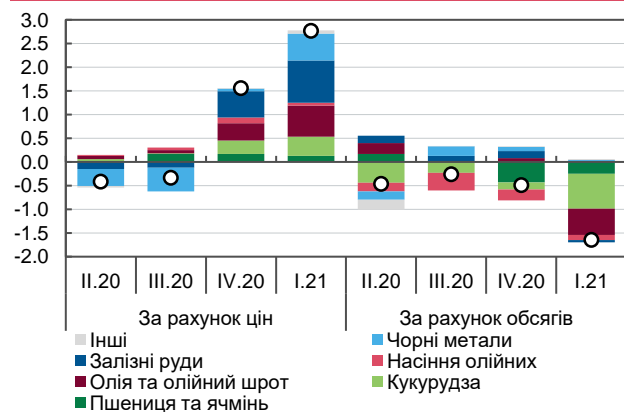
Джерело: НБУ.

Графік 2.5.2 Торгівля товарами



* Дані за березень 2021 року – оціночні.
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.

Експорт товарів зростає завдяки високим світовим цінам

У I кварталі 2021 року експорт товарів збільшився на понад 10% р/р за рахунок цінової складової. Насамперед зростання світових цін відобразилося на нарощуванні експорту продукції ГМК. Так вартісні обсяги експорту залізних руд установили черговий рекорд: високі світові ціни та розширення попиту з боку європейських металургів нівелювали скорочення поставок до Китаю, серед іншого зумовлене посиленням конкуренції з боку Австралії та Бразилії. Нарощування пропозиції на світовому ринку сталі та все ще слабке відновлення промисловості в ЄС також стримувало експорт металургійної продукції. Крім того, зростання цін на руди на тлі політики зниження викидів стимулювало Китай переорієнтуватися на металобрухт як сировину, що було додатковим чинником сповільнення зростання поставок чавуну. У результаті зростання вартісних обсягів експорту металургійної продукції майже повністю було забезпечено високими світовими цінами.

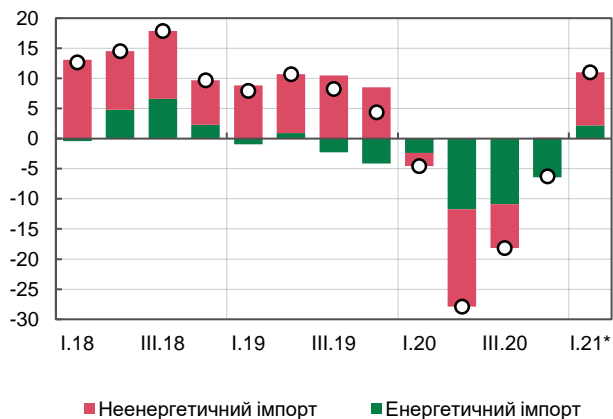
Сприятлива цінова кон'юнктура також пом'якшила очікувані втрати від нижчих минулорічних врожаїв. Високі світові ціни значною мірою компенсували скорочення поставок олії, зернових та олійних культур. Проте відновлення закупівель Китаєм соєвих бобів із США призвело до зниження попиту на український олійний шрот та скорочення обсягів його експорту. Також аграрії притримували продажі в очікуванні подальшого зростання експортних цін та зниження ставки ПДВ. Як результат, експорт продовольчих товарів зменшився.

Крім того, зростання експорту товарів стримували заборона закупівель окремого залізничного обладнання з боку РФ та дія антидемпінгового мита на цільнокатані колеса з боку ЄЕК, відновленого в червні минулого року, що позначилося на динаміці експорту продукції машинобудування.

На початку 2021 року імпорт продовжив швидко відновлюватися завдяки стійкому споживчому попиту та поживленню інвестиційного попиту

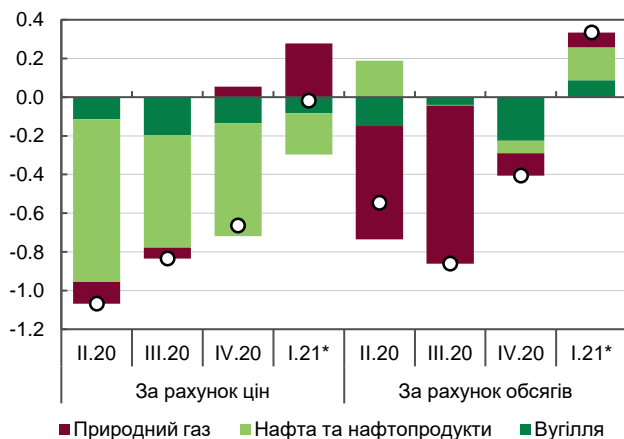
У I кварталі 2021 року імпорт товарів зріс (на 11% р/р) передусім за рахунок неенергетичної складової. На відміну від експорту зростання імпорту драйвилось як цінами, так і обсягами.

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



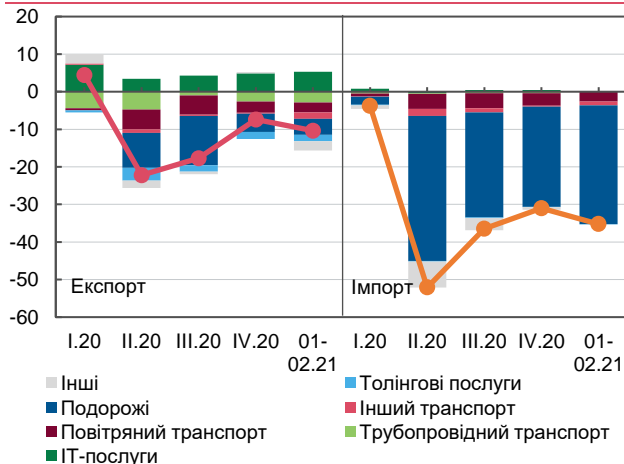
* Дані за березень 2021 року – оціночні.
Джерело: розрахунки НБУ.

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



* Дані за березень 2021 року – оціночні.
Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

Зростали закупівлі товарів як споживчого, так і інвестиційного призначення, особливо в березні. Прискорилося зростання імпорту продовольчих та промислових товарів, побутової техніки, тривало збільшення імпорту виробів з деревини. Динаміку імпорту хімічної продукції визначала епідемічна ситуація: зросли закупівлі засобів індивідуального захисту та лабораторних реагентів. Також збільшився попит на окреме медичне обладнання (детальніше у Вставці 3 "Торгівля медичними товарами у 2020 році" на стор. 26), що разом із активізацією інвестиційного попиту призвело до значного зростання імпорту продукції машинобудування. Зокрема, відчутно збільшилися закупівлі легкових та вантажних автомобілів, окремого промислового обладнання та сільськогосподарської техніки.

Відновилося і зростання енергетичного імпорту. Зокрема, стрімке зростання цін та холодна погода призвели до суттєвого нарощування вартісних обсягів імпорту природного газу. Сповільнилося падіння імпорту нафтопродуктів та вугілля внаслідок як нарощування їх закупівель через нижчі запаси, так і подорожчання порівняно з попереднім кварталом.

Завдяки значному профіциту торгівлі послугами та стійким грошовим переказам збереглося додатне сальдо поточного рахунку

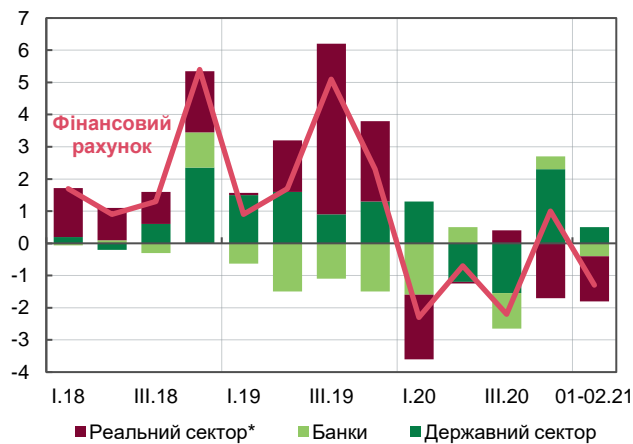
На тлі посилення карантинних обмежень іншими країнами перекази на початку 2021 року дещо знизилися порівняно з відповідним періодом попереднього року. Однак вони й надалі формували значний внесок у профіцит поточного рахунку. Крім цього, суттєво розширився профіцит торгівлі послугами порівняно з минулим роком. Так імпорту послуг і надалі стрімко знижувався: посилення карантинних обмежень багатьма країнами стримувало відновлення закордонного туризму. Високий зовнішній попит забезпечив подальше зростання експорту ІТ-послуг. Бронювання додаткових транзитних потужностей ПАТ "Газпром" згідно з умовами чинного контракту (детальніше у Вставці 4 "Контракт на транзит газу 2019 року: amat victoria curam" на стор. 27) на тлі холодної зими частково нівелювало падіння експорту послуг трубопровідного транспорту.

Погіршення фінансових умов для країн ЕМ призвело до подальшого відпливу капіталу з приватного сектору

На початку 2021 року погіршилися фінансові умови для країн ЕМ (детальніше – в розділі Зовнішнє середовище на стор. 6), що позначилося й на потоках капіталу в Україну. Зокрема, відплив ПІІ у січні-лютому став результатом виплат кредитів прямого інвестора та від'ємних реінвестованих доходів унаслідок більших виплат дивідендів¹⁹. Крім того, банки здійснювали планові погашення єврооблігацій, що разом із виплатами за зовнішніми зобов'язаннями реального сектору на тлі

¹⁹ Детальніше про розрахунок реінвестованих доходів див. "Зміни в методології складання платіжного балансу України: врахування реінвестованих доходів підприємств".

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



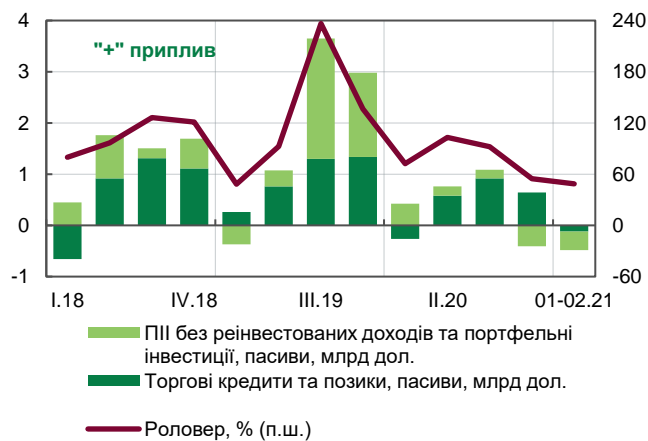
* Разом з помилками та упуцненнями.
Джерело: НБУ.

практично відсутніх нових залучень сформувало вплив капіталу приватного сектору в цілому за квартал.

У перші місяці року приплив капіталу за державним сектором очікувано зменшився порівняно з кінцем 2020 року та був забезпечений виключно інвестиціями нерезидентів у державні цінні папери. Утім наприкінці кварталу через загальносвітову тенденцію до послаблення інтересу інвесторів до ризикових активів та зростання військової присутності РФ вздовж кордону з Україною інвестиції нерезидентів майже припинилися. На тлі виплат за зовнішнім боргом у березні це призвело до звуження припливу капіталу за державним сектором у I кварталі до майже нульового значення.

Профіцит поточного рахунку лише частково перекрив вплив капіталу за фінансовим рахунком. У результаті платіжний баланс зведено з дефіцитом, що разом із виплатами кредитів перед МВФ призвело до незначного зниження валових міжнародних резервів – до 27 млрд дол. станом на кінець березня.

Графік 2.5.8. Потоки капіталу приватного сектору

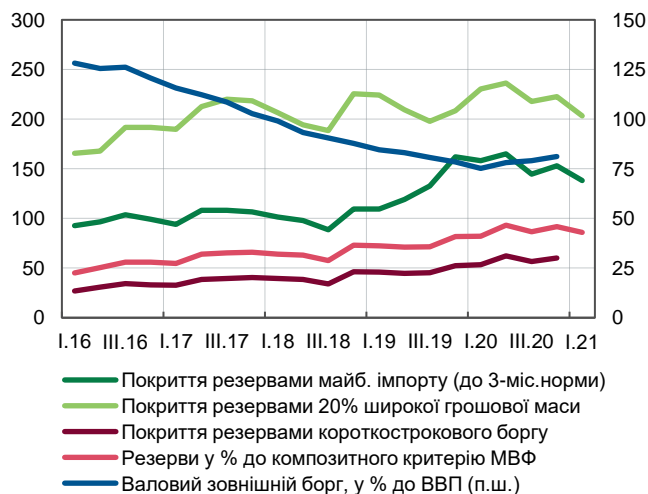


Джерело: НБУ.

Важливою умовою для забезпечення зовнішньої стійкості залишається дотримання виваженої макроекономічної політики

Як зазначалося в [Інфляційному звіті за січень 2021 року](#), завдяки надзвичайно сприятливим умовам на ринках капіталу Україна здійснила рекордні обсяги залучень. Нарощування боргових зобов'язань державним сектором призвело до збільшення співвідношення валового зовнішнього боргу до ВВП (до 81.2% на кінець 2020 року) після стійкого зниження в попередні п'ять років. Крім того, попри значні виплати обсяг короткострокового боргу за рік майже не змінився. Це зумовлено щільним графіком виплат як у 2020 році, так і 2021 році. Водночас частка короткострокового боргу за залишковим терміном погашення у валовому зовнішньому борзі зменшилася. Крім того, здійснені наприкінці року залучення дали змогу наростити резерви до найвищого за останні вісім років рівня та впритул наблизитися до мінімально необхідного їх рівня за метрикою МВФ.

Графік 2.5.9. Окремі показники зовнішньої стійкості



Джерело: розрахунки НБУ.

Незважаючи на певне поліпшення показників зовнішньої стійкості у 2020 році, обсяг виплат за зовнішніми зобов'язаннями протягом наступних років залишається значним. Для вдалого проходження цього періоду та збереження стійкості економіки до зовнішніх викликів важливим є проведення виваженої макроекономічної політики та підтримка довіри іноземних інвесторів.

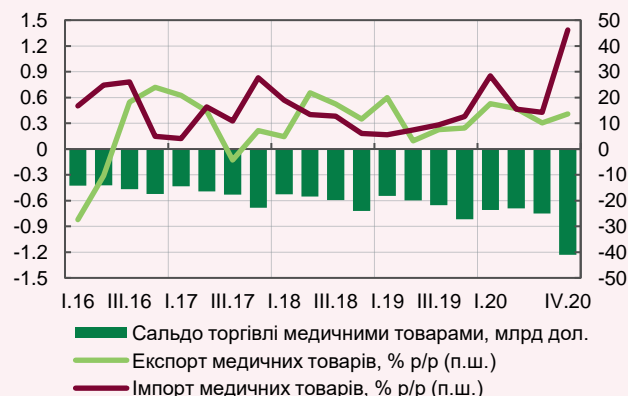
Вставка 3. Торгівля медичними товарами у 2020 році

Пандемія COVID-19 негативно позначилася на обсягах глобальної торгівлі товарами та послугами у 2020 році, проте активізувала торгівлю товарами медичного призначення. В Україні оборот зовнішньої торгівлі такими товарами²⁰ теж збільшився більш ніж на чверть, передусім за рахунок імпорту.

Обсяги міжнародної торгівлі медичними товарами у 2020 році збільшилися на тлі пандемії. Так [зовнішньоторговельний світовий оборот](#) медичними товарами за перше півріччя 2020 року зріс на 15.8% р/р. Більше його половини забезпечено фармацевтичними виробами, однак найдинамічніше зростала торгівля засобами індивідуального захисту (маски, антисептики). Ключовими гравцями на ринку медичних товарів були США, Китай та Німеччина.

Україна суттєво наростила імпорт медичних товарів, водночас зростав і їх експорт. У 2020 році експорт медичних товарів з України збільшився на 14.2% за рахунок усіх позицій.

Графік 1. Торгівля медичними товарами



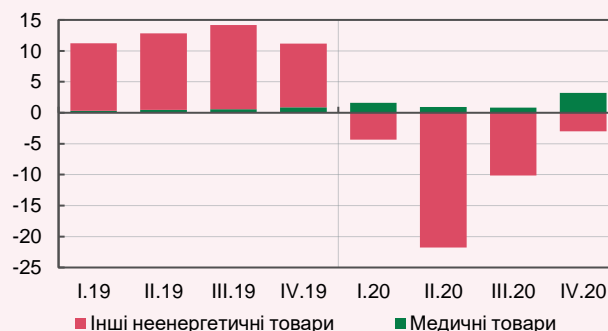
Джерело: розрахунки НБУ.

Найбільший внесок у зростання мали фармацевтичні вироби та реагенти, що використовуються для виробництва тестів на виявлення коронавірусу. У I кварталі 2020 року суттєво зросли експортні поставки

засобів індивідуального захисту (зокрема масок). Утім, це практично не мало впливу на загальний експорт – частка медичних товарів у неенергетичному експорті товарів становила лише 0.9% у 2020 (0.8% у 2019 році).

Водночас, ураховуючи слабші позиції вітчизняного виробництва порівняно з розвиненими країнами (за технологічною складністю, новими розробками, імпортозалежністю, відповідністю міжнародним стандартам тощо), зростання попиту на медичні товари з боку домогосподарств, лікувальних закладів, держави²¹ призвело до нарощування їх імпорту. Найбільший внесок у його зростання (на 27.4%) мали медичне обладнання та фармацевтична продукція. Нарощування імпорту засобів індивідуального захисту було помірним, зокрема завдяки розширенню внутрішнього виробництва. Частка медичних товарів у неенергетичному імпорті збільшилася з 6.6% у 2019 році до 9.4% у 2020 році. Закупівлі медичних товарів стримали загальний імпорт від ще більшого падіння за результатами 2020 року – за їх вирахуванням він знизився б на 9.6%, а не на 7.9%.

Графік 2. Внески в річну зміну неенергетичного імпорту, в. п.



Джерело: розрахунки НБУ.

²⁰ З метою кількісного оцінювання динаміки медичних товарів [СОТ було сформовано їх перелік](#) з виокремленням чотирьох основних позицій: фармацевтичні засоби, медичні матеріали, медичне обладнання, засоби індивідуального захисту (96 товарних позицій).

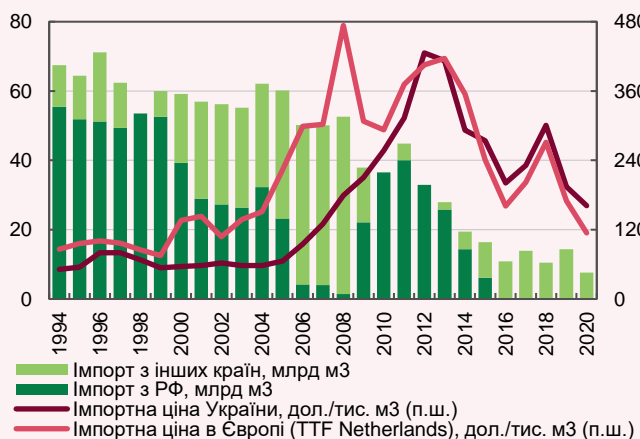
²¹ Урядова програма "Велике будівництво" передбачала закупівлі обладнання для медичних закладів, що стало додатковим чинником прискорення імпорту медичних товарів у IV кварталі 2020 року.

Вставка 4. Контракт на транзит газу 2019 року: amat victoria curam²²

Наприкінці 2019 року Україна та РФ підписали новий транзитний контракт на 2020-2024 роки. Попри очікуване зниження надходжень за транзит в умовах активного розвитку Росією нових транзитних шляхів, він гарантував транзит через українську газотранспортну систему (далі – ГТС) та закріпив низку вигідних для України положень. Основними з них є фіксація мінімальних обсягів транзиту газу за принципом "качай або плати" та відсутність прив'язки до обов'язкових закупівель Україною газу в Росії. Крім того, підготовча робота для укладення цього контракту сприяла вирішенню низки проблем енергетичного сектору, які накопичилися в попередні роки. Насамперед це стосувалося лібералізації газового ринку України та можливості надання українською ГТС нових послуг. Останнє разом із виконанням окремих положень контракту забезпечило прямі вигоди України в розмірі близько 0.5 млрд дол. за 2020 рік. Водночас подальші перспективи української ГТС залежать від її оптимізації відповідно до вимог ринку, пошуку додаткових джерел завантаження та нарощування власного видобутку газу.

Складні взаємовідносини України та Росії в газовій сфері. Висока енергоємність економіки України – давня проблема. І хоча цей [показник з середини 1990х років має стійку тенденцію до зниження, він залишається одним з найвищих у світі](#). Згідно з даними Світового банку, Україна для виробництва однієї одиниці продукції витрачає в три рази більше енергії, ніж сусідня Польща. Це не лише позначається на конкурентоспроможності українських товарів. В умовах недостатньої забезпеченості внутрішніми енергетичними ресурсами це також зумовлювало енергозалежність країни. У 90-ті роки навіть під час значного падіння економіки імпорту природного газу сягав 60-70 млрд м³ на рік. Реформування енергетичного та житлово-комунального секторів затягувалося. Задля здешевлення імпорту газу Україна в перемовинах з РФ, головним на той час постачальником енергоресурсів, йшла на політичні поступки: від надання преференцій окремим компаніям²³ до призупинення наприкінці 2013 року підготовки до підписання угоди про асоціацію з ЄС та подовження термінів перебування частини чорноморського флоту РФ в АР Крим, що згодом значно полегшило його анексію.

Графік 1. Фізичні обсяги та ціна імпорту природного газу



Джерело: Світовий Банк, розрахунки НБУ.

Апогеєм посилення тиску з боку РФ стало підписання у 2009 році десятирічного контракту на поставки та транзит газу. За його умовами²⁴ ціна газу для України вже у 2010 році сягнула європейського рівня та невдовзі перевищила його. Натомість "Газпром" систематично не виконував контрактних зобов'язань, зокрема щодо обсягів транзиту. [За оцінками НАК "Нафтогаз України"](#) збитки від реалізації цього контракту становили 32.1 млрд дол.

Забезпечення підґрунтя під перемовини 2019 року. У 2014 році Україна започаткувала амбітну та широкомасштабну реформу енергетичного [сектору з метою адаптації до вимог Третього енергетичного пакета](#) та виконання зобов'язань в межах [Договору про заснування Енергетичного Співтовариства](#). Ключовими її елементами протягом 2014-2019 років були: 1) організація реверсних поставок з Європи, яка дала змогу в кінці 2015 року відмовитися від російського газу та накопичити напередодні переговорів у 2019 році значні запаси газу (близько 22 млрд м³); 2) лібералізація ринку газу, що дало змогу ліквідувати квазіфіскальний дефіцит "Нафтогазу" та сприяло переходу до RAB-тарифів²⁵ на транзит газу та спрощенню доступу на ринок приватних компаній; 3) анбандлінг "Нафтогазу" шляхом відокремлення діяльності з транспортування газу та передачі її незалежній компанії ТОВ "Оператор ГТС України" (ОГТСУ), що функціонує згідно із законодавством ЄС; 4) відкриття на базі українських ПСГ у 2017 році "митного складу" та поступова модернізація ГТС. Крім того, позицію України в майбутньому переговорному процесі посилити санкції проти енергетичної політики Росії з боку міжнародної спільноти. Зокрема, наприкінці 2019 року США запровадили санкції проти будівництва обхідних російських газогонів "Північний потік-2" та "Турецький потік", а ЄС [обмежив право "Газпрому"](#) на використання газогону OPAL.

Ключові умови нового транзитного контракту. 30 грудня 2019 року було укладено п'ятирічний контракт на транзит російського газу з можливістю його пролонгації ще на 10 років. Одним із головних його здобутків стала

²² Перемога любить підготовку (лат.)

²³ Наприклад, для врегулювання газового конфлікту на початку 2006 року Україна змушена була погодитися на закупівлю газу через посередника – компанію "Росукренерго".

²⁴ Контракт базувався на принципі "бери або плати": Україна зобов'язувалася купувати не менше 52 млрд м³ газу, а в разі купівлі меншого обсягу – оплачувати мінімум 41.6 млрд м³. Також було зафіксовано високу базову ціну газу (450 дол./тис м³) з подальшим коригуванням на вартість нафтопродуктів на ринку ЄС. Обсяг транзиту газу з РФ мав бути не нижчим 110 млрд м³ газу на рік. Проте санкції за порушення цієї умови не були [передбачені](#).

²⁵ Тарифікація бронювання потужностей точок входу/виходу з ГТС замість оплати фактичних обсягів транзиту

фіксація мінімальних обсягів транзиту газу за принципом "качай або плати"²⁶ – 65 млрд м³ у 2020 році та 40 млрд м³ протягом 2021–2024 років. Таким чином, "Газпром" зобов'язався протягом п'яти років оплатити транзит 225 млрд м³ газу, що за оцінками гарантує Україні 7.2 млрд дол. транзитних надходжень²⁷. Контрактом також передбачено можливість додаткового бронювання транзитних потужностей із застосуванням підвищуючих коефіцієнтів²⁸. Уперше в історії цей контракт не передбачав прив'язки до обов'язкових закупівель Україною газу в Росії. Сторони також уклали мирову угоду, яка включала положення щодо сплати "Газпромом" 2.92 млрд дол. за рішенням Стокгольмського арбітражу та взаємного відкликання всіх судових позовів щодо попереднього контракту, рішення за якими не прийнято.

Вигоди від нового транзитного контракту у 2020 році.

Протягом 2020 року ОГТСУ протранзитивав до Європи 55.8 млрд м³ російського газу (на 38% менше, ніж у 2019 році). Причинами такого скорочення були нижчий попит на газ через пандемію, значні запаси в європейських сховищах, у тому числі через теплу зиму 2020 року, та запуск нових обхідних газопроводів. Однак, згідно з положеннями контракту Україна отримала 2.1 млрд дол. за послуги транзиту, що лише на 21% менше, ніж у 2019 році. Таким чином, вигода України від реалізації принципу "качай або плати" становила близько 300 млн дол. Більше того, через підвищення попиту та цін на газ у ЄС наприкінці 2020 року "Газпром" у IV кварталі забронював додаткові транзитні потужності та сплатив за них ще 30 млн дол.

У процесі анбандлінгу ОГТСУ уклав з операторами ГТС сусідніх країн низку прямих міжоператорських угод. В умовах дії нового транзитного контракту це дало змогу надавати учасникам ринку нові види послуг, а саме віртуальний реверс та шорт-хол²⁹, який можна використовувати в режимі "митного складу", тобто зберігання газу в сховищах України без сплати митних платежів. У результаті 45% загального обсягу транспортування газу з ЄС в Україну (близько 7.2 млрд м³) було здійснено шляхом віртуального реверсу. За оцінками, економія на віртуальному реверсі становить близько 20 дол./тис. м³, відтак його використання дало змогу клієнтам ОГТСУ зекономити близько 143 млн дол. Послуга шорт-хол також користувалася значним попитом на тлі низьких цін на газ та заповненості ПСГ у країнах ЄС. Протягом 2020 року 60% загального обсягу надходжень газу в "митний склад" (або 6.1 млрд м³) було здійснене в межах цієї послуги. Загалом надходження від транзиту газу в рамках послуги шорт-хол протягом 2020 року становили близько 25 млн

дол³⁰. Крім того, користувачі послуги шорт-хол також оплатили зберігання газу в українських ПСГ на суму близько 50 млн дол. США⁹.

Таким чином, загальні вигоди від нового транзитного контракту у 2020 році становили близько 0.5 млрд дол., що дещо пом'якшило втрати від очікуваного зниження транзиту газу.

Графік 2. Вигоди від нового транзитного контракту у 2020 році, млн дол.



Джерело: ОГТСУ, Нафтогаз, розрахунки НБУ.

Розширення спектру послуг ГТС не тільки сприяло її подальшій інтеграції в енергосистему ЄС, а й забезпечило формування на початку 2021 року найбільших за останні 10 років запасів газу в ПСГ (23.5 млрд м³). Попри значну частку газу у власності нерезидентів (до 7.7 млрд м³ у режимі "митний" склад), його наявність сприяє посиленню енергетичної безпеки, оскільки газ іноземних трейдерів може бути реалізований на території України. Крім того, значні запаси газу позитивно впливають на технічний стан ГТС.

Подальші перспективи. Ураховуючи подальше зниження обсягів транзиту газу та завершення дії чинного контракту вже за чотири роки вкрай важливим для України залишається збереження нею статусу транзитера газу. Це залежатиме як від наявності джерел завантаження ГТС, так і від оптимізації витрат на її функціонування. Вирішення цих завдань потребує реалізації низки заходів, а саме: 1) подальшої модернізації ГТС та розширення спектру її послуг (включно з транспортуванням СПГ та відновлюваних газів) з метою перетворення України на європейський газовий хаб; 2) забезпечення доступу до ГТС інших постачальників; 3) нарощування власного видобутку газу, що підвищить гнучкість ГТС. Кроки, здійснені Україною у межах транзитного контракту 2019 року, є запорукою здійснення цих критично важливих кроків у майбутньому.

²⁶ Поширений принцип укладання договорів на поставки вуглеводнів, що передбачає оплату заброньованих потужностей на вході та виході з ГТС незалежно від фактичних обсягів транспортування.

²⁷ Інформація щодо ставки транзиту є конфіденційною, однак за неофіційними даними порівняно з 2019 роком її було підвищено на 2% до 2.66 дол. за 1 тис. м³ на 100 км та зафіксовано на весь термін дії контракту.

²⁸ За неофіційними даними, у випадку бронювання додаткових потужностей на квартал застосовується коефіцієнт 1.1, на місяць – 1.2, на добу – 1.45.

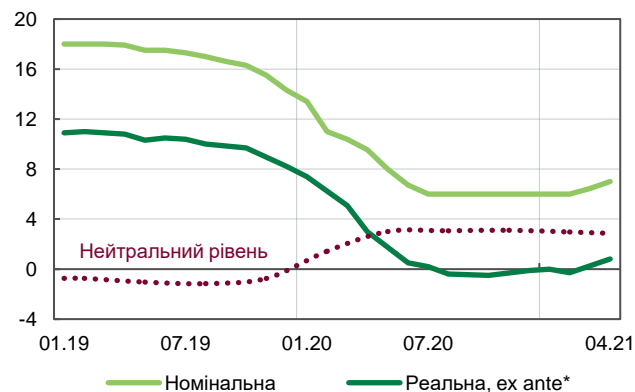
²⁹ Віртуальний реверс – імпорт газу без фізичного переміщення через кордон шляхом зарахування зустрічних заявок операторів. Шорт-хол – послуга, що дає можливість отримувати знижку на транспортування між визначеними точками входу або виходу з ГТС.

³⁰ Оцінку за 2020 рік здійснено методом екстраполяції на основі даних ОГТСУ та НАК "Нафтогаз" за 9 місяців 2020 року.

2.6. Монетарні умови та фінансові ринки

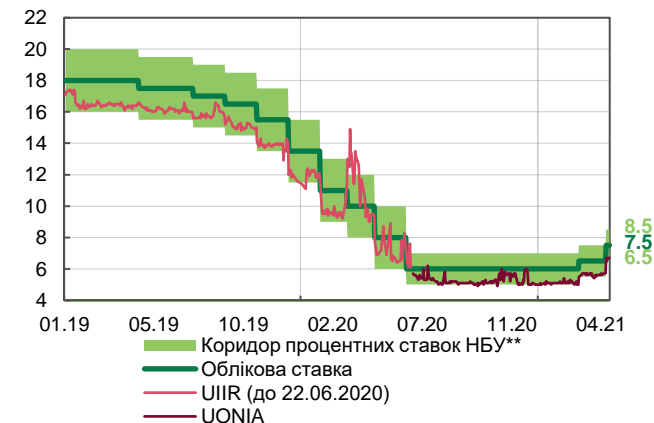
- З початку року НБУ двічі підвищив облікову ставку для поступового повернення інфляції до цілі в умовах відновлення як світової, так і української економіки.
- Ставки за гривневими ресурсами переважно ще не відреагували на підвищення облікової ставки.
- У I кварталі 2021 року, передусім у першій його половині, валютний ринок перебував під впливом помірного переважання пропозиції іноземної валюти. У результаті, курс гривні до долара США незначно зміцнився.

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



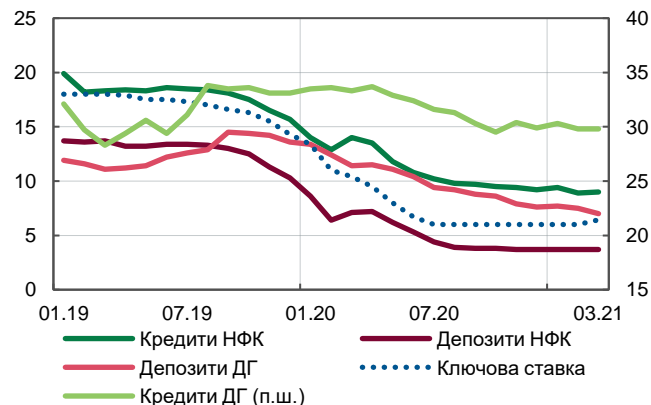
* Дефльована на очікування фінансових аналітиків щодо інфляції через 12 місяців (медіана).
Джерело: розрахунки НБУ.

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



* Останні дані – за 21.04.2021.
** 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.

Підвищення облікової ставки – реакція НБУ на погіршення інфляційних очікувань та суттєвіше посилення фундаментального інфляційного тиску

У березні 2021 року НБУ [підвищив облікову ставку](#) на 50 б. п. – до 6.5%. Таке рішення було необхідне для стримання подальшого погіршення інфляційних очікувань населення та бізнесу й повернення споживчої інфляції в цільовий діапазон. Воно відповідало базовому прогнозу, оприлюдненому в Інфляційному звіті за січень 2021 року. Проте монетарна політика в I кварталі 2021 року все ще залишалася м'якою – підвищення ключової ставки нівелювалося погіршенням інфляційних очікувань. У результаті, реальна ключова ставка протягом I кварталу 2021 року залишалася близькою до нуля та нижче її нейтрального реального рівня, який оцінюється НБУ на рівні близькому 3%.

У квітні НБУ продовжив ужорсточення монетарної політики, піднявши облікову ставку на 100 б. п до 7.5%. Головним аргументом на користь цього рішення стало посилення фундаментального інфляційного тиску та підвищені інфляційні очікування.

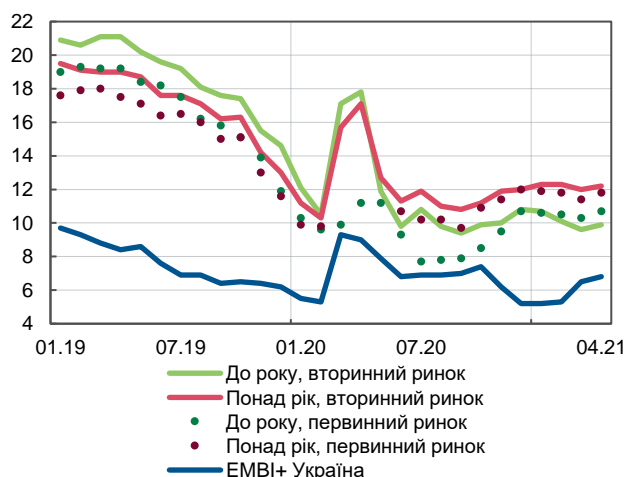
Ставки за гривневими ресурсами переважно ще не відреагували на підвищення ключової ставки

Вартість міжбанківських ресурсів зростає, і надалі тісно корелюючи з динамікою ключової ставки. Збереження значного профіциту ліквідності в банківській системі утримувало [UONIA](#) практично на рівні нижньої межі коридору ставок НБУ. Головними чинниками зростання ліквідності банківської системи були валютні інтервенції НБУ та кредити рефінансування, хоча попит на останні протягом I кварталу 2021 року суттєво зменшився.

Збільшенню ліквідності банківської системи сприяло також традиційне для початку року зниження готівки в обігу. Проте цей процес був повільнішим, ніж у попередні роки, через збереження високого рівня невизначеності щодо подальшого перебігу пандемії.

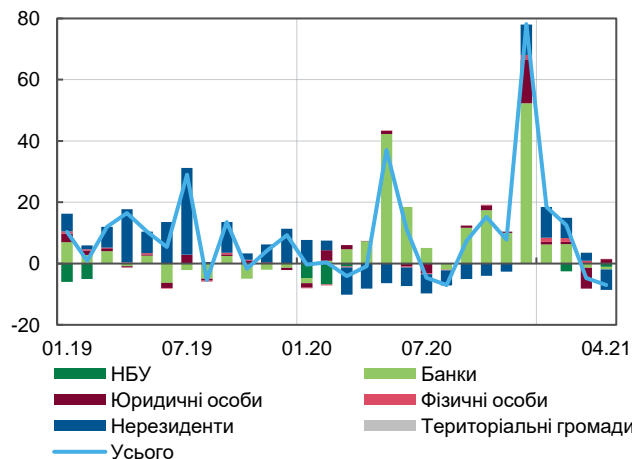
У I кварталі 2021 року тривало зниження дохідності гривневих ОВДП під час первинного розміщення. У першій половині кварталу зберігалася значна зацікавленість іноземних портфельних інвесторів до вітчизняного ринку державних запозичень. Цьому сприяли надм'які умови, які сформувалися на світових фінансових ринках, дефіцит високоприбуткових активів та оптимізм щодо початку вакцинавання проти COVID-19. Вітчизняні банки та фізичні особи теж нарощували свої вкладення в ОВДП. Інвестиції фізичних осіб у гривневі ОВДП збільшилися під впливом привабливішої дохідності

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



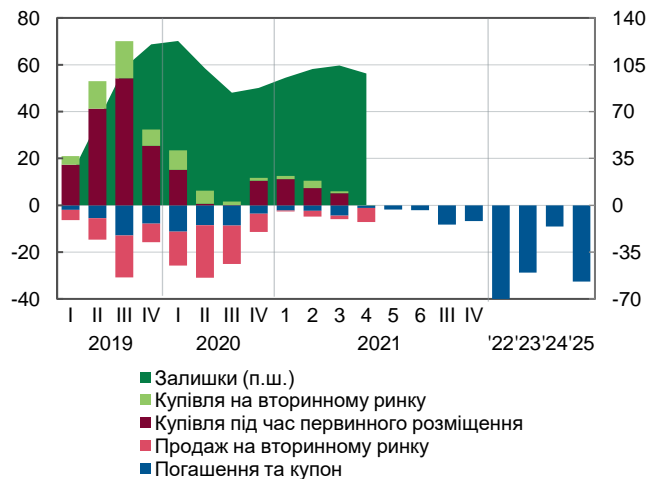
* Останні дані – за 21.04.2021.
Джерело: Bloomberg, НБУ.

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



* Останні дані – за 21.04.2021,
Джерело: НБУ.

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



* Останні дані – за 15.04.2021.
Джерело: НБУ.

порівняно з депозитами, утім обсяг їх вкладень залишається порівняно незначним (менше 2% порівняно з обсягом гривневих депозитів).

Певне скорочення залишків гривневих ОВДП протягом березня–квітня 2021 року зумовлене погашенням короткострокових паперів, розміщених наприкінці минулого року, та обережною поведінкою інвесторів через посилення напруженості на кордоні з РФ. Підвищене сприйняття ризиків через останній чинник призвело до зростання дохідності гривневих ОВДП у квітні, тоді як у I кварталі вони знижувалися за всіма строками через значний попит за одночасного обмеження урядом пропозиції короткострокових паперів.

У I кварталі гривневі ставки за більшістю операцій банків повільно знижувалися з огляду на інерцію, притаманну руху процентних ставок. Ставки для нефінансових корпорацій перебували на рекордно низькому рівні, а ставки за строковими депозитами домогосподарств знизилися нижче рівня інфляційних очікувань домогосподарств. Водночас вже з початку квітня більшість ставок припинили зниження, а окремі з них незначно підвищилися.

На валютному ринку в I кварталі 2021 року переважав ревальваційний тиск, який послабився у другій половині кварталу

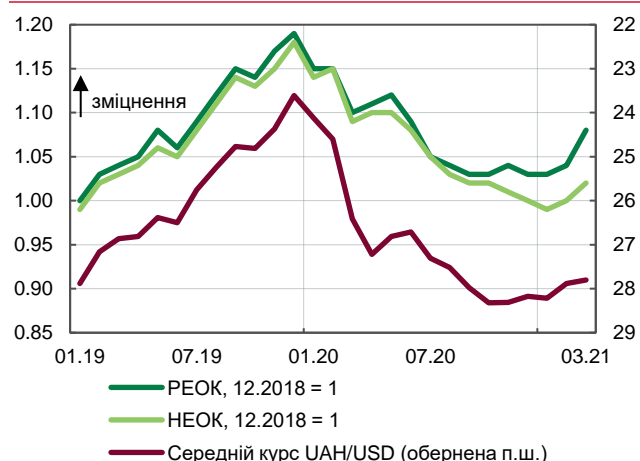
Сприятливі цінові умови для експортерів, стриманий імпорт та інвестиції нерезидентів у гривневі ОВДП сприяли зміцненню гривні, що більшою мірою виявилось на початку I кварталу 2021 року. Серед експортерів найбільшими продавцями валюти були такі галузі: АПК, металургія та гірничо-добувна промисловість. Проте, в другій половині кварталу, незважаючи на подальше зростання зовнішніх цін, попит і пропозиція на валютному ринку майже збалансувалися. Це було зумовлено нарощенням імпорту, а також погіршенням світових фінансових умов для країн ЕМ, що призвело до послаблення інтересу зовнішніх інвесторів до ризикових активів.

Проте за підсумками I кварталу офіційний обмінний курс гривні незначно зміцнився як в середньому порівняно з попереднім кварталом, так і з початку року (відповідно на 1.1% та 1.4%). Натомість більшість валют країн – ОТП України у 2021 році девальвували до долара США. Як наслідок, це призвело до зміцнення номінального обмінного курсу гривні та, враховуючи вищу інфляцію порівняно з країнами-партнерами, й реального обмінного курсу гривні.

З огляду на практично збалансований ринок у другій половині кварталу, НБУ суттєво знизив свою присутність на валютному ринку – у I кварталі 2021 року інтервенції здійснювалися лише 10 разів, а додатне сальдо інтервенцій становило 220 млн дол.

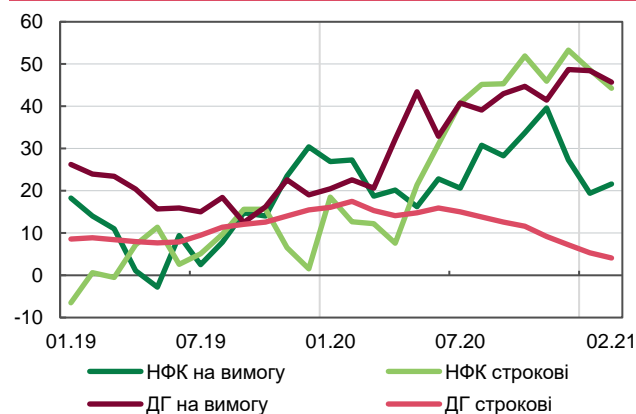
Такі тенденції дали змогу продовжити лібералізацію валютного ринку. Зокрема в I кварталі 2021 року НБУ:

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



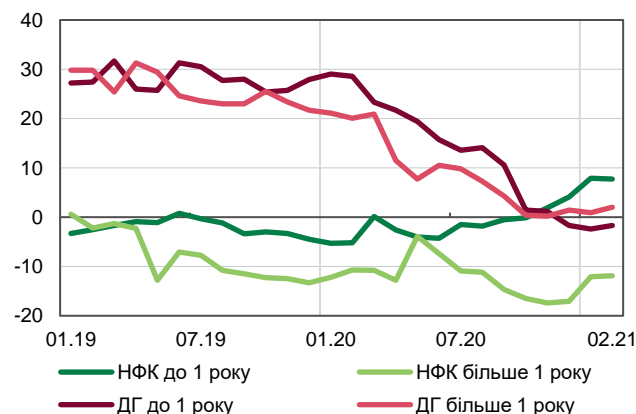
Джерело: IFS, розрахунки НБУ.

Графік 2.6.8. Депозити в національній валюті, % р/р



Джерело: НБУ.

Графік 2.6.9. Кредити в національній валюті, % р/р



Джерело: НБУ.

- [зняв заборону на окремі операції](#) в іноземній валюті на умовах "форвард", "своп", маржинальну торгівлю та на розрахунки в іноземній валюті під час купівлі державних цінних паперів, номінованих у іноземній валюті;
- дозволив банкам та небанківським фінансовим установам купувати іноземну валюту в населення за безготівкові кошти через термінали самообслуговування;
- дозволив використання фізичним особам цифрових паспортів у мобільному застосунку "Дія" для переказу коштів у іноземній валюті за межі України та одержання таких переказів;
- [збільшив е-ліміт для низки операцій фізичних осіб](#).

Депозити залишаються найпопулярнішим інструментом фінансових заощаджень. Кредитна активність повільно відновлюється

У I кварталі 2021 року тривало зростання гривневих депозитів нефінансових корпорацій та домогосподарств, проте меншими темпами. Уповільнення зростання депозитів бізнесу ймовірно пов'язане зі слабшою діловою активністю на початку року. Водночас менший приріст строкових депозитів домогосподарств свідчив про вичерпання потенціалу подальшого зниження ставок. В умовах, коли ставки за цими продуктами є нижчими за інфляційні очікування домогосподарств, посилюються стимули до пошуку альтернативних інструментів інвестування або збільшення витрат на споживчі потреби.

Кредитна активність банків поступово відновлюється, хоч і повільно. Згідно із [Опитуванням про умови банківського кредитування](#) основним рушієм відновлення кредитування стало зниження ставок. Пожвавлюється й кредитування домогосподарств. Цьому сприяли пом'якшення стандартів кредитування та активізація попиту на іпотечні кредити.

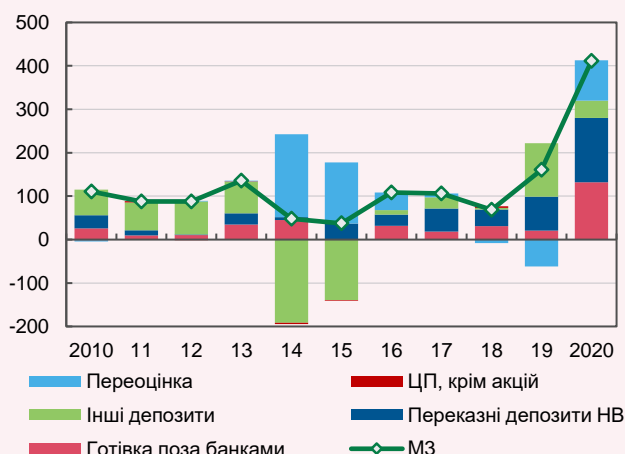
Вставка 5. Грошова маса: розмір має значення?

За результатами 2020 року грошова маса зросла майже на третину, продемонструвавши найвищі темпи за останні 12 років. Незважаючи на кризовий рік, левову частку зростання забезпечило збільшення депозитів, а саме коштів до запитання. Також значно зросла і готівка. Підвищений попит на найбільш ліквідні активи спостерігався в більшості країн світу, оскільки є типовою реакцією населення на зростання невизначеності в періоди криз. Хоча внутрішній кредит у 2020 році збільшився, це пояснюється передусім значними гривневими залученнями Урядом для фінансування розширеного дефіциту бюджету. Тож, як продемонстрував 2020 рік, збільшення співвідношення грошової маси і ВВП не завжди супроводжується нарощенням кредитування приватного сектору, а було спричинене іншими чинниками. За режиму інфляційного таргетування важливим є не кількість грошей в економіці, а їх вартість.

Динаміка грошової маси аналізується як з точки зору компонентів, що входять до складу М3 (що змінилося), так і кореспондуючих статей (за рахунок чого змінилося)³¹.

У 2020 році грошова маса зросла на 412 млрд грн або 28.7%. Левову частку цього зростання забезпечив приріст депозитів, значною мірою за рахунок коштів до запитання. Відсутність впливу депозитів у кризовий рік стало ще однією особливістю "ковідної" кризи.

Графік 1. Зміна грошової маси та її складових, млрд грн



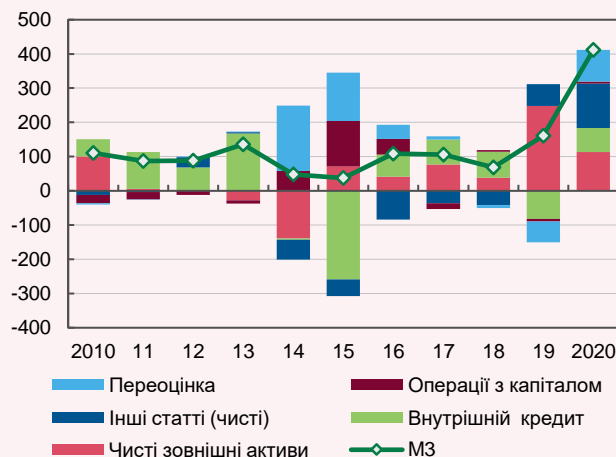
Джерело: НБУ.

Значний внесок у зростання грошової маси мала ще одна складова – готівка. Підвищений попит на найліквідніші активи є типовою реакцією населення в періоди криз та зростання невизначеності. Стрімке збільшення готівки у 2020 році спостерігалось в більшості країн світу, і Україна не стала винятком. Так, відношення готівки до ВВП у Польщі зросло на 3.5 в.п. – до 13.8%, Чехії – на 1.4 в.п. до – 12.6%, Росії – на 2.8 в.п. – до 12.5%, Україні – на 2.6 в.п. – до 13.3%.

Динаміка готівки передусім визначається попитом з боку клієнтів банків. Реагуючи на ці потреби, центральний банк випускає відповідну кількість банкнот та монет. Зростання готівки в обігу не посилює інфляційний тиск, адже готівкова емісія завжди є похідною від безготівкової – одні активи (кошти на коррахунках банків) замінюються на інші (готівка в обігу).

Однак це не означає, що НБУ не приділяє увагу динаміці готівки. Стратегією розвитку фінансового сектору до 2025 року передбачено вжиття заходів щодо стимулювання розвитку безготівкових розрахунків та поглиблення фінансової інклюзії. Навіть під час пандемії безготівкові платежі продовжували зростати. Більше того, переорієнтація на електронну комерцію зробила їх привабливішими та більш запитаними. Разом із зменшенням невизначеності навколо подальшого розвитку пандемії це сприятиме послабленню попиту на готівку.

Графік 2. Зміна кореспондуючих статей грошової маси, млрд грн



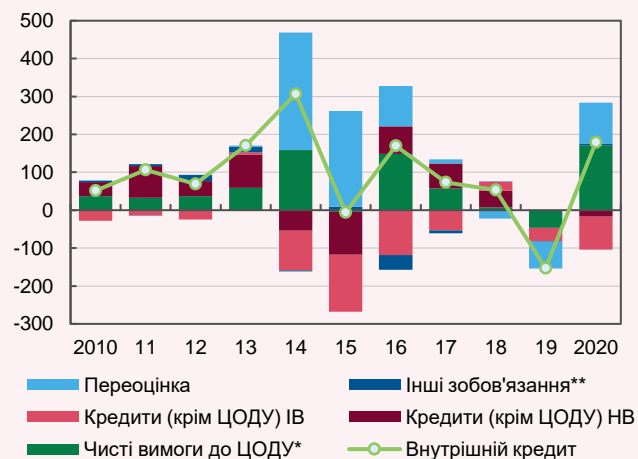
Джерело: НБУ.

Як і у випадку зі складовими, усі фактори, що впливають на зміну М3, мали додатній вплив у 2020 році. Грошова маса зростала за рахунок розширення внутрішнього кредиту та збільшення зовнішніх активів.

Внутрішній кредит у 2020 році зростав головним чином за рахунок значних гривневих залучень Урядом для фінансування збільшених фіскальних потреб у період коронакризи. Водночас залишки за кредитами приватному сектору у 2020 році знизилися, що пояснюється як загальним послабленням кредитування під час кризи, так і активізацією роботи банків зі списання непрацюючих кредитів (детальніше у Вставці 6 "Залишки за кредитами: про що свідчить динаміка в останні роки" у Інфляційному звіті за січень 2021 року).

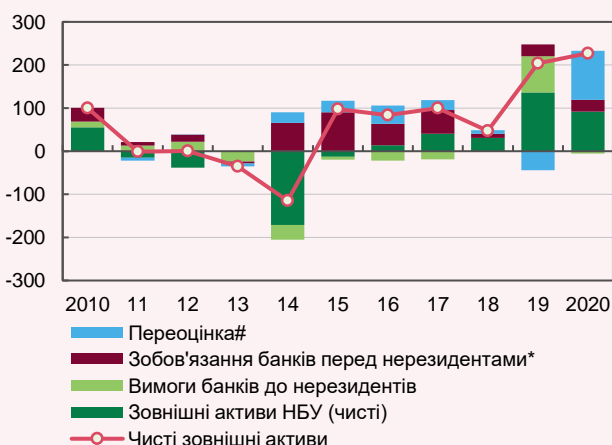
³¹ Глибока криза 2014–2015 років супроводжувалася переходом до гнучкого курсоутворення. Це призвело до значного впливу переоцінки на динаміку показників М3. На графіках відображено окремо зміну показників за рахунок операцій та розрахунковий рівень переоцінки (зміна вартості внаслідок зміни цін та/або обмінних курсів).

Графік 3. Зміна обсягів внутрішнього кредиту, млрд грн



* - центральні органи державного управління; ** - вкладення в інші цінні папери (крім ЦОДУ).
Джерело: НБУ.

Графік 4. Зміна чистих зовнішніх активів банківської системи, млрд грн



* Додатне значення означає зниження зобов'язань. # - укл. переоцінку вартості (зміни фінансових потоків за рахунок цін на фінансові активи та/або обмінних курсів) та інші зміни в обсязі активів (наприклад, унаслідок класифікації фінансових активів або втрати фінансових активів унаслідок надзвичайних подій).
Джерело: НБУ.

Визначальний вплив на збільшення чистих зовнішніх активів у 2020 році мали накопичення валютних коштів Уряду, передусім за рахунок зовнішніх залучень, у тому числі від МВФ, та інтервенції НБУ. У свою чергу, значний обсяг чистої купівлі валюти став можливим завдяки формуванню одного з найбільших в історії профіцитів поточного рахунку.

Минулий рік продемонстрував, що значне розширення грошової маси автоматично не призводить до нарощення кредитування приватного сектору. Скоріше навпаки, у випадку активізації кредитування відбувається зростання внутрішнього кредиту, що є основою для збільшення грошової маси.

Головні перешкоди для нарощення кредитування лежать переважно в законодавчій площині: це слабкий захист кредиторів, дія мораторію на стягнення застави за валютною іпотекою, нерегульованість та непрозорість ринку новобудов тощо. Вагомими факторами також є бізнес-клімат та дотримання фундаментального принципу верховенства права, що сприятиме розвитку бізнесу та збільшенню кількості надійних позичальників.

Співвідношення грошової маси до ВВП також залежить від рівня розвитку фінансової системи, довіри населення та бізнесу до банківської системи та національної валюти. За відсутності довіри до останньої надлишкова грошова пропозиція буде спрямована на купівлю іноземної валюти, що призведе до зниження монетизації. Тож показник співвідношення грошових агрегатів є досить неоднозначним показником та не може слугувати критерієм оцінки розвитку кредитування чи економіки. Важливим є не кількість грошей в економіці, а їх вартість та довіра до спроможності НБУ забезпечити цінову та фінансову стабільність.

Частина 3. Економіка України: прогноз

3.1. Інфляційний розвиток

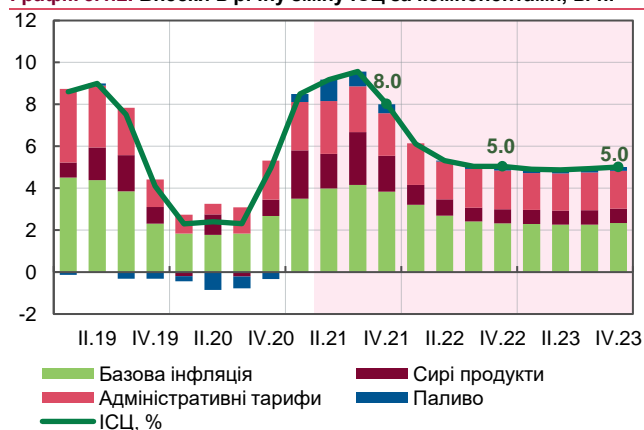
- У поточному році інфляція суттєво прискориться через зростання світових цін, виробничих витрат та внутрішнього попиту.
- Вичерпання ефектів з боку пропозиції та жорсткіша монетарна політика у 2021 році повернуть інфляцію до цільового діапазону $5\% \pm 1$ в.п. у першій половині 2022 року.

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 цільового діапазону через дію тимчасових факторів пропозиції та стрімке зростання попиту

Порівняно з попереднім Інфляційним звітом прогноз інфляції в поточному році підвищено з 7.0% до 8.0%. Пік інфляційного сплеску припаде на III квартал 2021 року, що зумовлено низькою базою порівняння минулого року. З боку пропозиції зростання інфляційного тиску в 2021 році буде визначатися подорожчанням енергоносіїв, прискоренням світової інфляції, збільшенням виробничих витрат бізнесу, зокрема на оплату праці. Подорожчання палива, крім безпосереднього впливу на інфляцію, також збільшуватиме собівартість багатьох товарів. З боку попиту інфляційний тиск буде підсилюватись зростанням доходів населення в умовах відновлення економіки.

Вагомим чинником прискорення інфляції у 2021 році стане здорожчання сирих продуктів через нижчі минулорічні врожаї, а також зростання світових цін на продовольство. Через канал собівартості це прискорить інфляцію продуктів з високим ступенем обробки, які входять до базового ІСЦ. Разом із збільшенням темпів росту заробітних плат (зокрема за рахунок значного підвищення мінімальної зарплати) це зумовить зростання базової інфляції в поточному році до 6.5%.

НБУ, як декларувалося раніше, допускає тимчасове відхилення інфляції від цілі з метою швидшого відновлення економіки. Надходження на ринки нового врожаю, вичерпання ефекту від низької бази порівняння для окремих товарів, а також підвищення облікової ставки Національним банком України поступово розвернуть інфляційну динаміку. Восени інфляція почне знижуватися та повернеться до цільового діапазону $5\% \pm 1$ в.п. у першому півріччі 2022 року, де й залишатиметься надалі.

Базова інфляція у 2021 році прискориться через вторинні ефекти від вищої продовольчої інфляції та підвищення заробітної плати

У поточному році фундаментальний інфляційний тиск очікувано посилиться в умовах відновлення економічної діяльності. Найбільший внесок у зростання базової інфляції матимуть дорожчі продукти з високим ступенем обробки, на яких надалі відобразатимуться ефекти від вищих цін на сирі продукти харчування.

Зростання заробітних плат стимулюватиме нарощення споживчого попиту, але призведе й до збільшення витрат бізнесу на фонд оплати праці. Відтак бізнес

Графік 3.1.3. Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

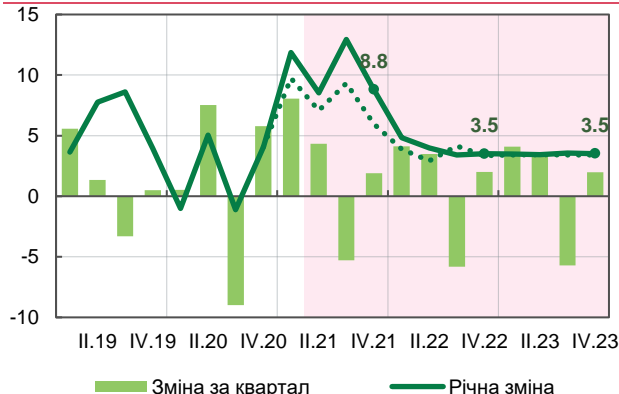
компенсуватиме ці видатки підвищенням цін. Найбільше це відобразиться у сфері послуг, де оплата праці становить значну частку в собівартості. Зростання світової інфляції в умовах економічного відновлення та продовження програм стимулювання обумовлюватиме посилення інфляційного тиску з боку імпортованих товарів.

Підвищення облікової ставки, до якого НБУ вдався на початку поточного року, дасть змогу послабити фундаментальний інфляційний тиск у 2022 році. У середньостроковій перспективі базова інфляція очікується близькою до 4% та підтримуватиметься насамперед подальшим зростанням доходів населення.

Продовольча інфляція тимчасово прискориться через високі світові ціни

Подорожчання продовольчих товарів на світових товарних ринках стане одним з основних чинників підвищення як інфляції сирих продуктів, так і ІСЦ в Україні цього року. Вагомий внесок матимуть виробничі витрати, пов'язані з підвищенням зарплат, подорожчанням кормів у тваринництві, а також палива. Надходження нового врожаю в другій половині року сприятиме послабленню тиску на ціни продовольства. З 2022 року прогнозується поступове сповільнення продовольчої інфляції нижче 4% на тлі нормалізації ситуації на світових ринках та підвищення урожаїв в Україні.

Графік 3.1.4. Ціни на сирі продовольчі товари, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Висока адміністративна інфляція (9–11% у рік) зумовлюватиметься насамперед подорожчанням тютюнової продукції та електроенергії

Після піку всередині року (близько 15%) адміністративна інфляція почне поступово знижуватися, проте і надалі залишатиметься найвищою серед складових ІСЦ. Зростання адміністративних цін пов'язано насамперед з подорожчанням енергоносіїв. Очікується, що влітку вартість природного газу більш ніж удвічі перевищуватиме цінові мінімуми минулого літа. Відтак внесок газу сформує більше третини річної адміністративної інфляції в II кварталі. За підсумками 2021 року ціна газу буде близькою до минулорічної завдяки поступовому зниженню ціни газу на європейських газових хабах протягом року та посиленню конкуренції на внутрішньому ринку. Проте тарифи на опалення та гаряче водопостачання будуть підвищуватись, оскільки вони не коригувались у 2020 році, незважаючи на подорожчання газу та зростання витрат на оплату праці. Збільшення заробітних плат у сфері ЖКГ (зокрема за рахунок підвищення мінімальної заробітної плати), та інших виробничих витрат зумовить подальше подорожчання окремих комунальних послуг.

Графік 3.1.5. Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Основним драйвером адміністративної інфляції після стабілізації її енергетичної складової буде підвищення ставок акцизів на тютюнову продукцію, що призведе до її подорожчання на 16–17% щороку.

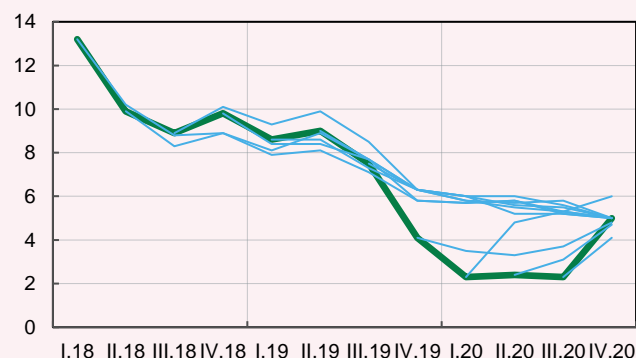
Вставка 6. Оцінювання точності макроекономічних прогнозів НБУ

Точні макроекономічні прогнози значно підвищують результативність режиму інфляційного таргетування, оскільки вплив інструментів монетарної політики відбувається з лагом 9–18 місяців. Щорічний аналіз прогнозів дає можливість скоригувати прогнозний інструментарій у випадку виявлення систематичних помилок у прогнозах, а також зрозуміти наскільки учасники ринку орієнтуються на прогнози НБУ і відповідно їм довіряють. Точність прогнозів НБУ є на рівні, або кращою, за усереднені прогнози учасників ринку. Помилки прогнозів зумовлені здебільшого зовнішніми шоками.

У цій вставці НБУ продовжує розпочату у 2019 році практику щорічного оцінювання своїх макроекономічних прогнозів. Уже традиційно точність прогнозів здійснюється за чотирма показниками: ІСЦ, ВВП, сальдо поточного рахунку платіжного балансу та облікова ставка.

Прогнози НБУ щодо інфляції характеризуються досить високою точністю. Траєкторія прогнозів, зроблених у 2018–2020 роках, достатньо влучно повторювала фактичну динаміку річної зміни ІСЦ (графік 1), крім кризового епізоду 2020 року. Наприкінці 2019 року фактична інфляція виявилася нижче очікуваної, насамперед унаслідок значного зміцнення гривні на тлі припливу коштів від нерезидентів у гривневій ОВДП. Прогнози, зроблені протягом 2020 року, передбачали відновлення економіки та відповідне пришвидшення зростання інфляції наприкінці року. Такий прогноз справдився, а зростання інфляції було навіть дещо вищим через гірші врожаї, як в Україні, так і в світі, що призвело до подорожчання продовольчих товарів.

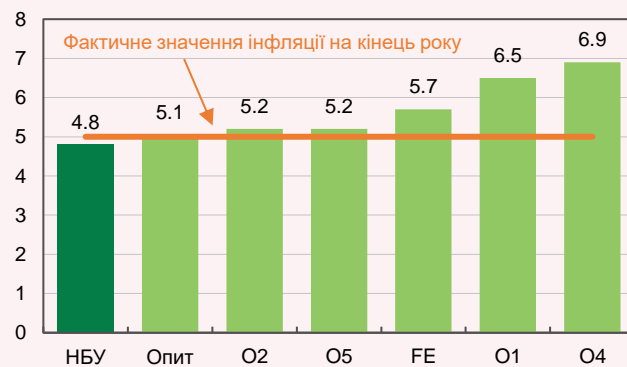
Графік 1. Історія прогнозів: ІСЦ (2018–2020 рр.), % р/р



Джерело: розрахунки НБУ

Фактичне значення інфляції в грудні 2020 року (5%) було дещо вищим за січневий прогноз НБУ (4.8%), але нижчим за прогнози інших організацій (графік 2). Досягнення інфляційної цілі стало результатом різноспрямованої дії факторів, які впливали на інфляційні процеси протягом 2020 року. Низхідний тиск від падіння світової та української економік, зокрема й суттєве здешевлення палива, було компенсовано зростанням адміністративно-регульованих цін, скороченням пропозиції окремих товарів та послабленням гривні.

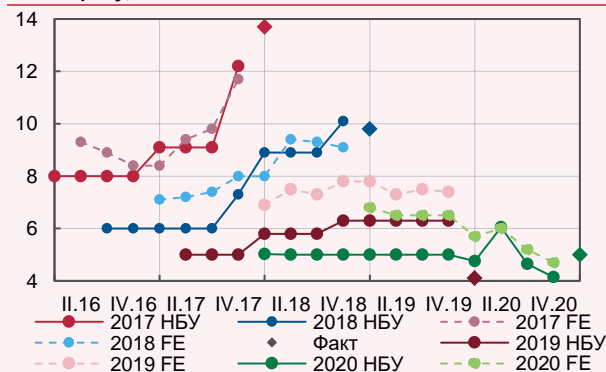
Графік 2. Порівняння прогнозів інфляції на 2020 рік, що були зроблені на початку 2020 року, річна зміна на кінець року, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Прогнози НБУ та консенсусні прогнози Focus Economics (FE)³² на 2017–2018 роки були досить близькими та нижчими за фактичний рівень інфляції, що свідчить про неочікуваний характер шоків для більшості прогнозистів (графік 3). Прогнози ІСЦ НБУ на 2019 рік були влучнішими, ніж консенсусні прогнози. Це свідчить про те, що інші організації недооцінювали спроможність НБУ знизити інфляцію у 2019 році.

Графік 3. Історія прогнозів: ІСЦ (на 2017–2020 рр.), річна зміна на кінець року, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Прогнози ІСЦ НБУ на 2020 рік були нижчими, ніж консенсусні прогнози, та передбачали повернення інфляції в цільовий діапазон. Незначний перегляд прогнозів протягом кризового 2020 року як в один, так і в інший бік був пов'язаний насамперед із переоцінкою ефектів кризи та подальшого відновлення споживчого попиту, а також із переглядом оцінки врожаїв.

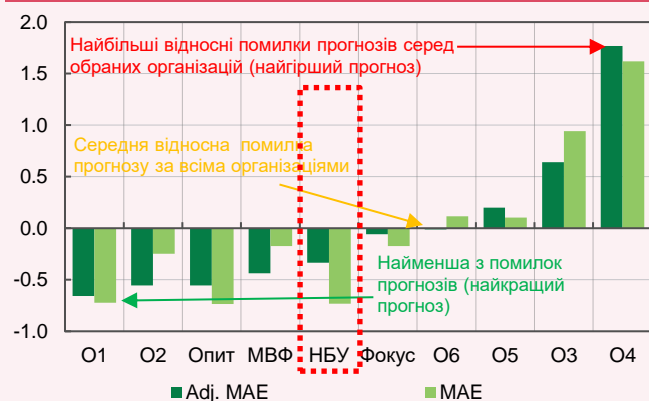
Здійснено порівняння прогнозів НБУ з прогнозами інших провідних організацій³³ (Мінекономіки, Альфа-Банк Україна, ICU, Dragon Capital, Райффайзен Банк Аваль,

³² Focus Economics – видання проводить опитування щодо макроекономічних показників серед близько 30 організацій.

³³ Назви організацій, крім МВФ, знеособлені та замінені на О1-О8 й даний порядок організацій не відповідає послідовності організацій, указаних на графіках.

J.P. Morgan, OTP Банк, Goldman Sachs, МВФ), консенсусними прогнозами (FE), (CE)³⁴ та опитуваннями НБУ фінансових аналітиків (Опит.)³⁵.

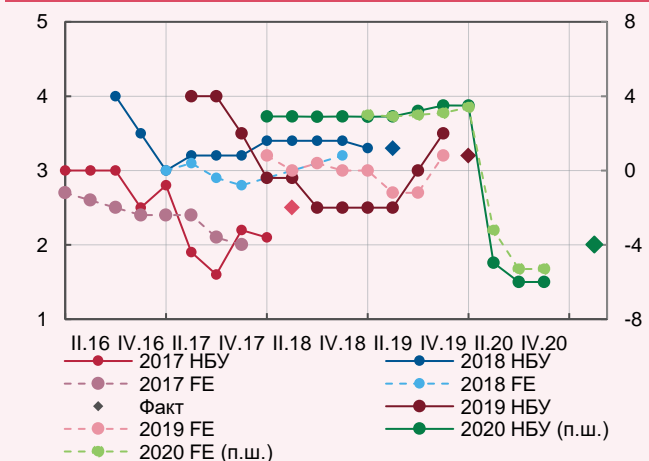
Графік 4. Рейтинг прогнозів: ІСЦ (2016-2020 рр.), річна зміна на кінець року, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Влучність прогнозів інфляції НБУ на 2016–2020 роки є вищою за середню (графік 4), а серед нескоригованих помилок прогнозів ІСЦ – прогнози НБУ були одними з найкращих.

Графік 5. Історія прогнозів: реальний ВВП³⁶ (2017–2020 рр.), % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

Прогнози НБУ щодо реального ВВП також були доволі точними та близькими до консенсусних (графік 5). Прогнози на 2017–2018 роки переглядалися під дією зовнішніх (умови торгівлі, торговельні війни) та внутрішніх (урожай, темпи зростання реальних доходів населення) шоків. Прогноз на 2019 рік майже на всьому горизонті був дещо більш песимістичним, ніж консенсусний, оскільки НБУ очікував на зниження врожаю зернових після рекорду в попередньому році. Іншим чинником було

припущення щодо жорсткішої монетарної політики, необхідної для повернення інфляції до цілі.

Докризові прогнози НБУ й консенсусний на 2020 рік були дуже близькими. Однак у 2020 році НБУ був дещо консервативнішим в оцінках відновлення економіки. У результаті таке відновлення виявилось стрімкішим за очікування всіх прогнозистів. Прогноз НБУ передбачав повільніше відновлення споживання через стриманіше зростання реальних доходів населення.

Графік 6. Рейтинг прогнозів: реальний ВВП (2016–2020 рр.), % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

Криза 2020 року зумовила розширення діапазону розкиду прогнозів ВВП й, відповідно, їх помилок. Точність прогнозу НБУ щодо ВВП залишається середньою з-поміж прогнозів усіх охоплених організацій (графік 6) як за скоригованими, так і не скоригованими помилками.

Прогнози поточного рахунку були досить волатильними через високу вразливість до зовнішніх та внутрішніх шоків (графік 7). Зокрема внаслідок зміни цінової кон'юнктури, перегляду оцінок врожаїв або запровадження обмежень на подорожі. Додатковим чинником перегляду прогнозів стала зміна методології з метою врахування обсягів реінвестування доходів³⁷.

Прогнози на 2017-2019 роки³⁸ досить суттєво переглядалися як в один, так і в інший бік, однак у середньому були доволі точними. Чинниками перегляду були вищі темпи зростання як інвестиційного, так і споживчого попиту, зміцнення гривні, кращі умови торгівлі, а також неочікувано високий урожай. У 2020 році поточний рахунок, на відміну від попередніх років, був зведений з профіцитом, насамперед, через чинники пов'язані з коронакризою. Відповідно, більш точними були прогнози, що були зроблені у другій половині 2020 року. На перегляд прогнозів вплинули суттєве зниження

³⁴ [Consensus Economics](#) – одна з провідних світових компаній, що проводить макроекономічні опитування.

³⁵ Рейтинг розроблявся на основі середніх абсолютних помилок прогнозу (MAE) та їх значень, скоригованих на тривалість періода прогнозування (adjust MAE). Чим більше період прогнозування, тим менший ваговий коефіцієнт, таким чином більша вага надається короткостроковому прогнозу (див. детальніше у [ІЗ за квітень 2020 року](#)). Нульові значення на графіках означають, що помилки прогнозу конкретної організації відповідають середнім помилкам прогнозу всіх організацій, додатні значення – середні помилки прогнозу конкретної організації більше ніж середній рівень помилок усіх прогнозів, від'ємні – нижчі

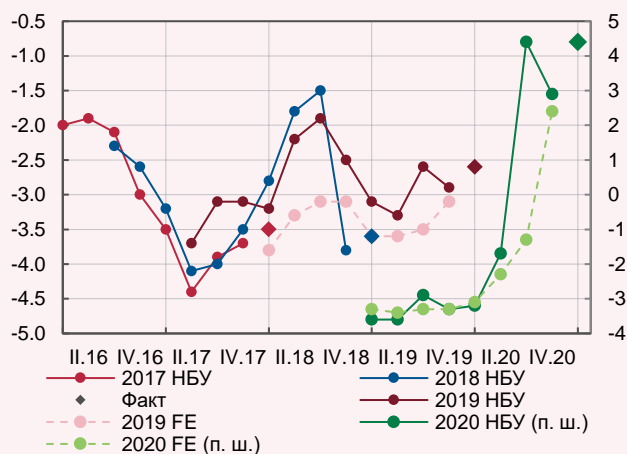
³⁶ Фактичні значення, вказані на графіках, відображають першу офіційну оцінку, яка може не враховувати подальших коригувань або уточнень.

³⁷ Див. Вставку 4 у [ІЗ липень 2020 року](#)

³⁸ З фактичного значення у 2019 році був виключений одноразовий платіж на користь НАК "Нафтогаз" від ПАТ "Газпром" відповідно до рішення Стокгольмського арбітражу (2.9 млрд дол. США).

імпорту товарів та подорожей, а також сприятливіші умови торгівлі.

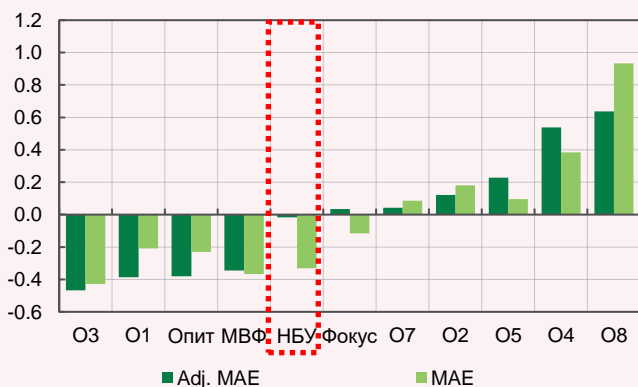
Графік 7. Історія прогнозів: сальдо поточного рахунку⁵ (2017–2020 рр.), % ВВП



Джерело: розрахунки НБУ.

Точність прогнозу НБУ щодо сальдо поточного рахунку на 2016–2020 роки є близькою до консенсусних та середньою з-поміж інших організацій (графік 8). Помилки прогнозів НБУ без урахування часового ефекту є одними з найменших порівняно з іншими організаціями.

Графік 8. Рейтинг прогнозів: сальдо поточного рахунку (2016–2020 рр.), %



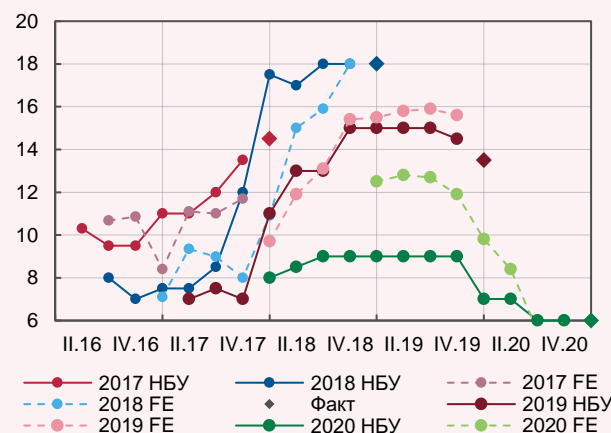
Джерело: розрахунки НБУ.

Точність прогнозів НБУ щодо облікової ставки є вищою, ніж у інших учасників ринку (графік 9). Після переходу до більш жорсткої монетарної політики з середини 2017 року НБУ, зважаючи на свою пріоритетну ціль щодо збереження цінової стабільності, прогнозував рішучіше підвищення облікової ставки у 2017–2018 роках, ніж консенсусний прогноз.

Після початку циклу пом'якшення у 2019–2020 роках ситуація змінилась на протилежну. Учасники ринку прогнозували більш повільне зниження ставок, ніж НБУ. Наприкінці 2019 року ставку було знижено навіть більше, ніж прогнозував НБУ, через швидку дезінфляцію на тлі

міцнішого обмінного курсу та сприятливої макроекономічної ситуації.

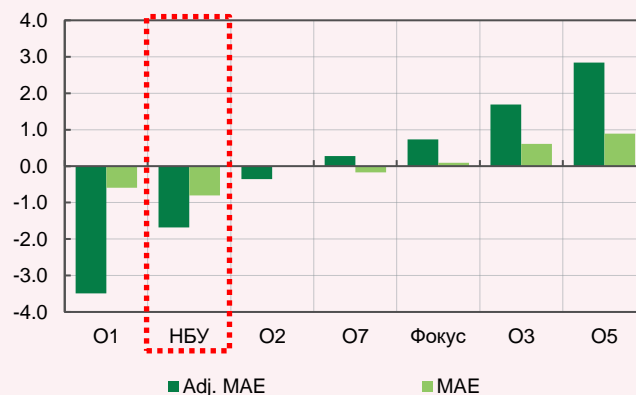
Графік 9. Історія прогнозів: ключова ставка (2017–2020 рр.), на кінець року, %



Джерело: розрахунки НБУ.

На початку 2020 року учасники ринку не очікували подальшого зниження ставки. Це було зумовлено високим рівнем невизначеності, а також очікуванням інертнішої поведінки НБУ. Після зниження відсоткової ставки в середині року до історичного мінімуму в 6%, прогнози всіх учасників ринку щодо її незмінності до кінця року були майже однаковими.

Графік 10. Рейтинг прогнозів: ключова ставка на кінець року (2016–2020 рр.), %



Джерело: розрахунки НБУ.

Порівняно з минулорічними оцінками, влучність прогнозів НБУ порівняно з іншими центральними банками регіону (Чехія, Польща, Сербія, Угорщина, Румунія)³⁹ майже не змінилась: помилки прогнозу інфляції зменшилися, а ВВП – збільшилися. У цілому, НБУ продовжує демонструвати середні результати за точністю прогнозів. Зокрема точність прогнозу ІСЦ та поточного рахунку є вищою порівняно із середнім показником за всіма країнами, а ВВП – дещо нижча.

³⁹ Для порівняння помилок прогнозу по ІСЦ та ВВП: вони були нормалізовані відповідно до середнього значення цих показників у відповідній країні в докризовий період (2016–2019 роки).

3.2. Попит і випуск

- Економіка України зросте на 3.8% у 2021 році завдяки глобальному відновленню, сприятливим умовам торгівлі та пом'якшенню карантинних обмежень. У 2022–2023 роках зростання економіки буде близьким до 4%.
- Приватне споживання зростатиме на всьому прогнозному горизонті внаслідок збільшення доходів населення та покращенню споживчих настроїв на тлі послаблення впливу пандемії на економіку.
- Інвестиційна діяльність активізується у 2021 році внаслідок реалізації відкладеного попиту, надалі очікуються помірні темпи зростання інвестицій завдяки покращенню фінансових результатів підприємств. Разом із високим рівнем приватного споживання це визначатиме і динаміку імпорту товарів.

Таблиця 3.2.1. Оцінка впливу карантинних обмежень у II кварталі на річний ВВП

	Тривалість/жорсткість* обмежень			Вплив на річний ВВП, в. п.
	Квітень	Травень	Червень	
Базовий (12-13 областей + Київ)**		1/3		-0.4-0.5
М'який, вся Україна	М'який			-0.2
	М'який			-0.6
	М'який			-0.8
Жорсткий, вся Україна				-0.5
	жорсткий			-1.0
	жорсткий			-1.5
Мікс, вся Україна		М'який		-0.8

* М'який карантин передбачає обмеження, що діяли протягом січневого локдауну, тобто, обмеження на роботу закладів харчування, торгівлю непродовольчими товарами, масові заходи тощо. Жорсткий карантин передбачає обмеження вище, а також обмеження на роботу транспорту, спортклубів, переведення на дистанційне навчання школи та закриття дитячих садків, тощо.

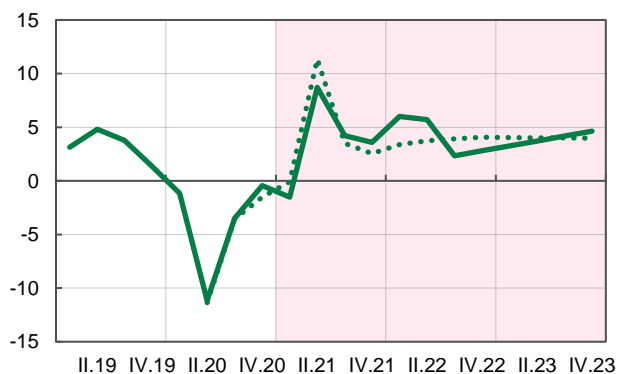
**Станом на 11.04.2021.

Джерело: розрахунки НБУ.

У 2021 році економіка відновлюватиметься та перевищить докризовий рівень. Послаблення карантинних обмежень і адаптація економіки до нових умов у поєднанні з низькою базою порівняння зумовить високий показник зростання у II кварталі. Головним рушієм і надалі залишатиметься споживчий попит. В умовах поживлення світової економіки та подальшого прогресу в боротьбі з пандемією поволі збільшуватиметься й інвестиційний попит.

Цей макропрогноз ґрунтується на припущенні про збереження адаптивного карантину в першому півріччі та послаблення поточних обмежень вже з травня. За базовим сценарієм очікується, що в умовах жорсткого карантину ("червоні зони") одночасно перебуватимуть не більше 13 областей, і поступово їх кількість скорочуватиметься. У таких умовах вплив усіх карантинних обмежень, що застосовувались у першому півріччі на річний ВВП оцінюється в -0.5...-0.6 в.п. Надалі обмеження стосуватимуться не заборон для економічної діяльності, а лише дотримання вимог щодо антиепідемічних заходів з боку населення.

Графік 3.2.1. Реальний ВВП, % р/р



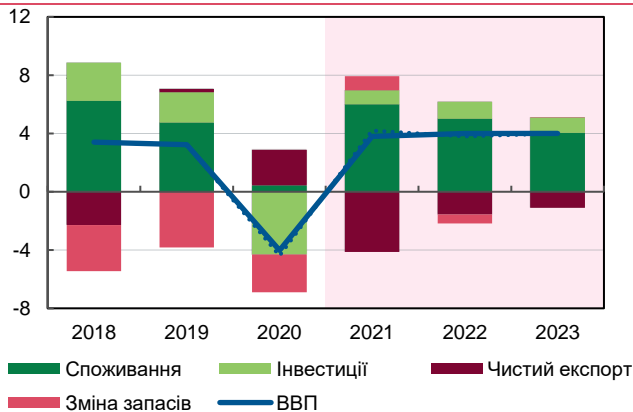
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Зростання ВВП у 2021 році забезпечуватиметься відновленням світової економіки, послабленням карантинних обмежень та поліпшенням споживчих настроїв

Більшість секторів економіки вже адаптувалися до діяльності в умовах карантину, тому за підсумками року прогнозується нарощування виробництва. Цьому сприятиме стрімке відновлення світової економіки на тлі монетарних та фіскальних стимулів у більшості країн, а також прискорені темпи вакцинації від коронавірусу. Відповідно для української економіки сформується сприятливі умови торгівлі, від яких найбільший поштовх отримають експортоорієнтовані галузі (зокрема промисловість та сільське господарство). Швидкість приборкання епідемії всередині країни визначатиме терміни повноцінного відновлення в чутливому до карантину секторі послуг. Послаблення карантинних обмежень та зменшення рівня невизначеності сприятимуть поліпшенню споживчих настроїв та активізації бізнесу. Відповідно вже з II кварталу 2021 року очікується зростання ВВП у річному вимірі.

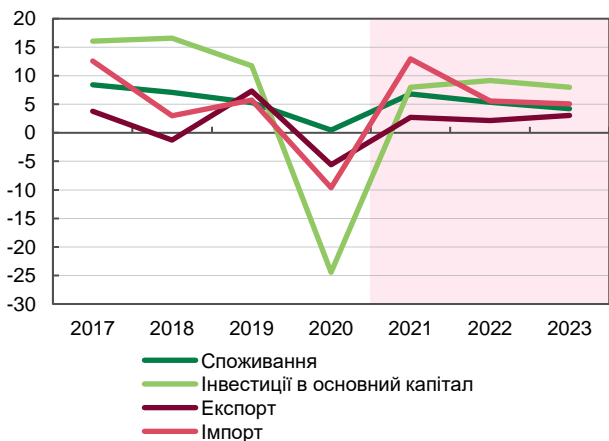
У середньостроковій перспективі українська економіка зростатиме завдяки як внутрішнім, так і зовнішнім

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



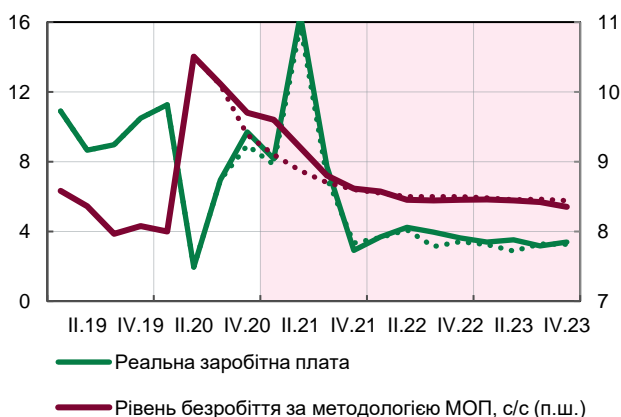
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

чинникам. Очікуване стійке відновлення світової економіки підтримуватиме зростання експорту та необхідних для нього інвестицій. Їм сприятимуть покращення фінансових результатів підприємств та активізація кредитування, що визначатиме зростання приватного споживання на тлі підвищення доходів населення, а також стимулюватиме нарощування імпорту товарів.

Перегляд прогнозу зростання реального ВВП у 2021 році до 3.8% з 4.2% урахує триваліші та посилені карантинні обмеження протягом першого півріччя, які гальмуватимуть економіку. Водночас це збільшує потенціал росту у 2022 році, відповідно темпи зростання реального ВВП були підвищені з 3.8% до 4.0%.

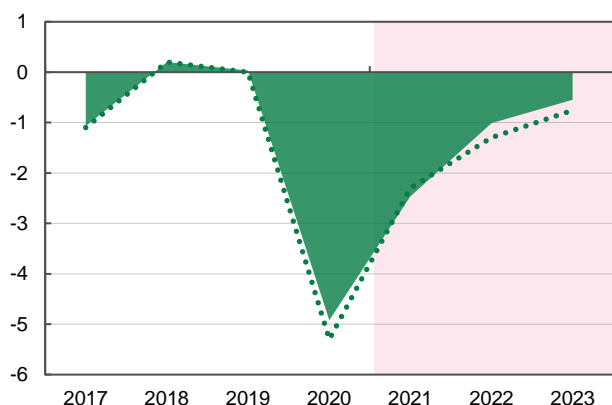
Очікується швидке відновлення внутрішнього як споживчого, так і інвестиційного попиту

Внутрішній попит у 2021 році збільшиться насамперед завдяки прискоренню зростання реальних доходів населення. Середній рівень номінальної заробітної плати перевищить минулорічний на 18%. Для працівників з найнижчим рівнем доходу додатковим чинником стане чергове підвищення мінімальної заробітної плати. Саме прискорене зростання приватного споживання (7.5%) забезпечить найбільший внесок у приріст ВВП у 2021 році.

Попри відновлення економічної активності зниження безробіття у 2021 році гальмуватиметься значним зростанням витрат бізнесу на оплату праці. Проте вже у 2022 році очікується зниження безробіття до природного рівня 8.5%.

Це разом із подальшим покращенням споживчих настроїв, стійким зростанням доходів населення та активізацією кредитування забезпечуватиме стабільні темпи зростання приватного споживання в середньостроковій перспективі (4.5-6% на рік). Інвестиційна активність після минулорічного спаду поживиться внаслідок реалізації відкладеного попиту через зменшення невизначеності щодо пандемії та покращення фінансового стану підприємств на тлі поступової макроекономічної стабілізації. Інвестиції в основний капітал зростатимуть на 8–9% щороку. Додатковими чинниками нарощування інвестицій будуть активізація кредитування, подальша розбудова дорожньої інфраструктури, оновлення виробничих потужностей експортерами в умовах сприятливої кон'юнктури на світових товарних ринках. Водночас значне зростання витрат бізнесу на оплату праці певним чином стримуватиме нарощування інвестицій та знижуватиме конкурентоспроможність економіки.

Графік 3.2.5. Розрив ВВП, % потенційного ВВП



Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ.

Відновлення внутрішнього попиту та міжнародного туризму стимулюватиме імпорт, що поверне від’ємний внесок чистого експорту у ВВП

Швидке відновлення споживчого та інвестиційного попиту зумовить значне зростання обсягів імпорту. У 2021 році воно становитиме 13% у реальному вимірі, а надалі – сповільниться до близько 5% на рік. Одним з чинників зростання імпорту буде й поживлення закордонного туризму. Відновлення економічної активності також зумовить збільшення попиту на імпортовані енергоносії. Водночас експорт зростатиме меншими темпами: відновлення світового попиту частково нівелюватиметься посиленням конкуренції для українських експортерів на основних ринках збуту, а також протекціоністськими заходами.

Від’ємний розрив ВВП поступово скорочуватиметься та закриється у 2023 році, що знижуватиме дезінфляційний вплив

У 2021 році від’ємний розрив ВВП стрімко скоротиться порівняно з попереднім роком. Цьому сприятиме швидке відновлення економіки та сприятливі умови торгівлі. У 2022 році розрив продовжить скорочуватися і закриється у 2023 році завдяки зростанню внутрішнього попиту та відновленню інвестиційної діяльності. У міру скорочення розриву випуску дезінфляційний тиск, що сприяє поверненню інфляції до цілі, також буде спадати.

Підвищення рівня потенційного ВВП забезпечуватиметься зростанням продуктивності праці завдяки пристосуванню бізнесу до роботи в умовах карантину та активному оновленню основних фондів.

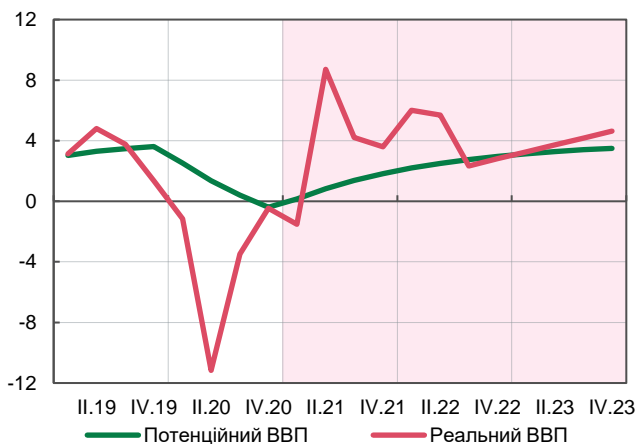
Фіскальна політика в міру виходу економіки з кризи стане стриманішою, дефіцит бюджету та борг поступово скорочуватимуться

У поточному році уряд все ще зберігатиме значний дефіцит бюджету (за нашими оцінками – 4% ВВП) для поживлення економіки та подолання пандемії. Проте надалі в умовах сталого зростання економіки державні стимули зменшаться, що дасть змогу поступово поліпшувати боргову позицію. Відповідно у 2022–2023 роках очікується скорочення дефіциту до 3% ВВП.

Оцінка розміру дефіциту бюджету 2021 року визначається насамперед можливостями його фінансування. Покривати дефіцит планується за рахунок офіційних та ринкових боргових запозичень. Відтак визначальну роль відіграватиме продуктивна співпраця з МВФ, яка не тільки розблокує інше офіційне фінансування, а й полегшить доступ до міжнародних ринків капіталу.

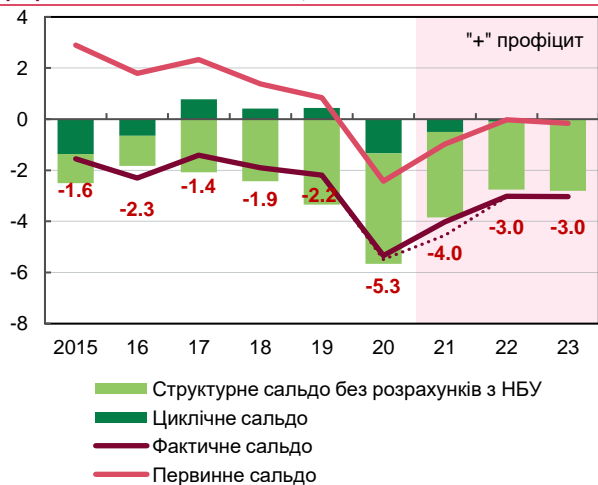
Високі темпи зростання економіки в номінальному вимірі (у тому числі через суттєве зростання дефлятора ВВП) забезпечать наповнення дохідної частини бюджету. Прогнозується, що доходи СЗДУ в поточному році зростуть майже на 11% насамперед завдяки податковим

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



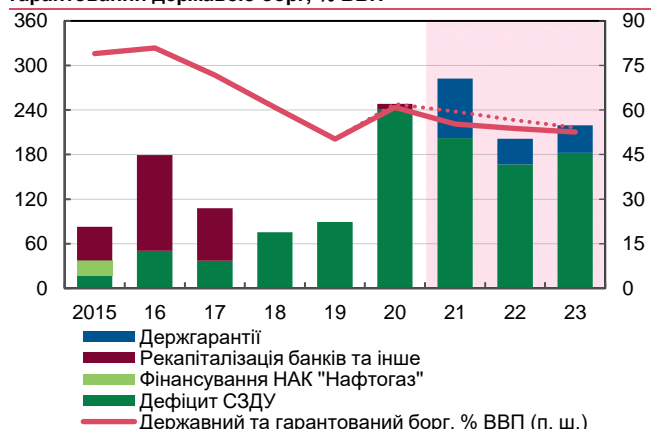
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.2.7. Зведений бюджет, % ВВП



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: МВФ, ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

надходженням. Найбільше зростатимуть (18–19%) доходи від ПДФО та відрахування до Пенсійного фонду внаслідок суттєвого збільшення номінальної заробітної плати. Збір податків на товари та послуги, зокрема ПДВ та акцизного податку, зросте на майже 10% завдяки відновленню сукупного попиту. Фінансові результати підприємств поліпшаться завдяки виходу з економіки з кризи, що дасть змогу наростити доходи від податку на прибуток. Неподаткові надходження в поточному році знизяться порівняно з попереднім роком через менший обсяг перерахування прибутку НБУ до державного бюджету.

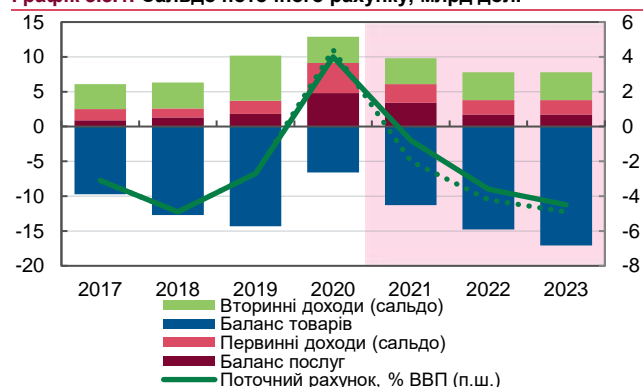
Темпи зростання бюджетних видатків у поточному році сповільняться. Насамперед це пов'язано з потребою скорочення дефіциту бюджету та обмежуватиме можливості активно нарощувати видатки розвитку. З іншого боку, підтримка населення в умовах пандемії та підвищення соціальних стандартів вимагатиме зростання видатків бюджету як на оплату праці, так й інші соціальні виплати.

Дотримання виваженої фіскальної політики в умовах зростання економіки та низької волатильності обмінного курсу дасть змогу відновити зниження рівня державного та гарантованого державою боргу, а також утримувати його нижче 60% ВВП.

3.3. Платіжний баланс

- Поточний рахунок платіжного балансу в 2021 році буде зведено з незначним дефіцитом, який більш відчутно розшириться у 2022–2023 роках у зв'язку із зростанням внутрішнього попиту та менш сприятливими умовами торгівлі.
- У 2021–2023 роках відновиться приплив боргового капіталу до приватного сектору на тлі поживлення економічної активності.
- Міжнародні резерви коливатимуться в діапазоні 29–30 млрд дол за умови продовження співпраці з МВФ.

Графік 3.3.1. Сальдо поточного рахунку, млрд дол.

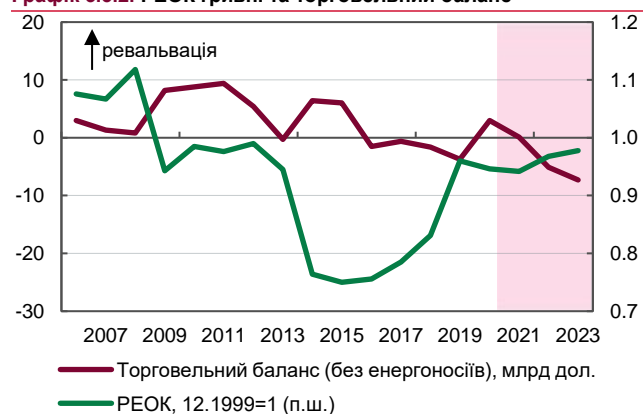


Джерело: розрахунки НБУ.

У 2021 році сальдо поточного рахунку знову стане від'ємним та поступово збільшуватиметься в 2022–2023 роках

Очікується, що поточний рахунок у 2021 році повернеться до незначного дефіциту (0.8% ВВП) унаслідок зростання внутрішнього попиту й поступового відновлення міжнародного туризму. У 2022–2023 роках дефіцит поточного рахунку суттєво розшириться передусім через менш сприятливі умови торгівлі для експортерів аграрної та металургійної продукції й очікуване зниження доходів від транзиту газу. На це впливатиме також подальше зростання споживчого та інвестиційного імпорту в умовах повноцінного відновлення від коронакризи світової та української економіки.

Графік 3.3.2. РЕОК гривні та торговельний баланс

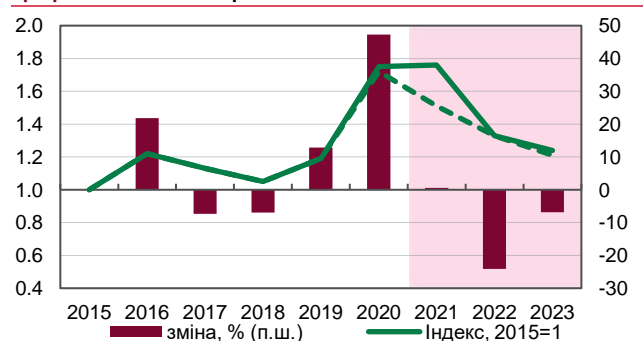


Джерело: розрахунки НБУ.

У 2021 році експорт та імпорт товарів перевищать докризовий рівень 2019 року. Збільшення експорту в 2021 році зумовлюватиметься насамперед зростанням цін на сировинні товари. Натомість через зворотний тренд у 2022–2023 роках нарощування номінальних обсягів експорту припиниться, незважаючи на збільшення фізичних обсягів.

На відміну від експорту, імпорт зростатиме на всьому прогнозному горизонті за рахунок як енергетичної, так і неенергетичної складової. Це зумовлюватиметься швидким відновленням споживчого та інвестиційного попиту, а також ефектами від укріплення РЕОКУ. Додатковим чинником буде високий попит на фармацевтичну продукцію та медичне устаткування в умовах подальшої боротьби з пандемією.

Графік 3.3.3. Умови торгівлі*



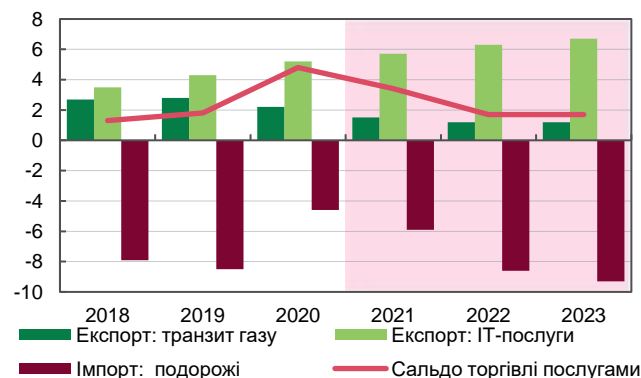
* Індекс умов торгівлі відображає зміну цін сировинних товарів, що торгуються з країнами ОПТ за відповідний період часу. Індекс розраховується як співвідношення зведеного індексу цін експорту до імпорту (у % до року, прийнятого за базисний період). В розрахунок індексу для України до товарів експорту відносяться: залізна руда, чорні метали, пшениця, кукурудза та соняшникова олія, імпорту - вугілля, нафтопродукти та газ.

Джерело: розрахунки НБУ.

У 2021–2022 роках профіцит торгівлі послугами поступово скорочуватиметься внаслідок відновлення туризму, а також зменшення обсягів транзиту газу. Імпорт подорожей досягне докризового рівня у 2022 році. Поступове збільшення експорту послуг забезпечуватиметься насамперед ростом ІТ-сектору, що продемонстрував стійке зростання в кризовому 2020 році. У 2023 році звуження профіциту торгівлі послугами припиниться внаслідок сповільнення зростання імпорту туристичних послуг.

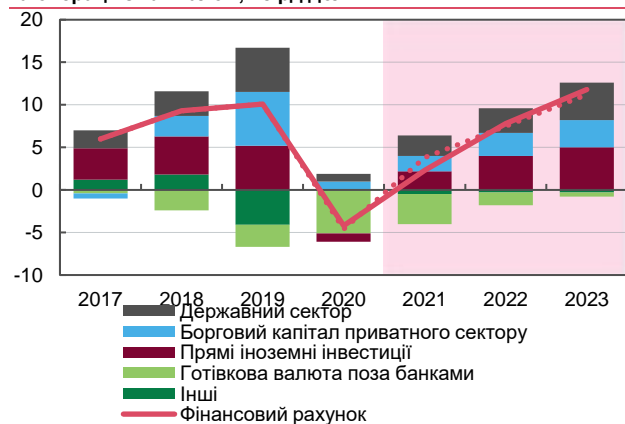
У 2021–2023 роках обсяги грошових переказів зростатимуть завдяки збільшенню доходів українських трудових мігрантів з огляду на економічне зростання країн-реципієнтів на тлі продовження помірної міграції.

Графік 3.3.4. Окремі показники торгівлі послугами, млрд дол.



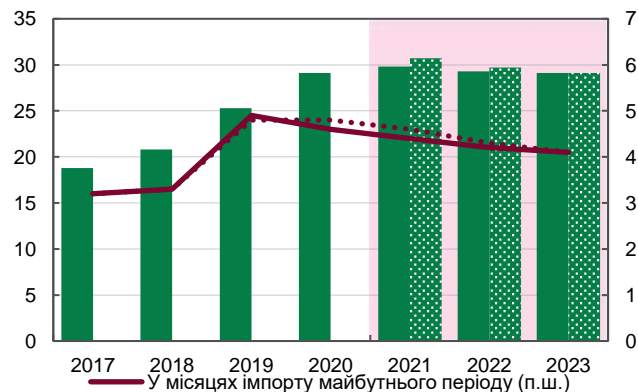
Джерело: розрахунки НБУ.

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.

Обсяги репатріації дивідендів залишатимуться на середньому рівні попередніх років.

Міжнародні резерви коливатимуться на рівні 29–30 млрд дол. на тлі відновлення припливу капіталу до приватного сектору за умови продовження співпраці з МВФ

Розширення дефіциту поточного рахунку на прогнозованому горизонті буде повністю профінансовано припливом капіталу за фінансовим рахунком, який поступово зростатиме на тлі відновлення економічної активності.

У 2021–2023 роках приплив ПІІ збільшиться, у тому числі за рахунок підвищення реінвестованих доходів. Зростання світової економіки та збереження макроекономічної стабільності в Україні сприятиме пришвидшенню припливу боргового капіталу, а також зниженню відпливу готівкової валюти поза банки з другої половини 2021 року.

НБУ очікує подальшого прогресу України в перемовинах із МВФ. Співпраця з МВФ та іншими міжнародними партнерами посилює спроможність Уряду України підтримати економіку під час кризи та сприятиме проходженню піку боргових виплат восени. Очікується продовження залучень від ЄС та Світового банку, а також нових розміщень ОЗДП. Попит з боку нерезидентів на гривневі ОВДП до кінця поточного року припускається помірним. Завдяки співпраці з МВФ міжнародні резерви України у 2021–2023 роках перебуватимуть на достатньо високому рівні – 29–30 млрд. дол. США. На кінець 2021 року рівень адекватності резервів за метрикою МВФ становитиме 90%.

Прогноз дефіциту поточного рахунку (у % ВВП) був переглянутий у бік зниження на всьому прогнозованому горизонті. Перегляд був обумовлений як зростанням номінального ВВП, так і покращенням умов торгівлі у 2021 році. Зниження дефіциту поточного рахунку стримуватиметься більшим, ніж очікувалося, попитом на фармацевтичну продукцію та медичне обладнання, а також зростанням інвестиційного імпорту на тлі збільшення валютної виручки підприємств.

Прогноз припливу капіталу за фінансовим рахунком залишиться майже без змін на всьому прогнозованому горизонті. Знижено лише надходження боргового капіталу в II кварталі 2021 року через невизначеність унаслідок відтермінування програми співпраці з МВФ, а також підвищення ймовірності ескалації РФ військового конфлікту.

Вставка 7. Можлива емісія СПЗ Міжнародним валютним фондом та її наслідки для України

Протягом 2021 року МВФ може провести емісію спеціальних прав запозичень (СПЗ) для відновлення світової економіки від коронакризи. Новий розподіл СПЗ на суму близько 650 млрд дол. забезпечить додаткову ліквідність 190 країнам-членам МВФ. За оцінками НБУ, у разі затвердження такого рішення Радою директорів МВФ, Україна отримає 2.7 млрд дол. у міжнародні резерви.

У червні 2021 року Рада директорів МВФ розглядатиме пропозицію щодо розподілу СПЗ розміром 650 млрд дол. (в еквіваленті) для збільшення резервів країн-учасниць фонду. Цей крок допоможе подолати наслідки світової рецесії, яка стала найбільшою з часів великої депресії – про це йдеться в [заяві директора-розпорядника МВФ Крісталіни Георгієвої](#). Учасники фонду зможуть конвертувати СПЗ у резервні валюти, зокрема [державне казначейство США зголосилося використати для цієї операції кошти, накопичені в Стабілізаційному фонді обміну](#) (Exchange Stabilization Fund). Це підвищить ліквідність у країнах із низьким рівнем доходу та країнах з ринками, що розвиваються, й сприятиме полегшенню боротьби цих країн з пандемією COVID-19. Емісія СПЗ також дасть змогу накопичити додаткові буфери резервів та суттєво зменшити ризики світової стагнації.

СПЗ є міжнародними резервними активами, створеними МВФ у 1969 році, що доповнюють міжнародні резерви країн-членів МВФ. Вартість СПЗ визначається кошиком із п'ятих основних валют: долар США (42%), євро (31%), китайський ренмінбі (або юань) (11%), фунт стерлінгів (8%) та японська єна (8%). Емісія СПЗ означає збільшення коштів на рахунках МВФ, які можуть використовувати країни-учасники фонду для своїх потреб відповідно до статуту МВФ. На сьогодні емітовано 204 млрд СПЗ (290 млрд дол. у еквіваленті), які розподілені пропорційно до квоти країни в МВФ (для України – 0.42%⁴⁰).

Таблиця 1. Розподіл СПЗ, млрд СПЗ

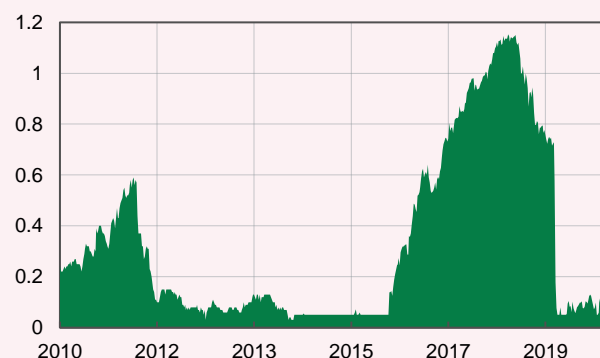
Дата	Світ	Україна
1970–1972	9.3	-
1979–1981	12.1	-
28.08.2009	161.2	1.0
9.9.2009 (спеціальний розподіл)	21.5	0.3
Усього на 04.2021	204.2	1.3
Новий розподіл	456.6	1.9
Усього з урахуванням нового розподілу	660.8	3.2

Джерело: МВФ, розрахунки НБУ.

За оцінками НБУ, у разі затвердження МВФ, Україна отримає 1.9 млрд СПЗ (2.7 млрд дол. у еквіваленті).

Кошти від розподілу СПЗ у 2009 році збільшили міжнародні резерви, а також спрямовувалися на фінансування дефіциту бюджету. Чергова емісія СПЗ у будь-якому разі призведе до збільшення міжнародних резервів. Можливість спрямування цих коштів на інші цілі наразі невизначена до прийняття відповідних рішень.

Графік 1. Відсоткова ставка СПЗ, %



Джерело: МВФ.

Основною перевагою емісійних коштів є низька вартість їх використання, яка наразі становить 0.05% (Графік 1). Відсоткова ставка визначається щоп'ятниці на основі тримісячних ставок за державними облігаціями країн, валюти яких входять до кошику СПЗ, однак вона не може бути меншою ніж 0.05%. Після розподілу СПЗ держави отримуватимуть відсотки на цю суму та одночасно сплачуватимуть аналогічний відсоток за користування цим активом. Якщо ж країна триматиме активи в СПЗ у меншому обсязі, ніж сума розподілу (наприклад, у разі конвертації частини СПЗ у валюту для виконання власних зобов'язань), то вона сплачуватиме відсоток на використану суму. І навпаки, якщо держава триматиме СПЗ в обсязі, більшому за суму розподілу, то вона отримуватиме прибуток.

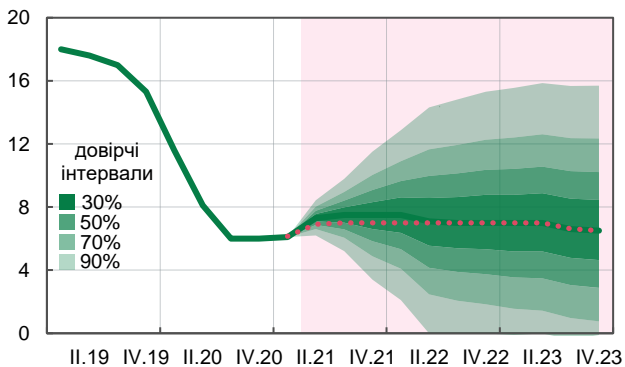
Відповідно до статистики зовнішнього сектору (КПБ6), ця транзакція відображається одночасно як у зовнішніх активах, так і в пасивах. Отже, вона не впливає на чисту міжнародну інвестиційну позицію, однак збільшує довгостроковий зовнішній борг.

⁴⁰ <https://www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.aspx>.

3.4. Монетарні умови та фінансові ринки

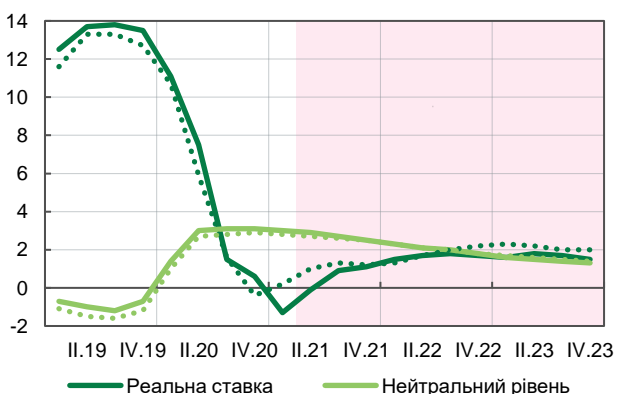
- Підвищення та подальше утримання ключової ставки на рівні 7.5% у 2021 році та першому кварталі 2022 року сприятиме зниженню фундаментального інфляційного тиску, поліпшенню очікувань та в підсумку – поверненню інфляції до цілі у 2022 році.
- Вища, порівняно з країнами – ОТП, інфляція в Україні зумовлюватиме ревальвацію РЕОК гривні у 2021 році, що погіршуватиме конкурентоспроможність українських товарів.
- Відновлення економіки та програми державної підтримки сприятимуть подальшій активізації кредитування.

Графік 3.4.1. Облікова ставка НБУ*, середня, %



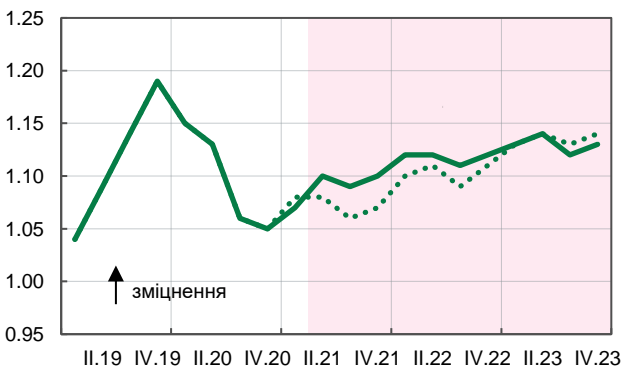
* Зниження облікової ставки обмежене нульовим рівнем.
Джерело: розрахунки НБУ.

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



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

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



Джерело: розрахунки НБУ.

Після двох поспіль підвищень облікова ставка залишатиметься незмінною протягом року

Зростання фундаментального тиску на ціни та погіршення інфляційних очікувань визначатиме необхідність утримання ключової ставки на вищому рівні, ніж очікувалося раніше. Прогноз Національного банку України передбачає збереження облікової ставки на рівні 7,5% до кінця року. З огляду на поточну інфляційну динаміку цього має бути достатньо для приведення інфляції до цілі 5% у першому півріччі 2022 року.

Жорсткіша монетарна політика за інших рівних умов знижуватиме інфляційний тиск через курсовий канал. Вона має також позитивно відобразитися на інфляційних очікуваннях, оскільки підтвердить наміри НБУ повернути інфляцію до цілі. Після підвищення облікова ставка певний час залишатиметься нижче нейтрального рівня, що матиме стимулюючий вплив на економіку.

У 2021 році РЕОК гривні поступово зміцнюватиметься внаслідок більшої внутрішньої інфляції, ніж в країнах – ОТП. Зниження інфляційного тиску у 2022 році сприятиме стабілізації РЕОК гривні.

Очікується продовження зростання депозитів у національній валюті внаслідок подальшого збільшення доходів населення. Утім, погіршення інфляційних очікувань негативно впливатиме на темпи припливу коштів на строкові депозити. Це може спонукати банки до підвищення депозитних ставок, особливо за довгостроковими інструментами.

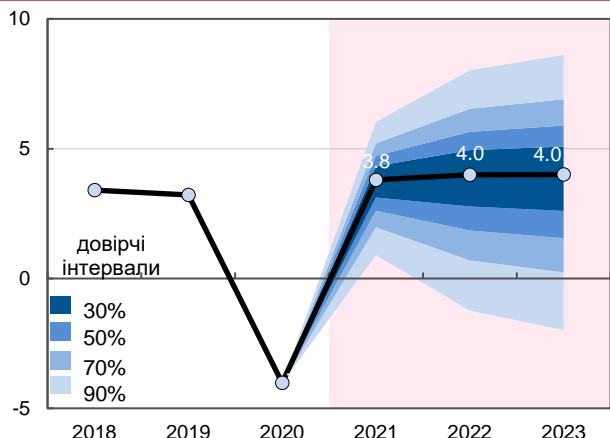
Відновлення економічної активності та прийнятний рівень кредитних ставок сприятимуть подальшій активізації попиту на кредити з боку бізнесу й населення. Незважаючи на прогнозоване зростання вартості фондування, зниження процентної маржі стримуватиме збільшення кредитних ставок. Високий рівень ліквідності та посилення конкуренції між банками [сприятимуть пом'якшенню кредитних стандартів](#). Відновленню кредитування також допоможуть державні програми.

Незважаючи на розвиток безготівкових розрахунків, підвищений попит на готівку триватиме й надалі через збереження високого рівня невизначеності щодо подальшого перебігу пандемії. Водночас темпи приросту готівки суттєво сповільняться, а її співвідношення до ВВП знизиться.

3.5. Ризики прогнозу

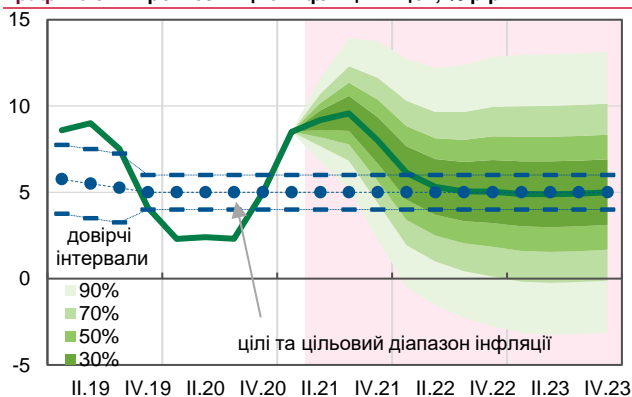
- Основним припущенням макропрогнозу залишається продовження співпраці з МВФ.
- Ключовим ризиком для макропрогнозу є посилення параметрів карантину в Україні та у світі, а також низькі темпи вакцинації в країні.

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 йі для інших зон графіка. Отже, ймовірність того, що інфляція не вийде за межі найсвітлішої зони, становить 90%.

Поточний макроекономічний прогноз базується на припущенні щодо продовження програми співпраці з МВФ. Вона є передумовою для повноцінного забезпечення бюджетних потреб, у тому числі за рахунок пов'язаного фінансування від міжнародних партнерів. Затримка програми може обумовити проблеми з зовнішніми джерелами фінансування дефіциту державного бюджету. Адже здійснення 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, а відповідно й сповільнення економічного відновлення. Крім того, призупинення програми з МВФ може кардинально погіршити інфляційні та девальваційні очікування. Такий розвиток подій вимагатиме від НБУ запровадження жорсткішої монетарної політики, ніж в базовому сценарії макропрогнозу.

Нові хвилі пандемії та штами коронавірусу змусили країни вчергове повертатися до посилення карантинних обмежень у I кварталі 2021 року. Попри часткову адаптацію бізнесу до нових умов, це сповільнює відновлення ділової активності. Низький темп вакцинації в Україні створює додатковий ризик майбутніх економічних втрат за одночасного посилення інфляційного тиску в умовах відновлення глобальної економіки. Це може зумовлювати необхідність у застосуванні жорсткішої монетарної політики за умов розбалансування очікувань. У випадку швидшої та масштабнішої вакцинації в світі глобальне економічне зростання прискориться. Унаслідок цього глобальна інфляція може прискорюватися швидше, що створить тиск на внутрішні ціни.

Підвищуються ризики ескалації військового конфлікту на сході країни. Це може суттєво погіршити інвестиційну привабливість України, очікування економічних агентів та генерувати додатковий тиск на обмінний курс та інфляцію. Відтак виникне необхідність ужорсточення монетарної політики. Прогрес у врегулюванні ситуації на тимчасово непідконтрольних територіях сприятиме поліпшенню інвестиційного клімату та зниженню премії за ризик для країни.

У коротко- та середньостроковій перспективі успіхи з подолання пандемії суттєво впливатимуть і на волатильність на світових ринках капіталу. Згортання програм державної підтримки в найбільших економіках світу або ж запровадження додаткових стимулів може суттєво вплинути на ліквідність на світових ринках капіталу та інтерес інвесторів до країн ЕМ. Монетарна

		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	Суттєва зміна умов торгівлі	
	Сильний		Ескалація військового конфлікту Гальмування співпраці з МВФ Швидке відновлення світової економіки Волатильність на глобальних ринках капіталу	Триваліший строк пандемії коронавірусу

політика НБУ враховуватиме можливі збільшення перетоку капіталу як в країну, так і з неї.

Ще одним ризиком для прогнозу є суттєва зміна умов торгівлі. Так, у випадку різкого зниження світових цін на основні товари українського експорту з нинішніх досить високих рівнів або ж значного подорожчання енергоносіїв посиляться девальваційний тиск на обмінний курс гривні. У таких умовах НБУ вдасться до жорсткішої монетарної політики. Водночас тривале збереження сприятливих умов торгівлі або ж їх подальше покращення сприятимуть збільшенню пропозиції іноземної валюти, що зміцнить гривню. Дезінфляційний тиск з боку валютного каналу дасть змогу НБУ проводити м'якшу монетарну політику порівняно з базовим сценарієм.

Макропрогноз розроблено на припущенні відсутності суттєвих як позитивних, так і негативних шоків з боку пропозиції продовольства. Тому неврожай зернових, олійних чи інших плодовоовочевих культур, зокрема через несприятливі погодні умови, є ще одним ризиком для нього. У цьому випадку зростатиме продовольча інфляція та знизиться ВВП через скорочення випуску продукції сільського господарства. Реакція монетарної політики відобразатиме баланс між потребою в зниженні інфляційного тиску та мінімізацією втрат для економіки.

В Україні інфляція є досить чутливою до шоків пропозиції на продовольчому ринку, що пов'язано зі значною вагою продуктів харчування в структурі ІСЦ. Тому в умовах швидких кліматичних змін актуальними є ризики зростання волатильності світових цін на продовольство, які можуть обумовити як короткострокове, так і триваліше відхилення інфляції від цілі. Реакція монетарної політики враховуватиме вплив відповідного шоку пропозиції на інфляційні очікування.

Показники	Макроекономічний прогноз (квітень 2021)																										
	2020				2021				2022				2023														
	2018	2019	I	II	III	IV	поточний прогноз 01.2021	I	II	III	IV	поточний прогноз 01.2021	I	II	III	IV	поточний прогноз 01.2021	прогноз 01.2021									
РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше																											
Номинальний ВВП, млрд грн	3561	3978	854	875	1163	1302	4194	4079	1035	1115	1349	1456	4955	4580	1170	1250	1457	1578	5455	5015	1271	1363	1595	1735	5965	5475	
Реальний ВВП	3.4	3.2	-1.2	-1.2	-3.5	-0.5	-4.0	-4.4	-1.5	8.7	4.2	3.6	3.8	4.2	6.0	5.7	2.3	2.8	4.0	3.8	3.3	3.7	4.2	4.6	4.0	4.0	
Дефлятор ВВП	15.4	8.2	5.3	5.6	8.4	17.5	9.8	7.2	23.0	17.2	11.0	8.0	13.8	7.8	6.7	6.0	5.6	5.4	5.9	5.5	5.2	5.2	5.1	5.1	5.1	5.0	
ІСЦ (середнє за період)	10.9	7.9	-	-	-	-	2.7	2.7	-	-	-	-	8.5	7.7	-	-	-	-	5.7	5.6	-	-	-	-	5.0	5.0	
ІСЦ (на кінець періоду)																											
Базова інфляція	9.8	4.1	2.3	2.4	2.3	5.0	5.0	4.5	8.5	9.2	9.6	8.0	8.0	7.0	6.1	5.3	5.0	5.0	5.0	5.0	4.9	4.9	4.9	5.0	5.0	5.0	5.0
Небазова інфляція	8.7	3.9	3.1	3.0	3.1	4.5	4.5	4.5	5.9	6.7	7.0	6.5	6.5	5.9	5.4	4.5	4.1	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.9	3.9	3.8	
Сирі товари	10.7	4.8	1.5	1.8	1.1	5.9	5.9	5.9	12.4	12.6	13.3	10.1	10.1	8.6	7.0	6.3	6.4	6.5	6.5	6.6	6.2	6.2	6.4	6.3	6.3	6.6	
Адміністративно регульовані ціни	3.3	3.9	-1.0	5.0	-1.1	4.1	4.1	4.1	11.8	8.5	12.9	8.8	8.8	6.0	4.8	4.0	3.4	3.5	3.5	3.4	3.5	3.4	3.6	3.5	3.5	3.4	
Сирі товари	18.0	8.6	5.5	3.2	6.0	9.9	9.9	9.9	13.0	14.9	12.7	10.9	10.9	10.5	10.1	9.2	9.3	9.2	9.2	9.2	9.4	8.6	8.7	8.7	8.6	9.1	
Адміністративно регульовані ціни	14.2	-7.4	-4.2	-4.6	-1.7	14.5	14.5	14.5	26.3	32.2	28.6	21.5	21.5	6.8	7.2	6.9	6.1	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	
ІЦВ (на кінець періоду)																											
Номинальна заробітна плата (в середньому за період)	24.8	18.4	14.3	4.0	9.5	13.9	10.4	10.2	16.1	26.9	17.9	11.6	17.8	16.6	10.9	9.9	9.3	8.8	9.7	9.3	8.4	8.4	8.2	8.5	8.4	8.3	
Реальна заробітна плата (в середньому за період)	12.5	9.5	11.3	1.9	6.9	9.7	7.4	7.2	8.2	16.4	7.7	2.9	8.6	8.3	3.7	4.2	3.9	3.6	3.9	3.6	3.4	3.5	3.2	3.4	3.4	3.2	
Безробіття, % (МОП, в середньому за період)	8.8	8.2	-	-	-	-	9.5	9.5	-	-	-	-	9.1	8.8	-	-	-	-	8.5	8.5	-	-	-	-	8.4	8.5	
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР																											
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	-67.8	-87.3	-	-	-	-	-224	-224	-	-	-	-	-199	-207	-	-	-	-	-164	-151	-	-	-	-	-181	-166	
% від ВВП	-1.9	-2.2	-	-	-	-	-5.3	-5.5	-	-	-	-	-4.0	-4.5	-	-	-	-	-3.0	-3.0	-	-	-	-	-3.0	-3.0	
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд грн	-75.4	-89.2	-	-	-	-	-242	-225	-	-	-	-	-200	-206	-	-	-	-	-165	-151	-	-	-	-	-182	-167	
% від ВВП	-2.1	-2.2	-	-	-	-	-5.8	-5.5	-	-	-	-	-4.0	-4.5	-	-	-	-	-3.0	-3.0	-	-	-	-	-3.0	-3.0	
ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)																											
Поточний рахунок, млрд дол.	-6.4	-4.1	2.2	2.0	0.5	1.5	6.2	6.6	0.5	-0.1	-1.7	-0.2	-1.4	-3.2	-1.2	-2.3	-2.7	-0.8	-7.0	-7.4	-1.8	-3.1	-3.1	-1.3	-9.3	-9.3	
Експорт товарів та послуг, млрд дол.	59.2	63.6	15.3	13.2	14.9	17.3	60.7	60.6	16.2	16.2	17.1	18.8	68.3	64.0	16.6	15.7	16.9	18.4	67.5	66.2	16.6	16.0	17.4	18.2	68.3	67.7	
Імпорт товарів та послуг, млрд дол.	70.6	76.1	16.2	12.3	16.0	17.9	62.5	62.3	16.8	18.5	20.3	20.7	76.2	73.1	18.8	19.6	21.0	21.3	80.7	79.4	19.5	20.5	21.9	21.7	83.7	83.0	
Фінансовий рахунок, млрд дол.	-9.3	-10.1	2.3	0.7	2.2	-1.0	4.2	4.6	1.6	-2.6	0.4	-1.7	-2.3	-3.8	-2.7	-2.3	-2.2	-0.6	-7.8	-7.5	-4.1	-2.4	-3.6	-1.6	-11.8	-11.2	
Зведений баланс, млрд дол.	2.9	6.0	-0.1	1.3	-1.7	2.5	2.0	2.0	-1.1	2.6	-2.1	1.6	0.9	0.6	1.5	0.0	-0.5	-0.2	0.8	0.1	2.3	-0.7	0.6	0.3	2.5	1.9	
Валові резерви, млрд дол.	20.8	25.3	24.9	28.5	26.5	29.1	29.1	29.1	27.0	29.7	27.7	29.8	29.8	30.7	31.4	31.1	29.8	29.3	29.3	29.7	30.8	29.8	29.4	29.1	29.1	29.1	
Місяців імпорту майбутнього періоду	3.3	4.9	4.7	4.9	4.3	4.6	4.6	4.8	4.1	4.5	4.1	4.4	4.4	4.6	4.6	4.5	4.3	4.2	4.2	4.3	4.3	4.1	5.1	4.1	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	24.8	24.8	21	8.1	11.0	18.2	18.2	13.5	0.6	2.5	4.4	8.0	8.0	7.1	0.2	1.6	3.1	6.6	6.6	
Грошова маса, %	5.7	12.6	5.5	12.0	19.7	28.6	28.6	28.6	28.7	0.2	3.9	8.9	16.7	16.7	13.3	1.3	2.1	5.5	11.2	11.2	11.9	3.0	2.5	5.6	12.6	12.6	
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	2.8	2.8	-	-	-	-	2.3	2.2	2.2	-	-	-	-	2.3	2.2	-	-	-	-	2.3	2.1	-	-	-	-	2.2	2.1

Абревіатури та скорочення

АПК	Агропромисловий комплекс	НФК	Нефінансові корпорації
ВВП	Валовий внутрішній продукт	ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
ВДВ	Валова додана вартість	ОЗДП	Облігації зовнішньої державної позики
ВЕД	Види економічної діяльності	ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти
ГМК	Гірничо-металургійний комплекс	ОТП	Основні торговельні партнери
ДГ	Домогосподарства	ПАТ	Публічне акціонерне товариство
ДКСУ	Державна казначейська служба України	ПДВ	Податок на додану вартість
ДМСУ	Державна митна служба України	ПДФО	Податок та збір на доходи фізичних осіб
ДС	Депозитні сертифікати	ПІІ	Прямі іноземні інвестиції
ДСЗУ	Державна служба зайнятості України	ПСГ	Підземні сховища газу
ДССУ	Державна служба статистики України	РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ЄЕК	Євразійська економічна комісія	РФ	Російська Федерація
ЄКР	Єдиний казначейський рахунок	СЗДУ	Сектор загального державного управління
ЄС	Європейський Союз	СОТ	Світова організація торгівлі
ЄЦБ	Європейський центральний банк	СПЗ	Спеціальні права запозичення
ЖКГ	Житлово-комунальне господарство	США	Сполучені Штати Америки
ІСЦ	Індекс споживчих цін	ФОП	Фізична особа – підприємець
ІОДА	Індекс очікувань ділової активності	ФРС	Федеральна резервна система США
ІТ	Інформаційні технології	EM	Emerging Markets, країни, ринки яких розвиваються
КМУ	Кабінет Міністрів України	EMBI	Emerging Markets Bond Index
КПМ	Квартальна прогнозна модель	IIF	Institute of International Finance
КСВ	Кінцеві споживчі витрати	UAWCPI	Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України
МБВР	Міжбанківський валютний ринок	UAWGDP	Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України
МБКР	Міжбанківський кредитний ринок	UIIR	Український індекс міжбанківських ставок
МВФ	Міжнародний валютний фонд	USDA	Міністерство сільського господарства США
МОП	Міжнародна організація праці		
МР	Маркетинговий рік		
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 кварталному 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