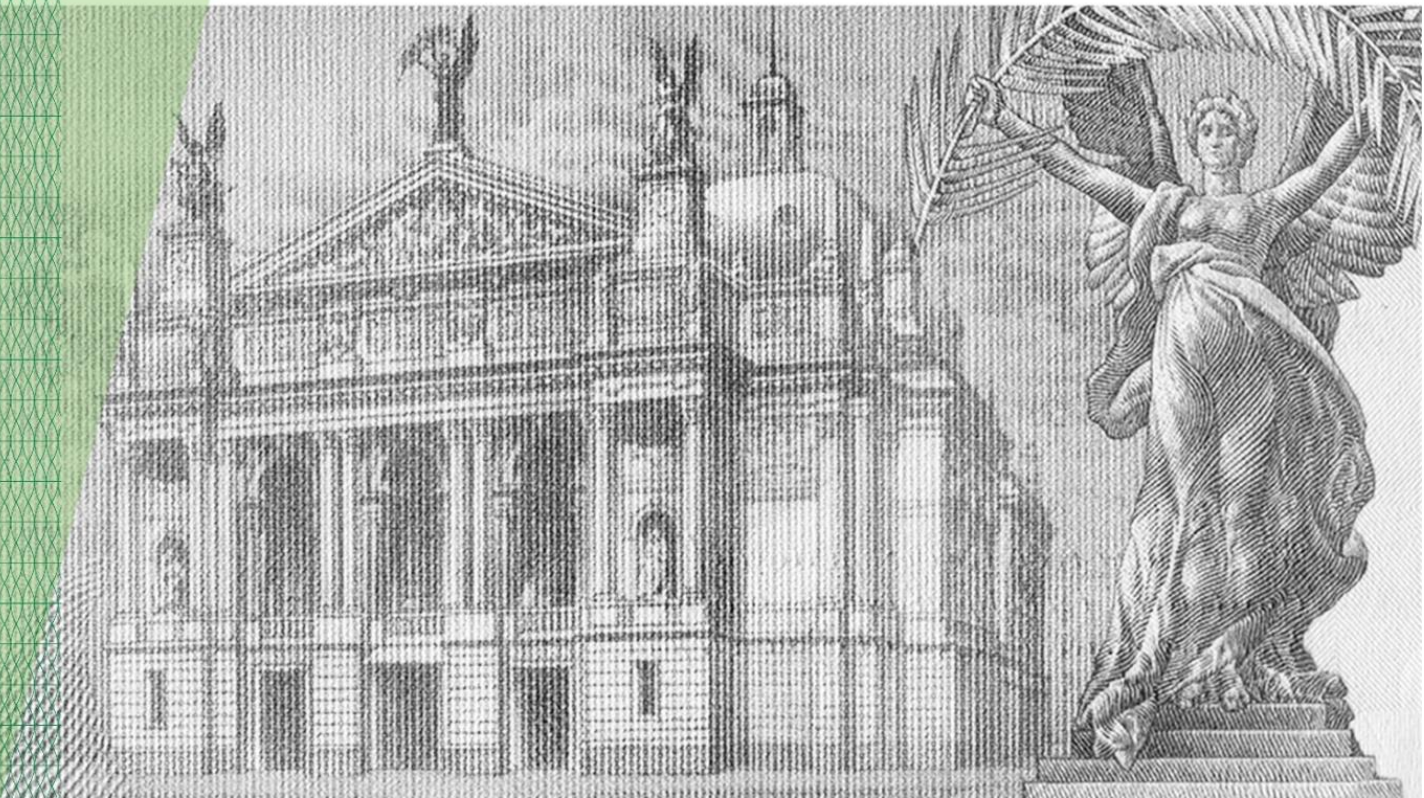




Національний
банк України

Інфляційний звіт

Жовтень 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 пресбрифінгу, який проводиться того самого дня о 14.00 після засідання Правління з питань монетарної політики. Через тиждень після цього в Інфляційному звіті публікується детальний макроекономічний аналіз і прогноз, на підставі якого приймаються рішення щодо облікової ставки. Підсумки дискусії членів Комітету з монетарної політики щодо рівня облікової ставки публікуються на 11-й день після ухвалення рішення. На відміну від пресрелізів щодо рішень із монетарної політики, які відображають консенсусну позицію Правління Національного банку, "Підсумки дискусії" містять знеособлену позицію всіх членів 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 за більшістю показників у цьому звіті – 21 жовтня 2021 року, за окремими показниками – 27 жовтня 2021 року.

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

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

¹ Рішення Правління Національного банку України від 21 жовтня 2021 року № 516-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

Зміст

Головне	4
Частина 1. Зовнішнє середовище	6
Частина 2. Економіка України	10
2.1. Інфляційний розвиток	10
2.2. Попит і випуск	15
Вставка 1. Оцінка факторів, що впливають на розрив ВВП	20
Вставка 2. Ефекти рекордних урожаїв на економіку України	22
2.3. Ринок праці та доходи домогосподарств	24
2.4. Фіскальний сектор	27
2.5. Платіжний баланс	30
2.6. Монетарні умови та фінансові ринки	34
Вставка 3. Трансмісія прогнозу облікової ставки в окремі ринкові ставки	38
Частина 3. Ризики прогнозу	40
Абревіатури та скорочення	44

Головне

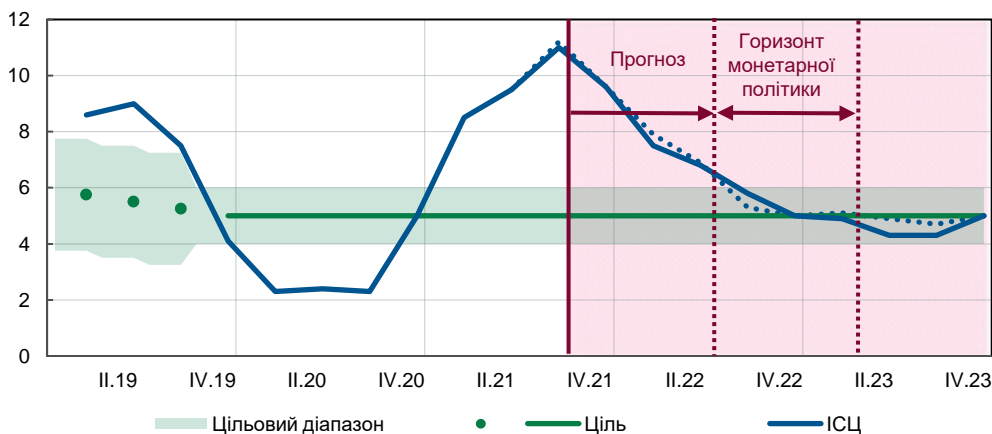
Упродовж останніх місяців інфляція очікувано перебувала в діапазоні 10–11%, близько до липневого прогнозу НБУ

У вересні зростання споживчих цін прискорилося до 11% у річному вимірі. Інфляцію і далі підживлювала низка глобальних та внутрішніх чинників. Ціни на світових товарних ринках залишалися на високому рівні. Очікувано зберігався й сталий фундаментальний тиск. Вищі виробничі витрати бізнесу на оплату праці, сировину та енергію позначилися на динаміці споживчих цін. Інфляційні очікування також залишалися високими. Водночас сприятлива ситуація на валютному ринку гальмувала зростання цін. Зокрема, завдяки цьому базова інфляція перебувала нижче липневої прогнозованої траєкторії.

Інфляція сповільниться до однознакового рівня наприкінці 2021 року, а в наступному році поступово знизиться до цілі 5%

НБУ зберіг прогноз інфляції на рівні 9.6% у грудні 2021 року. За оцінками НБУ, пік зростання споживчих цін припадає на вересень-жовтень цього року. Надалі інфляційний тренд розвернеться. Інфляція сповільнюватиметься завдяки вичерпанню ефектів низької бази порівняння, збереженню сприятливої ситуації на валютному ринку та високим цьогорічним урожаям сільськогосподарських культур. Зростання споживчих цін також стримуватиметься дією попередніх кроків НБУ з посилення монетарної політики – оптимізації її операційного дизайну, повного згорання антикризових монетарних заходів і підвищення облікової ставки. Під впливом зазначених чинників інфляція сповільниться до 5% наприкінці наступного року і надалі перебуватиме близько цілі. Швидшому сповільненню інфляції у 2022 році завадять вищі, ніж раніше очікувалося, ціни на енергоносії в найближчі кілька кварталів, споживчий попит та витрати на оплату праці. Крім того, ураховуючи розтягнуті в часі ефекти цих проінфляційних чинників, сповільнення інфляції до цілі 5% потребуватиме від НБУ жорсткіших монетарних умов упродовж 2022–2023 років, ніж передбачалося в липневому прогнозі.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

НБУ переглянув прогноз зростання реального ВВП у бік зниження на прогнозному горизонті з огляду на триваліший та суттєвіший вплив пандемії та наслідки різкого підвищення цін на газ

У першому півріччі 2021 року відновлення економіки було дещо слабшим, ніж очікувалося. Це зумовлювалося низкою чинників, зокрема слабшим відновленням сектору послуг через посилення тиску з боку виробничих витрат. Натомість високочастотні індикатори економічної активності свідчать про поживлення економіки в другому півріччі. Так, рекордний урожай ранніх зернових культур зумовив швидке зростання сільськогосподарства, що позначилося і на суміжних секторах. Сталий споживчий попит підтримував роздрібну торгівлю та пасажирооборот. Поживлення інвестиційної активності разом із сприятливою зовнішньою ціновою кон'юнктурою сприяли відновленню будівництва та промисловості. Однак, ураховуючи показники

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

першого півріччя, високі ціни на енергоносії, а також поточне ускладнення епідемічної ситуації, НБУ погіршив прогноз зростання економіки в 2021 році з 3.8% до 3.1%. Збереження високих цін на енергоносії разом із наслідками загальносвітового дефіциту сировини і комплектуючих та загального звуження пропозиції обмежуватимуть випуск української промисловості та стримуватимуть темпи відновлення економіки і в наступному році. З огляду на це, НБУ переглянув прогноз зростання ВВП у 2022 році з 4% до 3.8%. У 2023 році економіка зросте на 4%. Зростання економіки на прогнозованому горизонті забезпечуватиметься передусім подальшим відновленням світової економіки та розширенням внутрішнього попиту, у тому числі інвестиційного. Також зберігатимуться досить сприятливі умови торгівлі для українських експортерів, попри певну корекцію світових цін з сьогоднішніх надвисоких рівнів. Позитивний вплив матиме й поступове поширення вакцинації, що дасть змогу уникнути локдаунів чи інших обмежень для економічної діяльності. Це, зокрема, допоможе повноцінно відновитися сектору послуг та сприятиме поступовому поверненню рівня участі населення в робочій силі до допандемічних рівнів.

Завдяки рекордному врожаю та високим експортним цінам дефіцит поточного рахунку в 2021 році буде незначним, але надалі помірно розширюватиметься

Дефіцит поточного рахунку в 2021 році становитиме 1% від ВВП. У наступні роки від'ємне сальдо поступово розшириться до 3–4% ВВП. Це зумовлюватиметься певним погіршенням умов торгівлі внаслідок корекції світових цін і підвищенням споживчого й інвестиційного попиту в міру відновлення економіки. Сформований дефіцит поточного рахунку буде повністю компенсований припливом капіталу в Україну – як боргового, так і у формі прямих іноземних інвестицій.

Основним припущенням макропрогнозу залишається продовження співпраці з Міжнародним валютним фондом

Україна досягла угоди з МВФ на рівні персоналу (SLA). Це уможливило розгляд Радою директорів МВФ першого перегляду програми stand-by, а також запиту про продовження програми. Виконання діючої програми stand-by забезпечить надходження необхідного обсягу офіційного фінансування у 2021–2022 роках, кращі умови для зовнішніх запозичень, а також підтримає інтерес іноземних інвесторів до гривневих активів. Співпраця з МВФ сприятиме прискоренню економічного зростання, стабілізації інфляції на рівні цілі, й утриманню міжнародних резервів в обсязі 30–31 млрд дол. США в наступні роки.

Для повернення інфляції до цілі 5% облікова ставка утримуватиметься на рівні не нижче 8.5% щонайменше до другого півріччя 2022 року

Відповідно до базового сценарію для повернення інфляції до цілі 5% початок циклу зниження облікової ставки відкладається щонайменше до III кварталу 2022 року (у липневому прогнозі передбачалося зниження в II кварталі). Більше того, зниження облікової ставки протягом наступного року прогнозується більш поступовим, а її рівень на кінець 2022 року – 7.5% (порівняно з 6.5% у липневому прогнозі).

Ключовими ризиками для макропрогнозу є посилення карантину в Україні та у світі, а також триваліший та суттєвіший, ніж передбачалося, глобальний інфляційний сплеск

Зростання захворюваності на тлі низького рівня вакцинації в Україні може загрожувати суворішим локдауном і суттєвішим уповільненням економічної активності. Водночас на відміну від карантину минулого року негативний вплив більше позначатиметься на пропозиції, ніж на попиті, що може зумовити посилення проінфляційного тиску. Крім того, зросли ризики тривалішого, ніж закладено в базовий сценарій, цінового сплеску у світі, що тиснутиме на внутрішні ціни. Йдеться зокрема про вищі, ніж очікується зараз ціни на енергоносії, а також дефіцит сировини і комплектуючих. Ці чинники можуть призвести до глобальної стагфляції. Актуальними лишаються й інші ризики проінфляційного характеру, зокрема різке погіршення умов торгівлі та відплив капіталу з країн, ринки яких розвиваються, а також ескалація військового конфлікту з Росією. Відповідно, НБУ оцінює баланс ризиків для свого базового прогнозу інфляції та процентної ставки як зміщений угору, особливо на середньостроковому горизонті. У випадку реалізації зазначених вище та інших проінфляційних ризиків НБУ готовий підвищити облікову ставку та задіяти інші монетарні інструменти.

Частина 1. Зовнішнє середовище

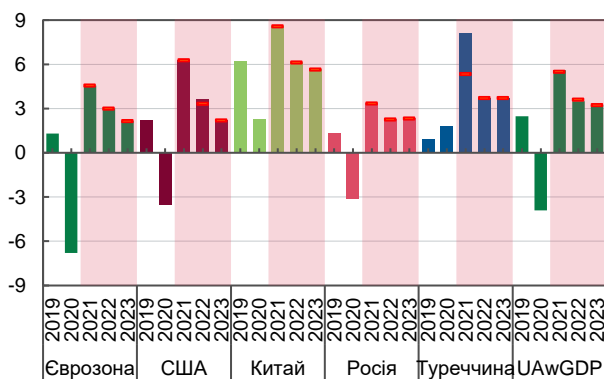
- Після активного відновлення у першому півріччі 2021 року зростання глобальної економіки сповільнюватиметься через поступове згортання стимулюючих заходів, дефіцит сировини й комплектуючих, нові спалахи пандемії.
- Ціни на світових товарних ринках будуть високими через суттєвий попит та обмежену пропозицію. Корекція буде повільною та відбуватиметься з різною швидкістю залежно від можливостей нарощувати пропозицію відповідних товарів. Інфляція у світі зберігатиметься значною до кінця поточного року. В подальшому вона почне сповільнюватися та досягне цільових рівнів окремих країн наприкінці 2022 року, де й перебуватиме надалі.
- Умови на світових фінансових ринках жорсткішатимуть унаслідок очікуваного згортання QE ФРС і більшого інтересу інвесторів до активів розвинутих країн через вищі темпи їх зростання порівняно з ЕМ. Це посилить конкуренцію серед ЕМ за капітал і потребуватиме подальшої нормалізації або навіть переходу до жорсткої монетарної політики.

Графік 1.1. Глобальний PMI та індекс ділової впевненості



Джерело: J.P.Morgan, IHS Markit, Moody's.

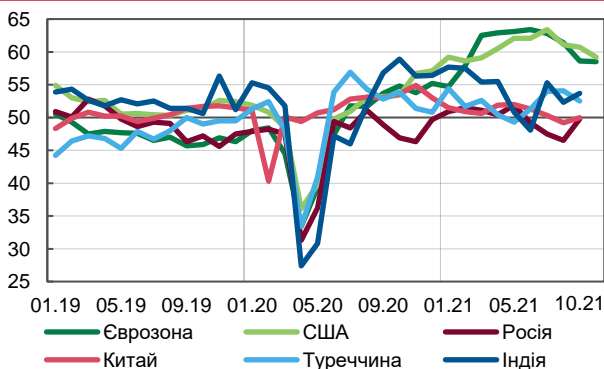
Графік 1.2. Реальний ВВП окремих країн та UAwGDP, %, р/р



- Попередній прогноз НБУ.

Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Графік 1.3. PMI обробної промисловості окремих країн



Джерело: IHS Markit.

Відновлення глобальної економіки сповільниться та залишатиметься нестійким через нові спалахи пандемії та дефіцит сировини й комплектуючих

У III кварталі зростання [глобальної економіки](#) було найслабшим з початку року через поширення варіанту Delta. Зростання [глобальної промисловості](#) стримувалося дефіцитом поставок комплектуючих і сировини, насамперед з країн Азійсько-Тихоокеанського регіону через посилення карантинних заходів.

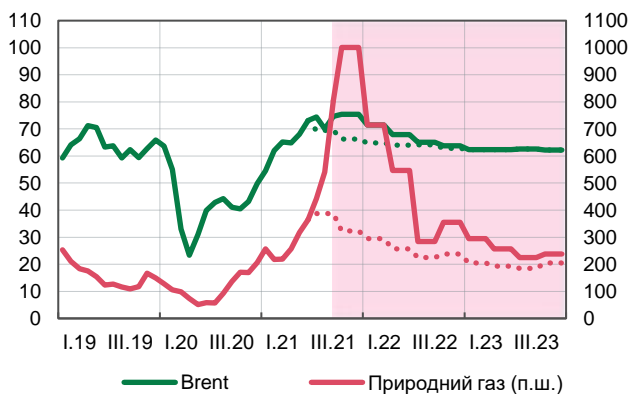
Про провідну роль факторів пропозиції у сповільненні економічної активності свідчило безпрецедентне збільшення обсягів невиконаних замовлень (різниця між обсягами нових замовлень і фактичним випуском, [згідно з даними IHS Markit](#)). Кількість компаній, які повідомляли про зниження виробництва через нестачу персоналу чи матеріалів, майже в п'ять разів перевищувала історичну норму. Найсуттєвіше дефіцит відчувався в Китаї у серпні-вересні. Як наслідок, PMI промисловості Китаю знизився нижче нейтрального рівня, чого не спостерігалося з початку пандемії 2020 року. Водночас це зумовило значні затримки з поставками товарів у США та Європі.

Випереджаючі індикатори світової торгівлі і [послугами](#), і [товарами](#) також свідчать про сповільнення відновлення. Індекс будівельних послуг знизився нижче тренду, а зростання індексу нових експортних замовлень у торгівлі товарами істотно сповільнилося. Про слабше зростання глобальної економіки в найближчі місяці свідчили [й окремі, орієнтовані на майбутні періоди, складові PMI](#).

Економічне відновлення у світі залишатиметься нерівномірним через різну спроможність застосування стимулюючої політики і різне охоплення вакцинацією. Розвинуті економіки досягнуть допандемічного рівня на початку 2022 року, тоді як країни ЕМ, за винятком Китаю, який відновився до цього рівня ще наприкінці минулого року, – наприкінці 2022 – на початку 2023 років.

Економіка США активно відновлювалася завдяки зростанню споживання, відображаючи надану раніше в цьому році державну підтримку доходів, і послаблення карантинних обмежень. Інвестиції залишалися значними. Однак зростання рівня захворюваності призупинило відновлення у секторах, найбільш чутливих до пандемії, з'явилися [вузькі місця в ланцюгах постачання](#). Так, попри високий попит скоротилася кількість дозволів на будівництво через нестачу матеріалів. Виробництво

Графік 1.4. Світові ціни на нафту марки Brent (дол./бар.) та ціни на природний газ на нідерландському ринку*, TTF (дол./тис. м³), середні за квартал



* Ураховуючи особливості визначення внутрішньої ціни на природний газ в Україні, для аналітичних цілей замінено індикатор природного газу – з німецького хабу на нідерландський ринок
Джерело: Refinitiv Datastream, прогноз НБУ.

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



** ЕСРІ розрахований за кошиком із 14 світових цінових індикаторів, зважених на частку відповідних товарів українського експорту в загальному експорті України. Загальна вага цих товарів в українському експорті становить більше 70%.
Джерело: Світовий банк, розрахунки НБУ.

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



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

* Тут і надалі пунктирна лінія – попередній прогноз НБУ, суцільна лінія – поточний прогноз НБУ якщо не зазначено інше.

автомобілів було призупинено на низці заводів на початку вересня через зупинку виробництва напівпровідників у Малайзії і В'єтнамі. Тимчасове закриття портів у Китаї позначилося на поставках судноплавства і збільшило обсяг невиконаних замовлень. Як наслідок, зростання закупівельних [цін виробників](#) було одним із найвищих серед розвинутих країн. Хоча загальний рівень безробіття станом на серпень знизився до 5.2%, з коригуванням кількості зайнятих на [неучасть через COVID-19³](#) він становив 7.5% (при цьому окремі компанії навіть повідомляли про [скорочення персоналу](#)). Очікується, що [ВВП](#) США зростатиме високими темпами до кінця поточного року з подальшим уповільненням у міру вичерпання ефектів від масштабних стимулів.

Економіка Єврозони продовжує швидко зростати, хоча [виробництво](#) стримується нестачею матеріалів і обладнання. На відміну від інших країн, поширення нового варіанту вірусу не призвело до посилення карантинних заходів. Доходи населення зростають, безробіття знижується. Надалі очікується помірне зростання заробітної плати та зниження безробіття нижче докризового рівня лише у другому кварталі 2023 року. Бюджетний дефіцит за результатами 2021 року буде близьким до рівня 2020 року – відповідно [7.1% ВВП та 7.3% ВВП](#) зі зменшенням у наступні роки. Ураховуючи стрімке [поточне](#) відновлення, економіка Єврозони вийде на допандемічний рівень до кінця 2021 року і наблизиться до свого докризового тренду у 2023 році.

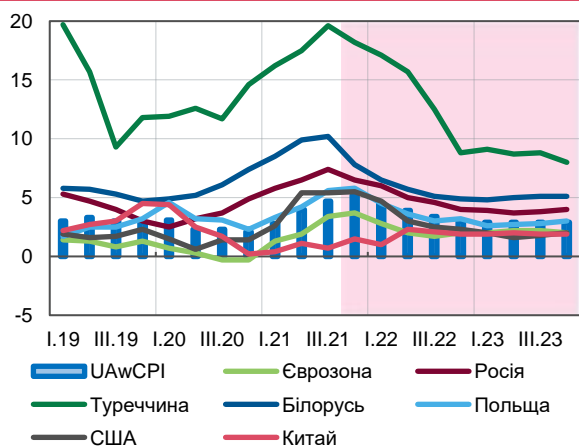
Економічна активність у країнах ЕМ у III кварталі уповільнилася: [випереджаючі індикатори](#) засвідчили скорочення випуску в промисловості порівняно з попереднім періодом уперше з червня 2020 року. Компанії продовжували обережно використовувати свої запаси, а чисельність робочої сили вперше за півроку скоротилася. Зростання економіки Китаю у III кварталі різко сповільнилося, насамперед, через падіння в будівництві (на 1.8% р/р). Натомість у Індії, другого за величиною азійського торговельного партнера України та вагомого конкурента на ринках металів, уперше з квітня було зафіксовано зростання [випуску](#) промислової продукції. В міру стабілізації епідемічної ситуації розширення внутрішнього попиту та міжнародної торгівлі підтримуватиме зростання економік країн ЕМ. Водночас економіка Китаю зростатиме повільніше, ніж раніше, через скорочення застарілих потужностей у промисловості з метою досягнення вуглецевої нейтральності та зміною фокусу державної економічної політики у бік зниження фінансових ризиків.

На світових товарних ринках ціни після стрімкого підвищення поступово коригуватимуться

У III кварталі світові ціни на енергоносії, зокрема нафту і природний газ зростали. Нафта дорожчала, незважаючи на нарощування виробництва ОПЕК+, унаслідок значного зниження запасів у США та скорочення видобування у Мексиканській затоці після ураганів. Очікується, що надалі ціни на нафту коливатимуться близько

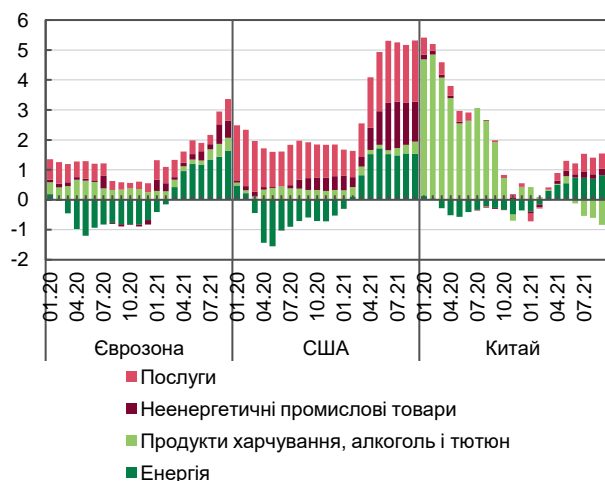
³ Альтернативний показник, який розраховується співробітниками ФРС шляхом перекласифікації осіб, які за визначенням трактуються як зайняті, проте були відсутні на роботі з певних причин, на таких, що фактично вибули з робочої сили пандемією. Це ширший показник охоплював 12.8 млн осіб у липні порівняно з 8.7 млн осіб, офіційно класифікованих як безробітні.

Графік 1.7. UAвCPI та споживча інфляція в окремих країнах – ОТП України на кінець періоду, % р/р



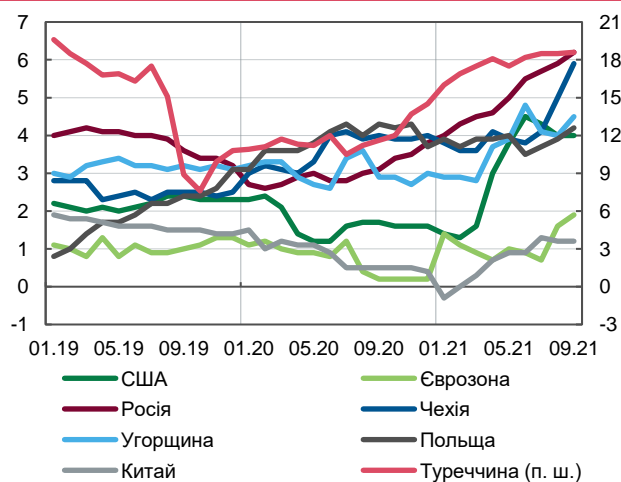
Джерело: МВФ, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Графік 1.8. Внески компонент у річну зміну ІСЦ США, Єврозони та Китаю, в.п.



Джерело: Національні статистичні агенції, ОЕСР, розрахунки НБУ.

Графік 1.9. Динаміка базової інфляції, % р/р



Джерело: Національні статистичні агенції, ОЕСР.

70 – 80 дол./бар.: високий попит задовольнятиметься більшими обсягами видобування у межах та поза ОПЕК+, насамперед США.

Ціни на природний газ у Європі зросли до рекордних рівнів у зв'язку з виснаженням запасів, відносно слабким трубопровідним імпортом з Росії протягом літа і високим попитом на СПГ в Азії. Очікується, що газ дешевшатиме в IV кварталі, насамперед завдяки нарощуванню пропозиції з боку Норвегії та Росії, а також імпорту СПГ. У подальшому попри певне зниження ціни все ж залишатимуться суттєво вищими, ніж докризові, зокрема через попит на природний газ як більш екологічно чисте паливо в умовах посилення контролю за викидами.

Світові ціни на товари, які переважають в українському експорті (ЕСПІ) в III кварталі знизилися – на 8% кв/кв, однак їх рівень залишався на 52% вищим порівняно з відповідним періодом докризового 2019 року. Очікується, що світові ціни на більшість товарних груп знижуватимуться у міру нарощування пропозиції. Утім, через посилення контролю за викидами у світі, що призведе до зростання собівартості продукції, рівень цін на прогнозованому горизонті залишатиметься суттєво вищим ніж у допандемічні 2015 – 2019 роки.

Ціни на сталь у III кварталі знижувалися через побоювання послаблення попиту, насамперед з боку Китаю. Разом із сезонним збільшенням пропозиції з Австралії та Бразилії це призвело до стрімкого падіння цін на залізну руду. Утім, значний світовий попит на сталь, контроль її виробництва в Китаї у II півріччі, а також перебої в ланцюжках постачання підтримують ціни на сталь та руду до кінця року. У подальшому високий світовий попит на сталь, за винятком Китаю, та високоякісну залізну руду через кліматичні вимоги стримуватиме ціни від глибокого зниження.

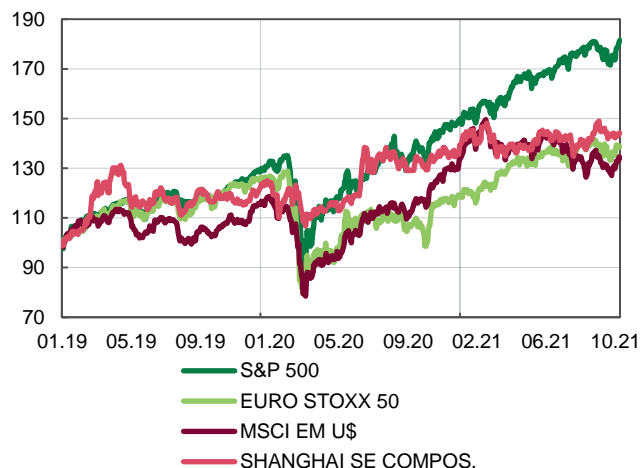
Світові ціни на зернові, зокрема пшеницю та кукурудзу, змінювалися різноспрямовано: кукурудза дешевшала, тоді як ціни на пшеницю коливалися близько високих рівнів попереднього кварталу. Причиною була зміна очікувань урожаїв через гірші погодні умови для пшениці і кращі – для кукурудзи. Через вплив гірших врожаїв на запаси ціни на пшеницю підвищено на прогнозованому горизонті. Ціни на кукурудзу завдяки рекордним врожаям далі знижуватимуться, однак повільніше, ніж очікувалося раніше, через вплив подорожчання газу на сушіння.

Світові фінансові умови посилюватимуться на тлі згортання QE ФРС, незважаючи на продовження відносно м'якої монетарної політики ЄЦБ

Стійке зростання цін на сировину та комплектуючі, підвищення цін постачальниками та вартості перевезень призведе до більш стійкого зростання споживчих цін у багатьох країнах, ніж очікувалося раніше. За таких умов монетарна політика змушена балансувати між необхідністю стримування інфляції та обережністю з послабленням імпульсу економічного відновлення.

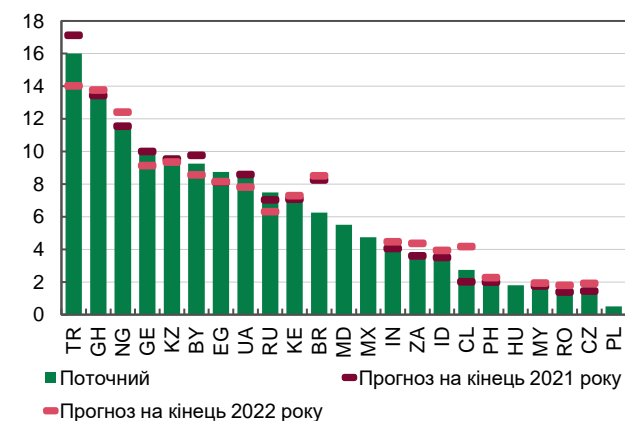
Споживча інфляція у США суттєво перевищує цільовий показник ФРС, що змушує обговорювати питання згортання QE. Проте довгострокові очікування на відміну від короткострокових, відповідно до опитувань SCE,

Графік 1.10. Світові фондові індекси, 01.01.2019=100



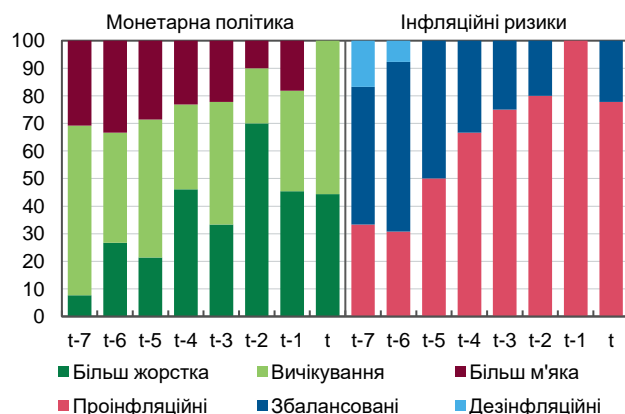
Джерело: Refinitiv Datastream, розрахунки НБУ.

Графік 1.11. Ключові процентні ставки в окремих країнах EM, %



Джерело: офіційні сторінки центральних банків, Focus Economics, станом на 27.10.21

Графік 1.12. Баланс настроїв ЦБ країн EM відповідно до прес-релізів рішень з монетарної політики*, % ЦБ



* t – засідання Жовтень 2021, t-1 – Вересень 2021, t-2 – Серпень 2021, t-3 – Липень 2021, t-4 – Червень 2021, t-5 – Квітень/Травень 2021, t-6 – Березень/Квітень 2021, t-7 – Січень/Лютий 2021. Для розрахунку кожного індикатора до уваги беруться лише ті ЦБ, засідання яких було у відповідному періоді. Джерело: офіційні сторінки центральних банків, станом на 27.10.2021.

залишаються відносно стабільними. Інфляція зменшуватиметься, зокрема завдяки поступовому згортанню ФРС заходів підтримки економіки, як в рамках надзвичайної допомоги у період пандемії (CARES), так і QE. Натомість динаміка базової інфляції зумовлювалася факторами пропозиції, а низькі рівноважні процентні ставки сприятимуть її поверненню до допандемічного рівня. За таких умов підвищення процентної ставки ФРС очікується у другому півріччі 2022 року.

У Єврозоні споживча інфляція досягнула найвищого рівня за останні 10 років. Очікується, що поточна динаміка інфляції є тимчасовою і здебільшого відображає стрімке підвищення цін на енергоносії з середини минулого року, скасування зниженого ПДВ у Німеччині, відкладений попит і тиск на витрати, викликаний нестачею матеріалів. У наступні роки дія цих факторів має вичерпатися, що призведе до зменшення інфляції. Інфляційні очікування також не відображають ризики її підвищення, а опитування монетарних аналітиків вказують на стабілізацію інфляції близько цілі 2% лише через п'ять років. Однак у міру подальшого відновлення економіки Єврозони, у тому числі завдяки монетарним стимулам, очікується поступове зростання базової інфляції в середньостроковій перспективі, насамперед через помірне зростання заробітної плати. Враховуючи ці фактори та очікуване закриття від'ємного розриву ВВП протягом наступних двох років, ЄЦБ перейшов до поступового згортання монетарних стимулів, зокрема було знижено обсяги купівлі облігацій за пандемічною програмою (PEPP). Попри це, монетарна політика ЄЦБ залишатиметься відносно м'якою.

Жорсткіші світові фінансові умови загострять конкуренцію EM за потоки капіталу

Згортання програм кількісного пом'якшення, насамперед ФРС, та швидше відновлення розвинутих країн порівняно з країнами EM в умовах високої інфляції призводить до підвищення доходності державних облігацій розвинутих країн, насамперед США. Крім того, посилення побоювань щодо уповільнення економік країн EM призвели до зростання спредів за корпоративними облігаціями, хоча і з історично низьких рівнів. Відповідно, посилилися ризики впливу капіталу з країн EM, що в короткостроковому періоді яскраво відображається на фондовому ринку. Це на тлі високої інфляції прискорило посилення монетарної політики країн EM. Зокрема, у вересні-жовтні вперше за довгий час долучилися до посилення монетарної політики Польща (неочікувано підвищено ставку, вперше за 9 років), Румунія, Азербайджан. Водночас Угорщина, Чехія, Казахстан і Бразилія сигналізували про готовність продовжити підняття ставок найближчим часом.

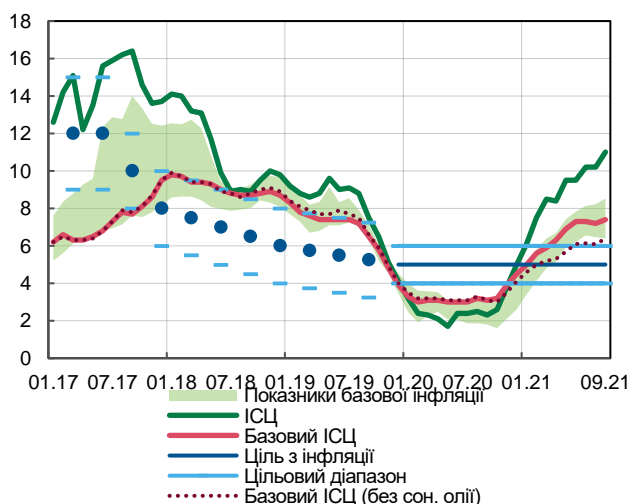
Поступовість скорочення програм стимулювання, а також вищий рівень макроекономічної стійкості допоможуть країнам EM краще пристосуватися до зміни фінансових умов порівняно з 2014 роком у довгостроковому періоді. Крім того, продовження нормалізації монетарної політики в країнах EM та навіть перехід до жорсткої політики підтримуватиме інтерес інвесторів до їхніх активів і сприятимуть поверненню інфляції до цільових рівнів.

Частина 2. Економіка України

2.1. Інфляційний розвиток

- У вересні-жовтні цього року інфляція досягла свого піку 10-11%. Надалі інфляційний тренд розвернеться. Інфляція знизиться до 9.6% наприкінці 2021 року, а за підсумками наступного – досягне цілі 5% і надалі перебуватиме близько цього рівня.
- Інфляція поступово сповільнюватиметься завдяки вичерпанню ефектів низької бази порівняння, збереженню сприятливої ситуації на валютному ринку та високому цьогорічному врожаю сільськогосподарських культур. Інфляційний тиск також стримуватиметься дією попередніх кроків Національного банку з посилення монетарної політики.
- Стрімкішому сповільненню інфляції завадять вищі, ніж раніше очікувалося, ціни на енергоносії в найближчі кілька кварталів, споживчий попит та витрати на оплату праці.

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



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

Графік 2.1.2. ІСЦ, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Споживча інфляція пришвидшилася до двозначного рівня, проте до кінця 2021 року знизиться нижче 10% та досягне цілі 5% наприкінці 2022 року

У III кварталі 2021 року споживча інфляція прискорилося (до 11.0% р/р у вересні з 9.5% р/р у червні). Водночас фактичні темпи приросту ІСЦ в Україні були дещо нижчими за прогноз, опублікований в [Інфляційному звіті за липень 2021 року](#). Це пояснюється зокрема міцнішою гривнею та збереженням незмінних тарифів на електроенергію для населення, тоді як НБУ у своєму липневому прогнозі очікував їх зростання⁴.

Стійкий споживчий попит, зростання виробничих витрат і високі світові ціни на сировинні товари залишилися основними чинниками прискорення зростання ІСЦ. Так, згідно з [результатами опитувань щодо ділових очікувань підприємств](#) вартість енергоносіїв, сировини та трудових ресурсів третій квартал поспіль залишилися найвагомішими факторами зміни цін. Вплив цих чинників поступово послаблюватиметься.

Інфляція на кінець 2021 року сповільниться до 9.6%, як і прогнозувалося раніше. За оцінками НБУ, пік зростання споживчих цін припадає на вересень-жовтень цього року. Надалі інфляційний тренд розвернеться. Зниженню інфляції сприятимуть ефекти перенесення на ціни цьогорічного зміцнення гривні та високий врожай. Зростання споживчих цін також стримуватиметься дією попередніх кроків НБУ з посилення монетарної політики – оптимізацією її операційного дизайну, повного згортання антикризових монетарних заходів і підвищення облікової ставки. Надалі збереження виваженої монетарної політики дасть змогу утримати під контролем інфляційні очікування, значно послабити фундаментальний інфляційний тиск та привести інфляцію до цілі 5% наприкінці 2022 року. Надалі інфляція перебуватиме близько цільового рівня. Цьому сприятиме також і стриманіша, ніж у попередніх періодах, фіскальна політика та уповільнення зростання заробітних плат.

Стрімкішому зниженню інфляції завадять триваліше збереження цін на енергоносії на високих рівнях. Утім,

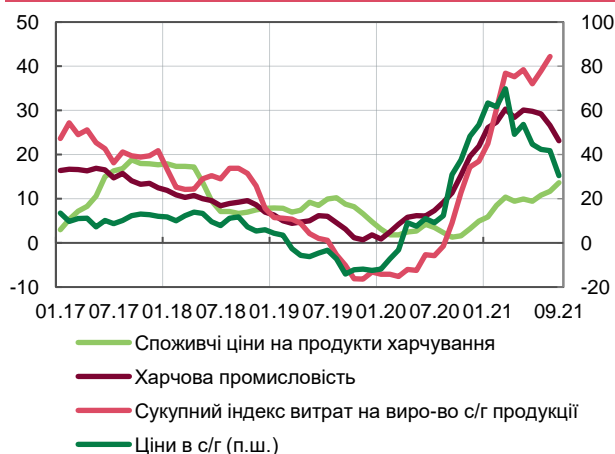
⁴ 31 липня 2021 року закінчувався строк дії фіксованих тарифів на електроенергію для побутових споживачів згідно з постановою № 483 від 5 червня 2019 року (додаток 3). Проте на засіданні уряду 28 липня 2021 року до цієї постанови було [внесено зміни](#), які продовжили дію фіксованого тарифу до 31 серпня. На одному з наступних засідань цей термін [продовжили](#) до 30 вересня, після чого частина населення платитиме за фіксованим тарифом, а частина за ще нижчим. Ці норми діятимуть до 30 квітня 2022 року.

Графік 2.1.3. Ціни на сирі продовольчі товари, %



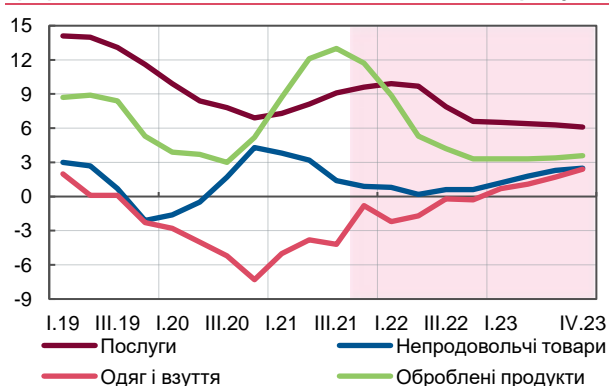
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.4. Ціни на продукти харчування для споживачів, у харчовій промисловості та с/г, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.5. Компоненти базового ІСЦ на кінець періоду, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

прямий ефект на споживчі ціни буде обмежений завдяки дії річних контрактів з фіксованою ціною на газ і незмінним тарифам на електроенергію, опалення та гарячу воду⁵ для населення. Зростання вартості газу, що позначиться також на інших енергоресурсах, у тому числі електроенергії для побутових споживачів, підвищуватиме собівартість багатьох товарів (зокрема, олії, цукру, молочних продуктів) та послуг, особливо в опалювальний період. Крім того, зростатимуть і логістичні витрати через подорожчання палива. Ці витрати бізнес частково компенсуватиме підвищенням цін.

Ураховуючи розтягнуті в часі ефекти цих проінфляційних чинників, сповільнення інфляції до цілі 5% потребуватиме від НБУ жорсткіших монетарних умов упродовж 2022–2023 років, ніж передбачалося в липневому прогнозі.

Незважаючи на високі врожаї, зростання цін на продукти харчування сповільнюватиметься помірно через тиск з боку виробничих витрат

Подорожчання сирих продуктів харчування стрімко прискорилося у III кварталі 2021 року. Основними чинниками цього залишалися стагнація у тваринництві, в тому числі через дорогі корми, відображення нижчих минулорічних урожаїв, а також тиск з боку подорожчання продуктів харчування на світовому ринку. Останнє проявляється не лише через дорожчий імпорт, а й експорт, оскільки Україна є малою відкритою економікою. У результаті швидше дорожчала тваринницька продукція (м'ясо, молоко, яйця), зберігалися на високому рівні ціни на цукор. Додатковим негативним фактором стала прохолодніша погода у вересні⁶. Утім, кращі цьогорічні врожаї стримували зростання цін на окремі категорії фруктів та овочів.

Посилення тиску з боку виробничих витрат (подорожчання сировини, вищі витрати підприємств на оплату праці та енергію) також позначилося на зростанні цін на більшість оброблених продуктів харчування. Зростання цін у цій групі товарів стримувалося подальшою корекцією цін на соняшникову олію, що, втім, ще не відобразилося в цінах на продукти її переробки.

Надалі прогнозується послаблення тиску на продовольчі ціни насамперед за рахунок корекції світових цін, вищого врожаю та їх впливу на вартість кормів. У результаті, в 2022–2023 роках інфляція сирих продовольчих товарів сповільниться до 3–4%. Це також сприятиме послабленню тиску на ціни оброблених продуктів, які є частиною базового ІСЦ. Проте у цілому продовольча інфляція сповільнюватиметься помірно через високі витрати на оплату праці та енергоресурси.

⁵ 30 вересня 2021 року Уряд, НАК "Нафтогаз" та органи місцевого самоврядування підписали меморандум про збереження тарифів на тепло та гарячу воду на минулорічному рівні. Проте ймовірно не всі виробники тепла зможуть втримати свої ціни незмінними за умови збереження високих цін на газ.

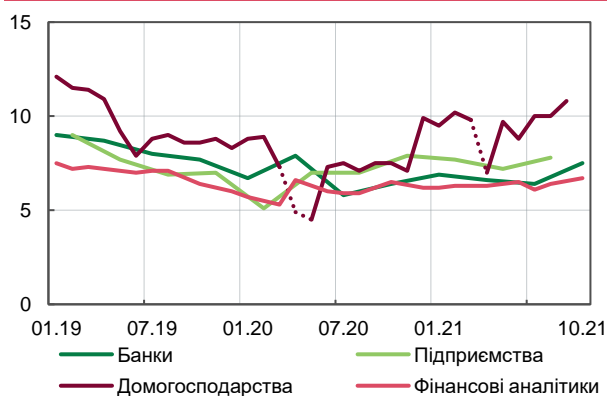
⁶ За даними сайту meteorpost.com, вересень 2021 року був найхолоднішим за останні вісім років, середня температура по Україні у вересні 2021 року становила 13.9°C, тоді як у вересні 2020 року – 18°C. Крім того, у деяких регіонах спостерігалися заморозки. Холодна погода зумовила зокрема поглиблення спаду у виробництві яєць, а ранні приморозки позначилися на пропозиції овочів та їхній якості.

Графік 2.1.6. Базовий ІСЦ, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.7. Інфляційні очікування та цілі з інфляції на наступні 12 місяців, %



* Пунктирні лінії – зміна методу опитування на телефонні опитування у зв'язку із карантинном.
Джерело: НБУ, GfK Ukraine, Info Sapiens.

Графік 2.1.8. Адміністративно регульовані ціни, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Фундаментальний інфляційний тиск стабілізувався під впливом зміцнення обмінного курсу, і надалі буде спадати. Вже з середини 2022 року базова інфляція становитиме 3–4%

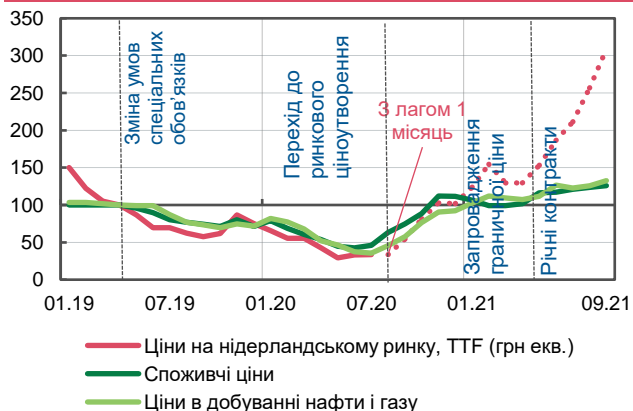
Темпи росту базового ІСЦ у вересні майже не змінилися відносно червня (відповідно 7.4% р/р та 7.3% р/р), що свідчить про стабілізацію фундаментального інфляційного тиску. Крім зниження цін на соняшникову олію у світі, зростання базового ІСЦ стримувалося зміцненням обмінного курсу гривні. Це компенсувало вплив стійкого споживчого попиту і зростання виробничих витрат, яке проявилось передусім у цінах на послуги. Так, прискорилося зростання вартості фінансових, транспортних, рекреаційних і побутових послуг. Підвищення оплати праці суттєво вплинуло на подорожчання освіти і медицини. Додатковим чинником подорожчання медичних послуг було погіршення епідемічної ситуації наприкінці кварталу.

Зміцнення гривні стримувало подорожчання більшості непродовольчих товарів. Дешевшала фармацевтична продукція, а падіння цін на одяг та взуття навіть дещо поглибилося порівняно з попереднім кварталом. Також у річному вимірі знизилася ціна на автомобілі. Повільніше дорожчали оброблені продукти харчування з високою імпоротною складовою (чай, кава, спеції та морепродукти). Тривало падіння цін на туристичні послуги завдяки зміцненню гривні та достатній пропозиції. Водночас стійкий споживчий попит і скорочення пропозиції (зокрема, дефіцит чіпів) пришвидшували подорожчання електроніки.

Інфляційні очікування більшості груп респондентів на наступні 12 місяців погіршилися на тлі підвищення цін на продукти харчування та енергоносії. Водночас, ужиті заходи НБУ з посилення монетарної політики та сприятлива ситуація на валютному ринку, а також зниження фактичної інфляції сприятимуть їх повільному поліпшенню.

Фундаментальний тиск поступово послаблюватиметься - вже до кінця 2021 року базова інфляція знизиться до 7.1%, а у 2022-2023 роках – до 3–4%. Цьому сприятимуть послаблення тиску на ціни оброблених продуктів харчування, поступове уповільнення зростання витрат на оплату праці та енергоресурси, а також ефекти від посилення монетарної політики та зміцнення гривні упродовж 2021 року. Завдяки останньому, темпи зростання цін на імпортні товари найближчим часом залишатимуться низькими, незважаючи на прискорення світової інфляції. Поступово знижуватимуться темпи зростання заробітних плат в економіці (детальніше – у розділі "Ринок праці та доходи домогосподарств" на стор. 22), що послабить тиск на ціни як з боку пропозиції (через виробничі витрати), так і з боку споживчого попиту. Втім, це відбуватиметься повільно через активну трудову міграцію. За інших рівних умов це потребуватиме проведення більш жорсткої монетарної політики. Також це визначатиме вищі порівняно з іншими компонентами базового ІСЦ темпи зростання вартості послуг, де вага витрат на оплату праці є найбільшою.

Графік 2.1.9. Ціни на природний газ, 04.2019 = 100



Джерело: ДССУ, Refinitiv Datastream, розрахунки НБУ.

Адміністративна інфляція залишатиметься високою, незважаючи на обмежений вплив від подорожчання енергоносіїв у світі наприкінці 2021 року. Зростання цін на паливо поступово сповільниться

Зростання адміністративно регульованих цін дещо сповільнилося з 18.0% р/р у червні до 17.1% р/р у вересні. Це пов'язано передусім зі сповільненням подорожчання газу для побутових споживачів. Запровадження для них у травні 2021 року річних контрактів із фіксацією тарифів нівелювало ефект стрімкого подорожчання газу в Європі. Також вплинуло на динаміку адміністративно регульованих цін збереження незмінними тарифів на електроенергію для населення у серпні 2021 року. Дешевшала тютюнова продукція, ймовірно через зростання тіньової пропозиції.

Водночас прискорювалось зростання окремих компонент адміністративно регульованих цін. Так, дорожчала алкогольна продукція. Також зросли ціни на транспортні послуги через підвищення тарифів на проїзд у громадському транспорті в кількох містах.

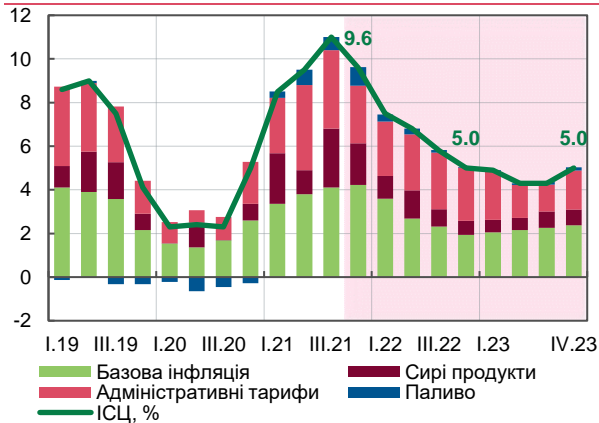
Адміністративна інфляція залишатиметься найвищою серед складових ІСЦ, незважаючи на фіксацію тарифів на газ та електроенергію для населення до травня 2022 року. Так, у наступних роках очікується зростання цін на тютюнові вироби через підвищення акцизів. Тарифи на електроенергію зростатимуть високими темпами (20–25% на рік) через необхідність приведення до економічно обґрунтованого рівня та усунення дисбалансів у енергосекторі.

Утім, зростання адміністративної інфляції поступово сповільнюватиметься завдяки енергетичній складовій. Зокрема очікується, що ринкові ціни на газ після сплеску наприкінці поточного року скоригуються влітку 2022 року. Тому в наступному опалювальному сезоні тарифи на газ для населення підвищаться неістотно, навіть з урахуванням їх приведення до імпортного паритету, а в 2023 році – не зміняться. Це також сприятиме сповільненню зростання тарифів на централізоване опалення та гарячу воду. За рахунок високої бази порівняння цей фактор зумовить уповільнення інфляції нижче цілі всередині 2023 року.

Подорожчання палива у III кварталі 2021 року сповільнилося (до 31.2% р/р у вересні) через тимчасову корекцію донизу світових цін на нафту наприкінці літа та вплив державного регулювання цін на бензин А-92 і А-95 та дизельне паливо.

У 2021 році паливо подорожчає більш як на 26%. Крім прямого впливу на загальний ІСЦ, це є суттєвим фактором тиску на інші ціни через збільшення транспортних витрат. У 2022 році очікується корекція світових цін на нафту, а разом з нею – і сповільнення темпів зростання паливної складової інфляції нижче 5% в умовах помірної волатильності обмінного курсу. Тож у середньостроковій перспективі ціни на паливо матимуть певний дезінфляційний ефект.

Графік 2.1.10. Внески в річну зміну ІСЦ на кінець періоду за компонентами, в. п.



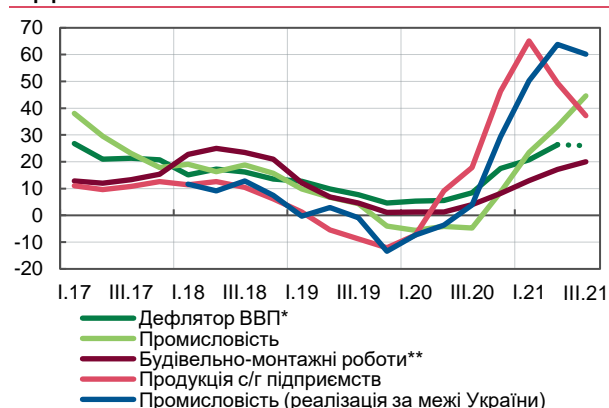
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.11. Ціни на паливо, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.12. Інші виміри інфляції, у середньому за квартал, % р/р



* Дані за III квартал 2021 року – за оцінками НБУ.

** Для III кварталу 2021 року дані за два місяці.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Дефлятор ВВП суттєво зріс насамперед через високі світові ціни на сировину. У подальшому він також знижуватиметься у відповідь на їх корекцію у 2022 році

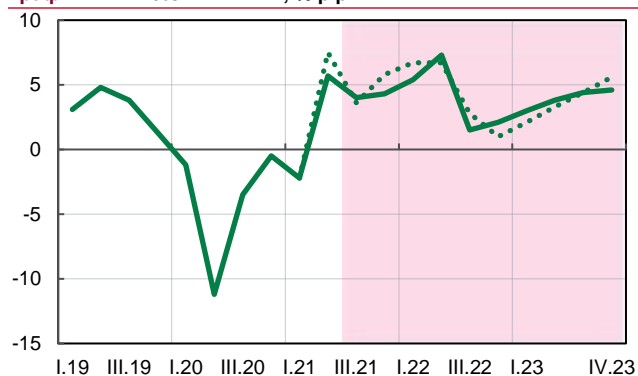
У III кварталі стрімко зросли внутрішні ціни виробників, насамперед через підвищення світових цін на сировинні товари, які переважають у виробництві промислової продукції. Зростає тиск на ціни й у секторах, загалом орієнтованих на внутрішній ринок (будівництві, транспорті, зв'язку) через зростання виробничих витрат, передусім на оплату праці та енергоносії.

Високі ціни на останні підживлюватимуть виробничу інфляцію до середини 2022 року. Однак, дефлятор ВВП та ціни у промисловості почнуть зростати повільніше вже у IV кварталі поточного року унаслідок корекції цін на сировинні товари. Проте глобальний дефіцит матеріалів, комплектуючих та окремих видів продукції, а також помірні темпи зниження заробітних плат в Україні завадять швидкому сповільненню виробничої інфляції. Дефлятор ВВП та темпи зростання цін виробників наблизяться до помірних рівнів (співставних зі споживчою інфляцією) лише у 2023 році.

2.2. Попит і випуск

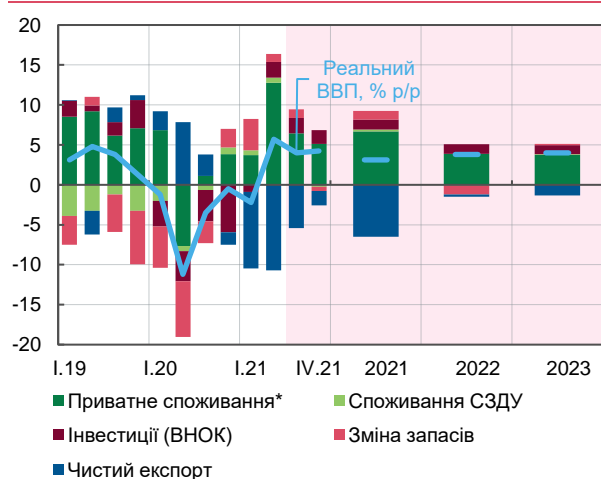
- У першій половині року відновлення економіки було дещо слабшим, ніж очікувалося, під впливом низки чинників, зокрема через пізніший початок збору врожаю.
- У другому півріччі 2021 року зростання економіки прискорюється завдяки сталому споживчому попиту, поживленню інвестицій і рекордному врожаю. Проте погіршення епідемічної ситуації та високі ціни на енергоносії стримуватимуть зростання реального ВВП. За підсумками року воно становитиме 3.1%.
- Несприятлива ситуація на ринку енергоносіїв разом із наслідками дефіциту окремих видів продукції у світі обмежуватимуть випуск української промисловості та стримуватимуть темпи відновлення економіки і в наступному році. З огляду на це зростання ВВП у 2022 році становитиме 3.8%, а в 2023 році підвищиться до 4%. У результаті від'ємний розрив ВВП у 2023 році закрийється.

Графік 2.2.1. Реальний ВВП, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.2. Внески категорій кінцевого використання в річну зміну реального ВВП, в. п.



* Включаючи некомерційні організації, що обслуговують домогосподарства.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

У першому півріччі 2021 року економіка відновлювалася дещо нижчими, ніж очікувалося, темпами

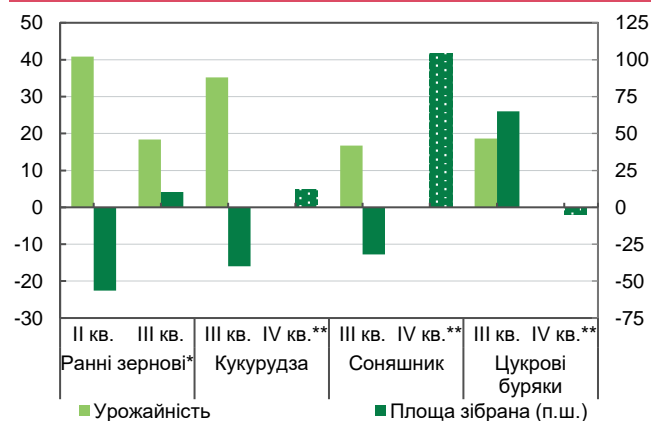
Зростання реального ВВП у II кварталі становило 5.7% р/р. Попри низьку базу порівняння минулого року, спричинену пандемічною кризою, відновлення економіки цього року є досить млявим. Порівняно слабкі результати першого півріччя (1.8% р/р) пояснюються низкою чинників. Так, у II кварталі значний від'ємний внесок мало сільське господарство через пізніший старт жнив цього року. Попри сприятливу зовнішню кон'юнктуру, відновлення в промисловості стримувалося обмеженими виробничими потужностями в окремих секторах промисловості на тлі недостатнього інвестування у минулі періоди. Низький торішній урожай основних сільськогосподарських культур негативно позначився на показниках харчової промисловості, оптової торгівлі, вантажного транспорту. Карантинні обмеження на початку року та у квітні обмежили економічне відновлення, позначившись передусім на секторах контактних послуг. Також позначилися стрімка бюджетна консолідація (скоротилося будівництво інженерних споруд), прохолодніша погода (вплинула на показники енергетичного сектору та внутрішній туризм) та перебої з поставками нафтопродуктів (позначилися на оптовій торгівлі і транспорті). Додатково стримувало зростання економіки посилення цінового тиску з боку виробничих витрат. Слабші показники II кварталу мали -0.4 в.п. внеску в перегляд зростання річного реального ВВП у 2021 році.

Натомість зростання ВВП підтримувалося внутрішнім попитом. Так, очікувано високими темпами зросло приватне споживання та відновилося зростання інвестицій. Утім, поживлення внутрішнього попиту значною мірою задовольнялося імпортом. Водночас експорт скорочувався через високі ціни на експортні товари⁷, нижчий торішній врожай та подальше падіння обсягів транзиту газу. У результаті від'ємний внесок чистого експорту в зміну реального ВВП збільшився (до 10.7 в. п.).

У розрізі видів діяльності в II кварталі динаміка була

⁷ Високі ціни на світових товарних ринках справили непропорційно більший вплив на експорт, ніж на імпорт через відмінності у структурі – в експорті переважають сировинні товари, в імпорті – товари з більшою доданою вартістю, ціни на які є менш волатильними. Хоча високі ціни в короткостроковій перспективі стимулюють виробників нарощувати поставки, проте обсяги експорту обмежувалися нижчим торішнім урожаєм та виробничими потужностями, а високі ціни послаблювали зовнішній попит на окремі товари (зокрема на соняшникову олію).

Графік 2.2.3. Зібрані площі та врожайність окремих культур, % р/р

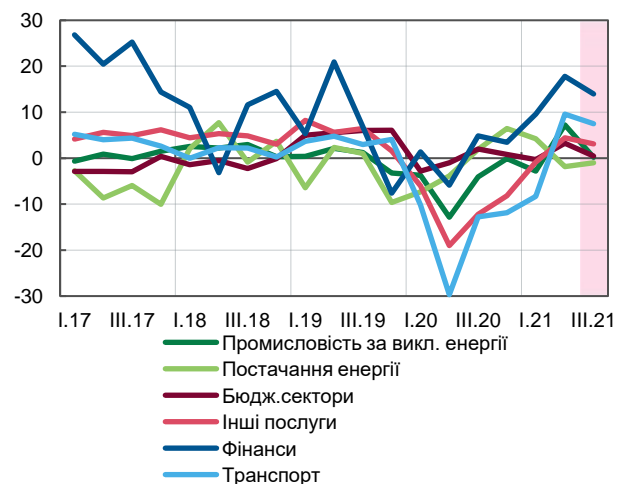


* Включає пшеницю та ячмінь.

** Оцінки на IV квартал на основі обсягів посіяних площ у 2021 році.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.4. ВДВ окремих видів діяльності, % р/р

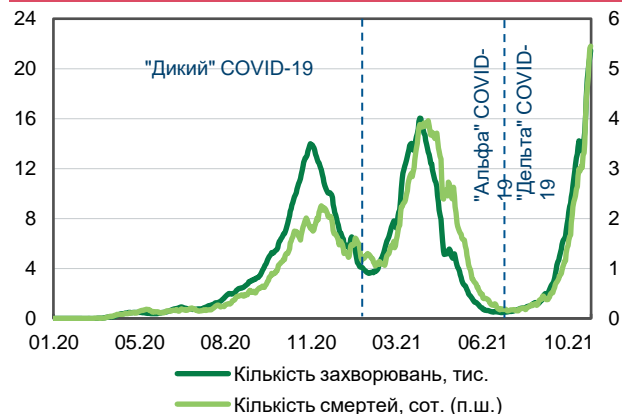


* Інші сектори послуг включають тимчасове розміщення й організацію харчування; інформацію та телекомунікації; операції з нерухомим майном; професійну, наукову та технічну діяльність; діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування; мистецтво, спорт, розваги та відпочинок; надання інших видів послуг.

** Бюджетні сектори включають держуправління та оборону, освіту, охорону здоров'я.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.5. Щоденна захворюваність та смертність від COVID-19, тижнева плинна



Джерело: РНБО.

різноспрямованою. Збільшення фінансування капітальних видатків бюджету, зокрема на дорожнє господарство, сприяло поживленню будівництва, а фінансування освіти і медицини, у тому числі на тлі подальшої боротьби з пандемією – підтримало ці види діяльності. Сталий споживчий попит і низька база порівняння зумовили високі темпи зростання ВДВ торгівлі, транспорту та секторів послуг. Утім, у низці секторів відновлення дещо стримали запровадження карантинних обмежень у квітні, а також холодніша дощова погода у травні-червні цього року. Це, зокрема, позначилося на готельно-ресторанному бізнесі та послугах туризму, оренди і прокату. Крім того, поширення дистанційного формату роботи й оптимізація витрат бізнесу на орендні приміщення стримували відновлення у сфері операцій з нерухомим майном. Тож, попри доволі високі темпи зростання в річному вимірі, більшість секторів послуг ще не відновилися до рівня 2019 року.

Зростання ВВП у другому півріччі прискориться, проте прогноз на 2021 та 2022 роки знижено через ефекти від подорожчання газу

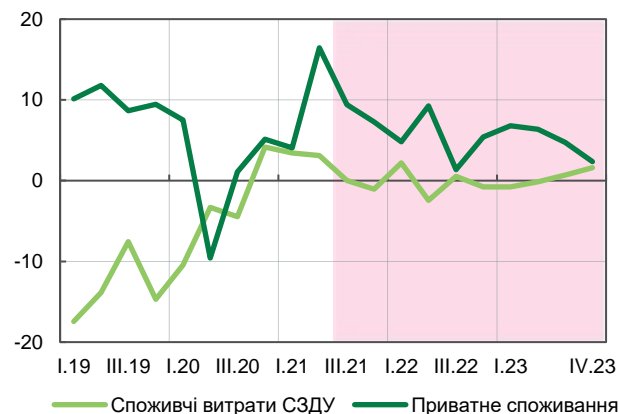
У другому півріччі реальний ВВП зростатиме значними темпами, проте повільніше, ніж у II кварталі внаслідок вичерпання ефекту низької бази порівняння. Сповільнення очікується в більшості видів діяльності за винятком сільського господарства. ВДВ у цьому секторі, навпаки, повернеться до стрімкого зростання. Цьому сприятиме надолуження темпів збирання врожаю в умовах значно вищої врожайності ранніх зернових (пшениці, ячменю) та більших площ посівів. Завдяки кращим показникам с/г, оцінку ВВП у III кварталі було переглянуто в бік підвищення – до 4.0% р/р. Ефекти від зсуву строків збирання врожаю кукурудзи та соняшнику позначатимуться і на результатах цього виду діяльності та ВВП у IV кварталі.

У III кварталі тривало відновлення в низці промислових видів діяльності (машинобудуванні, нафтопереробці та будівництві). Високими темпами тривало зростання обсягів роздрібної торгівлі, а також фінансова сфера через зростання комісійних доходів банків. Унаслідок нарощування житлового будівництва та поживлення на ринку оренди тривало зростання у сфері операцій із нерухомим майном. Певний вплив мала і лібералізація ринку землі⁸. Активно відновлювалися і сектори послуг унаслідок пом'якшення обмежень на роботу "контактних" видів діяльності, зокрема пасажирського транспорту, спорту, культури та відпочинку. Завдяки поступовому відкриттю кордонів для українців та поширенню вакцинації збільшилися обсяги авіаперевезень і туризм.

Утім, через невтішний розвиток епідемічної ситуації в базовому сценарії враховано впровадження карантину "червоних зон" тривалістю близько місяця протягом IV кварталу 2021 року. Це зробить додатковий негативний внесок у зростання річного реального ВВП у

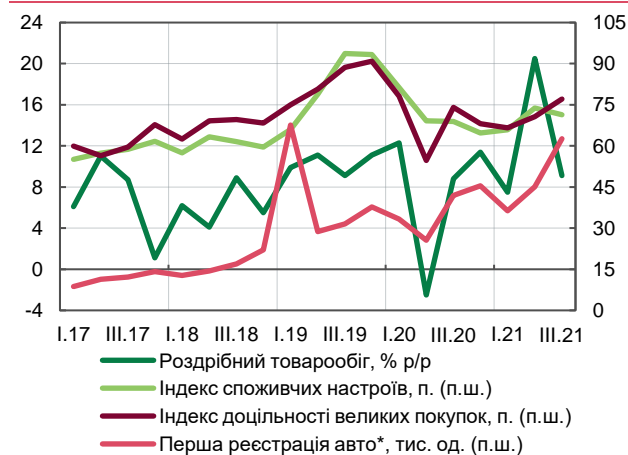
⁸ За даними МІНАПК у III кварталі 2021 року після зняття мораторію на продаж земель с/г призначення було зареєстровано 23.7 тис. угод щодо відчуження земельних ділянок на суму 1.1 млрд грн.

Графік 2.2.6. Кінцеві споживчі витрати, % р/р



Джерело: ДССУ.

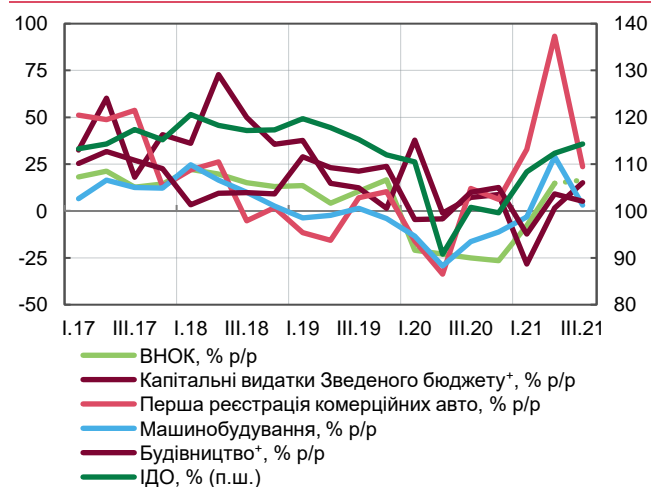
Графік 2.2.7. Окремі індикатори споживчого попиту



* Нові та вживані, без урахування розмитнення авто на іноземній реєстрації, ввезених із порушенням митного режиму.

Джерело: ДССУ, Info Sapiens, Укравтопром.

Графік 2.2.8. Окремі індикатори інвестиційного попиту



* Липень-серпень 2021 року.

Джерело: ДССУ, ДКСУ, НБУ, Укравтопром.

розмірі 0.2 в.п. У цілому вплив карантинних обмежень на річний ВВП 2021 року оцінено в -0.8 в.п.

Рекордні ціни на природний газ зумовлюватимуть скорочення обсягів випуску продукції, або зниження фінансових результатів внаслідок підвищення собівартості виробництва, і відповідно нижчі витрати на інвестиції та заробітні плати. Такі високі ціни негативно позначаються насамперед на хімічній промисловості, а також на таких газоемних галузях як виробництво скла, плитки, вогнетривких виробів. Крім того, це спричинить необхідність додаткового імпорту добрив. Також економічне зростання стримуватимуть вторинні ефекти від підвищення ціни палива та інших енергоресурсів. Критично низькі запаси вугілля призведуть до стрімкого нарощування його імпорту. Загальний від'ємний вплив "енергетичної кризи" на ВВП у 2021 році оцінено в 0.1 в.п., утім основний ефект розміром 0.4 в.п. проявлятиметься вже у наступному році.

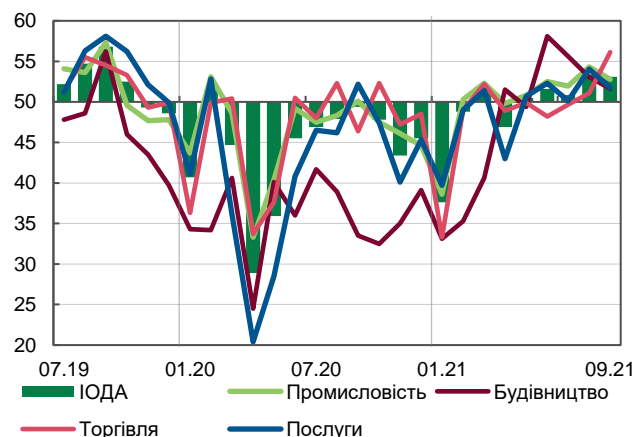
З урахуванням карантинних обмежень, підвищення цін на енергоресурси та повільнішого, ніж раніше очікувалося, відновлення у першому півріччі, НБУ погіршив прогноз зростання економіки України у 2021 році з 3.8% до 3.1%. Несприятлива ситуація на ринку енергоносіїв разом із наслідками логістичних проблем у світі обмежуватимуть випуск української промисловості та стримуватимуть темпи відновлення економіки і в наступному році. З огляду на це НБУ переглянув прогноз зростання ВВП у 2022 році з 4% до 3.8%. У 2023 році економіка зросте на 4%.

Зростання економіки на прогнозованому горизонті забезпечуватиметься передусім подальшим відновленням світової економіки та розширенням внутрішнього попиту, у тому числі інвестиційного. Також зберігатимуться все ще доволі сприятливі умови торгівлі для українських експортерів. Позитивний вплив матиме й поступове поширення вакцинації, що дасть змогу уникнути локдаунів чи інших обмежень для економічної діяльності. Це зокрема допоможе повноцінно відновитися сектору послуг та сприятиме поступовому поверненню рівня участі населення в робочій силі до допандемічних рівнів.

Приватне споживання залишатиметься основним драйвером зростання економіки

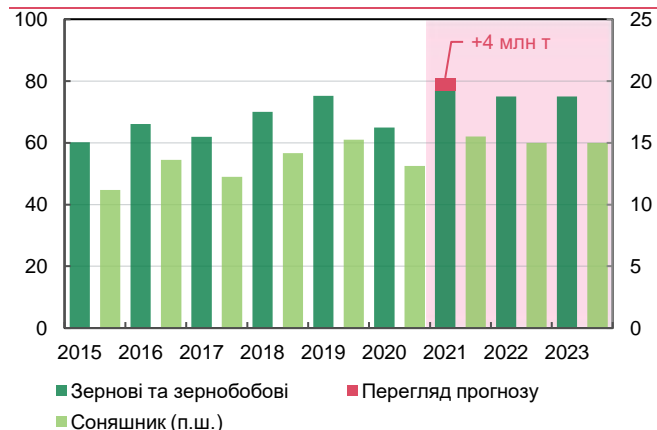
У другому півріччі зростання кінцевих споживчих витрат домогосподарств триватиме високими темпами завдяки подальшому збільшенню їхніх доходів (детальніше – у розділі "Ринок праці та доходи домогосподарств" на стор. 22) і сприятливій ситуації на валютному ринку. Зокрема, про сталий споживчий попит свідчать високочастотні індикатори. Так, попри сповільнення через вичерпання ефектів низької бази порівняння, темпи зростання роздрібною торгівлі та імпорту споживчих товарів залишаються високими. Обсяги продажу автомобілів збільшилися, тривало поліпшення споживчих настроїв, зростала кількість авіаперельотів та спостерігалось

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



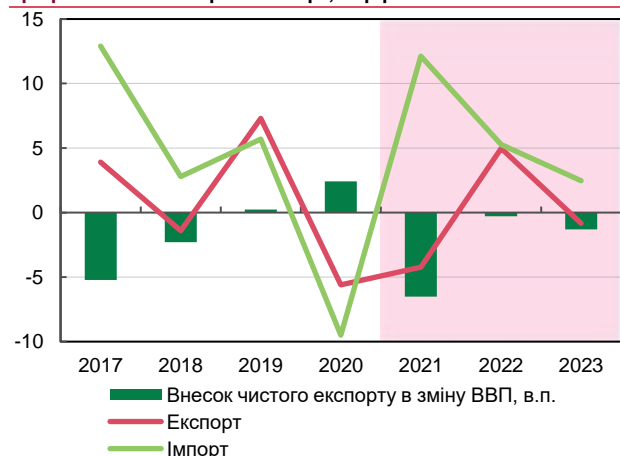
Рівень індексу вище 50 п. означає позитивні зміни, нижче – негативні.
Джерело: НБУ.

Графік 2.2.10. Урожай соняшнику, зернових та зернобобових, млн. т



Джерело: ДССУ, оцінки НБУ.

Графік 2.2.11. Експорт та імпорт, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

пожвавлення у сфері туризму. У IV кварталі зростання приватного споживання дещо сповільниться внаслідок погіршення епідемічної ситуації, однак темпи зростання залишатимуться високими.

Стримана фіскальна політика у III кварталі (детальніше – у розділі "Фіскальний сектор" на стор. 25), як і попереднього кварталу, позначилася на колективних послугах держави (державному управлінні та обороні), а також обсягах будівництва транспортних споруд. Утім, індивідуальні споживчі витрати СЗДУ (зокрема на освіту, спорт і культуру) надалі зростали. З урахуванням значного їх приросту в першому півріччі та очікуваного збільшення витрат на охорону здоров'я у зв'язку зі спалахом пандемії, за підсумками року внесок загальних споживчих витрат СЗДУ в зростання економіки буде додатним.

У 2022–2023 роках разом зі зниженням темпів зростання заробітних плат (детальніше – у розділі "Ринок праці та доходи домогосподарств" на стор. 22), дещо сповільниться і зростання приватного споживання (приблизно до 5% на рік). Водночас його підтримає подальше поліпшення споживчих настроїв, зростання кредитування домогосподарств та відмова від карантинних обмежень.

Відновлення інвестиційної активності надасть поштовх подальшому зростанню економіки

Унаслідок пожвавлення інвестиційної діяльності підприємств у II кварталі відновилося зростання валового нагромадження основного капіталу (на 14.8% в річному вимірі)⁹. Зростання інвестицій у III кварталі підтверджується зростанням виробництва у низці підгалузей машинобудування, нарощуванням капітальних видатків бюджету, а також високими темпами зростання інвестиційного імпорту (с/г техніки, комерційних автомобілів, промислового обладнання).

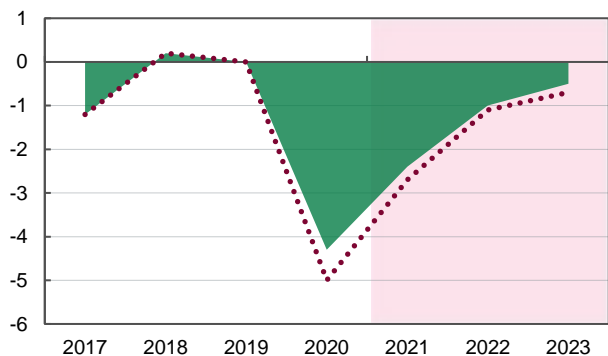
Інвестиційна активність буде високою і в наступні періоди. Цьому сприятимуть поліпшення ділових очікувань, високі фінансові результати підприємств¹⁰, зростання кредитування та збільшення обсягів фінансування капітальних видатків бюджету. Вагому роль відіграватиме і зменшення невизначеності бізнесу щодо впливу пандемії завдяки поширенню вакцинації в Україні та світі. Певний внесок матиме лібералізація ринку землі.

Посилення екологічних вимог низкою країн, зокрема для експорту до країн ЄС, а також посилення конкуренції на світових ринках стануть вагомим стимулом для нарощування інвестиційної активності. Так, очікується реалізація нових проєктів з оновлення основних фондів у металургії та добувній промисловості. Висока вартість енергоносіїв стимулюватиме інвестиції в енергетику.

⁹ У II кварталі прискорилося зростання капітальних інвестицій у с/г і транспорті, більш ніж удвічі зросли інвестиції в охороні здоров'я. Також відновили інвестування будівельні підприємства, сфери торгівлі, тимчасового розміщування й організації харчування та промисловості (зокрема добувної, хімічної, виробництва коксу та нафтопродуктів, металургії, постачання енергії).

¹⁰ У II кварталі 2021 року суттєво збільшився фінансовий результат прибуткових підприємств, зокрема експортерів, та скоротився від'ємний результат збиткових. З урахуванням високих світових цін на товари, які експортує Україна, очікується, що і в наступні квартали підприємства отримуватимуть значні прибутки.

Графік 2.2.12. Розрив ВВП, % потенційного ВВП



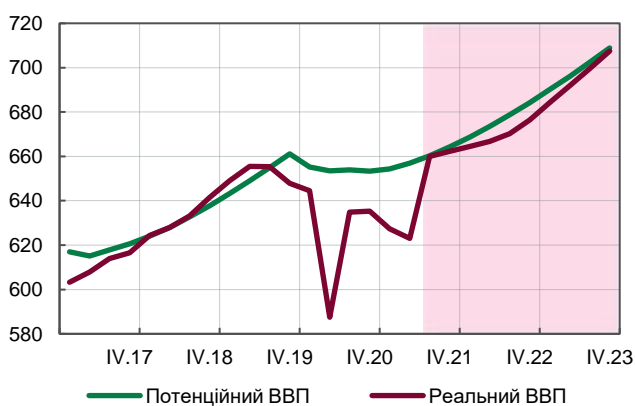
Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ.

Графік 2.2.13. Реальний та потенційний ВВП, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.14. Реальний та потенційний ВВП, с/с, у постійних цінах 2016 року



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Необхідність оновлення рухомого складу Укрзалізницею та іншими учасниками пасажирських і вантажних перевезень зумовить нарощування інвестицій у транспортній сфері.

Натомість наступного року зростання інвестицій стримуватиме скорочення пропозиції комплектуючих і товарів через дефіцит напівпровідників у світі. Загалом зростання інвестицій в основний капітал прогнозується на рівні близько 10% у поточному році з незначним уповільненням до 8–9% у середньостроковій перспективі. Однак частка інвестицій у ВВП все ще залишатиметься невисокою (до 15%).

Внутрішній попит значною мірою задовольнятиметься імпортом, на динаміку експорту впливатимуть коливання врожайності

Рекордний урожай у 2021 році на тлі сприятливих умов торгівлі підтримуватиме показники експорту, вантажообігу та харчової промисловості у другому півріччі 2021-го та у 2022 році. Надалі очікується повернення врожайності зернових та олійних культур до середніх значень попередніх років, у тому числі через подорожчання добрив. Тож у 2023 році прогнозується скорочення обсягів експорту.

Відновлення внутрішнього попиту і ревальвація РЕОКУ гривні, як і на початку року, зумовить суттєві темпи нарощування обсягів імпорту. У 2021 році вони перевищать 12% у реальному вимірі, хоча в подальшому уповільнюватимуться (до 3–6% на рік) разом із доходами домогосподарств. Зростання економічної активності посилить попит на високотехнологічну продукцію та інший неенергетичний імпорт.

Зростання потенційного ВВП прискориться завдяки відновленню інвестицій та поверненню населення в робочу силу

Основними чинниками зростання потенційного ВВП залишатимуться підвищення продуктивності праці та активне оновлення основних фондів. Першому зокрема сприятиме оновлення бізнес-процесів з урахуванням переваг дистанційної роботи, другому – відновлення інвестиційної діяльності з урахуванням посилення екологічних вимог та необхідності підвищення конкурентоспроможності. Несприятливі демографічні тенденції та трудова міграція будуть стримуючим фактором для потенціального росту економіки.

Після розширення у 2020 році розрив ВВП надалі зменшуватиметься (детальніше – у вставці 1 "Оцінка факторів, що впливають на розрив ВВП" на стор.20), а його дезінфляційний ефект поступово слабшатиме.

Вставка 1. Оцінка факторів, що впливають на розрив ВВП

Розрив між ВВП та його потенційним рівнем відображає стадію економічного циклу країни. Від'ємний розрив сигналізує про недозавантажені потужності і трудові ресурси, млявий сукупний попит, що стримують інфляцію, а додатний створює проінфляційний тиск. Тому оцінка стадії циклу та фактори, що на нього впливають, є вагомими під час ухвалення рішень із монетарної політики. Розрив ВВП є неспостережною величиною. Він, а також фактори, що на нього впливають, оцінюються на основі Квартальної Прогнозної Моделі (КПМ) НБУ. Так, у піковий період коронакризи спад економіки пояснювався суттєвим ослабленням світового попиту, а у відновленні значну роль відіграли внутрішній попит і поживлення ринку праці. Але несприятливі шоки пропозиції стримують економічне відновлення та вимагають від монетарної політики балансувати між приведенням інфляції до цілі та підтримкою економічної активності.

Розрив ВВП є різницею між фактичним та потенційним ВВП (можливим рівнем випуску за максимально ефективного та повного використання наявних виробничих потужностей і трудових ресурсів). Розрив може бути як додатним (перегрів економіки, що супроводжується понаднормовим завантаженням потужностей), так і від'ємним (охолодження економіки).

Монетарна політика впливає на розрив ВВП задля стабілізації економічного циклу. Однак вона не впливає на потенційний ВВП, що визначається структурними характеристиками економіки та розвитком її інституцій.

Потенційний ВВП (й, відповідно, розрив) є неспостережною величиною, а тому його оцінюють за допомогою економетричних моделей. До традиційних методів належать одновимірні фільтри, наприклад Годрика-Прескотта (Hodrick–Prescott, далі – НР-фільтр) зі спрощеним авторегресійним прогнозом для уникнення проблеми зміщення останньої точки. Він використовується і для реального ВВП, і для його апроксимації на основі опитувань підприємств про завантаженість їх потужностей, що проводить ДССУ. Проте у КПМ, що використовується для прогнозів НБУ, розрив оцінюється за допомогою фільтра Калмана. Він має суттєві переваги порівняно із суто статистичним НР-фільтром. Найголовніша – багатовимірний фільтраційний підхід Калмана поєднує напівструктурну модель із фактичними даними, тобто враховує взаємозв'язки між спостережуваними економічними змінними, такими як обмінний курс, інфляція, відсоткова ставка, та неспостережуваними.

Фільтр Калмана (див. графік 1) свідчить, що у 2018–2019 роках Україна мала близький до нуля розрив ВВП. Він став від'ємним наприкінці 2019 року та значно розширився у II кварталі 2020 року під час піку коронакризи. Така траєкторія загалом відповідає дезінфляційним процесам тих років. У першій половині 2021 року розрив ВВП продовжує залишатися від'ємним, незважаючи на значне пришвидшення інфляції. Інші методи є більш оптимістичними за рахунок своєї статистичної природи і схильності мати збалансований розрив, а також закривати його наприкінці досліджуваного періоду, що не завжди відповідає реальній ситуації.

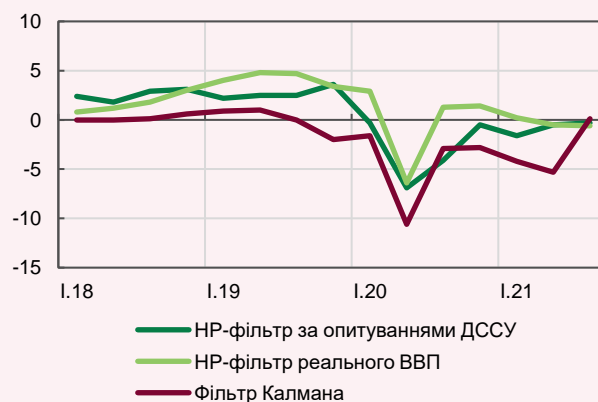
Моделювання розриву ВВП за допомогою КПМ враховує внутрішні та зовнішні фактори. До внутрішніх належать попит і вплив монетарної політики. Остання використовує

облікову ставку для зміни попиту на кредити, та обмінний курс, який впливає на конкурентоспроможність українських товарів як всередині країни, так і за кордоном. На внутрішній попит впливають також реальна заробітна плата і фіскальна політика.

Україна є малою відкритою економікою, тож розрив ВВП залежить від низки зовнішніх чинників – економічного розвитку країн – ОТП України, умов торгівлі на світових ринках сировини. Крім того, зовнішній попит залежить від інвестиційної привабливості України, яка моделюється за допомогою суверенної премії за ризик.

Кожен фактор може мати тривалий вплив на розрив ВВП, оскільки економічна активність має певну інерцію – реагує на економічні шоки та лише з часом повертається до свого рівноважного стану.

Графік 1. Оцінки розриву ВВП різними методами, %

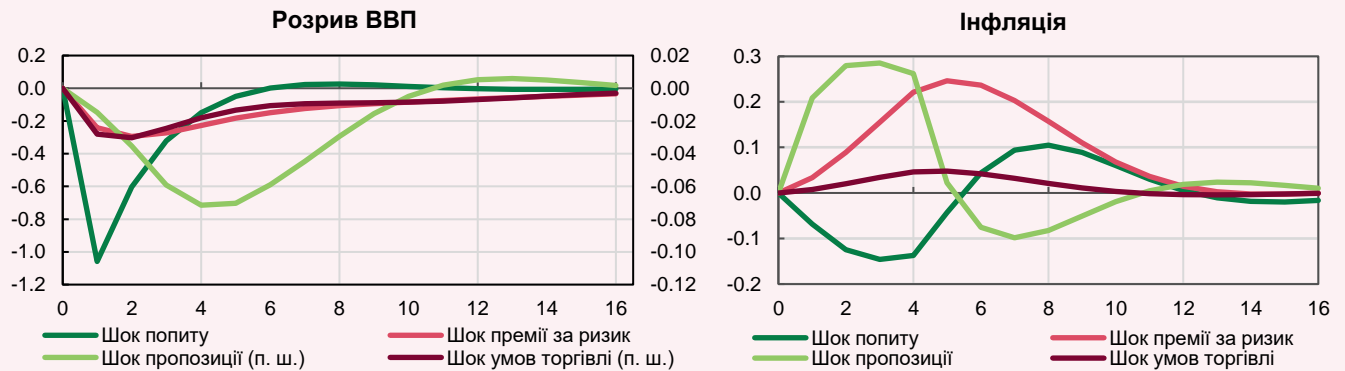


Джерело: розрахунки НБУ.

Функції відгуку – реакції макроекономічних індикаторів на шоки – зображують відхилення макроекономічних змінних від їх рівноваги. Прикладами шоків, що знижують ВВП, є від'ємний шок попиту або додатний шок пропозиції, шок премії за ризик або умов торгівлі (наприклад, зниження цін на чорні метали) (див. графік 2).

Від'ємний шок попиту, крім збільшення від'ємного розриву ВВП, також сповільнює інфляцію. У відповідь центральний банк знижує ключову процентну ставку. Це, крім процентного каналу, послаблює обмінний курс через валютний канал трансмісійного механізму. У відповідь на сукупну дію двох каналів, процентного та валютного, економічна активність відновлюється, а інфляція повертається до свого цільового рівня.

Графік 2. Функції відгуку розриву ВВП та інфляції на обрані шоки, поквартально, розмір шоку = 1%

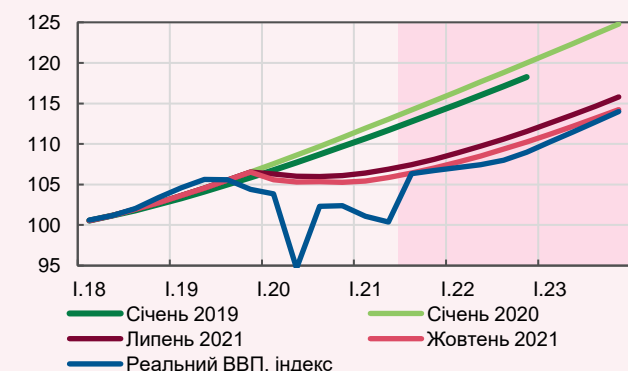


Джерело: розрахунки НБУ.

Неочікуване зростання інфляції як результат шоку пропозиції демонструє проблему вибору між інфляцією та економічним зростанням. Центральний банк реагує підвищенням ключової процентної ставки, щоб повернути інфляцію до цільового рівня, оскільки цінова стабільність є пріоритетною. Проте, використовуючи гнучкість режиму інфляційного таргетування, зазвичай у таких випадках допускають триваліше відхилення інфляції від цілі для підтримки економічного зростання. У відповідь на вищу процентну ставку та інфляцію обмінний курс зміцнюється. Жорсткіші монетарні умови відкривають від’ємний розрив ВВП. Водночас слабший сукупний попит і міцніший обмінний курс сприяють сповільненню інфляції та її поверненню до цільового рівня.

Оцінки потенційного ВВП можуть змінюватися через перегляд бачення структури економіки та зокрема під час криз (див. графік 3). На початку 2020 року прогнозна траєкторія зростання підвищилася порівняно з оцінкою попереднього року завдяки зростанню реальної зарплати (відповідно продуктивності) та значному припливу іноземного боргового капіталу (поліпшення інвестиційного клімату). Але пандемія COVID-19 супроводжувалася карантинними обмеженнями, які впливають не лише на поточну ситуацію, а й мають триваліші наслідки. Оцінки потенційного ВВП у 2020 році та на всьому прогнозованому горизонті були знижені. Це зниження траєкторії викликане впливом карантинних обмежень на вибуття частини населення з робочої сили, перериванням традиційних ланцюгів постачання, дефіцитом необхідних складників для виробництва.

Графік 3. Зміна потенційного ВВП у прогнозах НБУ, IV.17 = 100



Джерело: розрахунки НБУ.

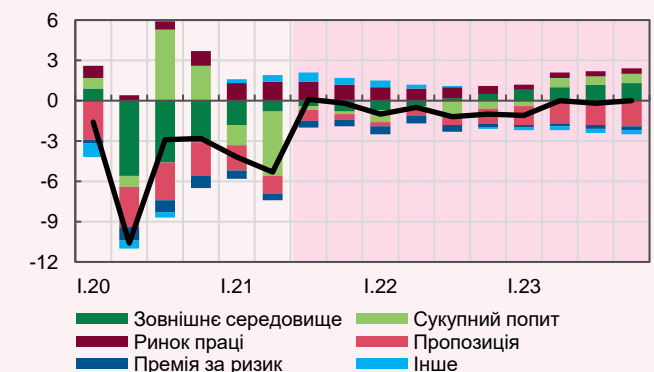
Одним із найсуттєвіших драйверів, що визначає динаміку розриву ВВП та загалом економічної активності, є світовий попит. Поширення пандемії та безпрецедентні карантинні обмеження у світі значно його послабили, внесок залишатиметься від’ємним аж до середини 2022 року, доки країни – ОТП України не відновляться.

Внутрішній попит також скоротився у II кварталі 2020 року, але вже у другій половині року став локомотивом відновлення за рахунок відкладеного попиту. Зміщення сезонності у зборі врожаю негативно вплинуло на розрив ВВП у II кварталі 2021 року й перенеслося у IV квартал.

У 2020 році несприятливі шоки попиту, зовнішнього та внутрішнього, знижували ВВП та інфляцію, що зумовлювало пом’якшення монетарної політики. Натомість у 2021 році та на прогнозованому горизонті вагомими залишатимуться шоки пропозиції (наприклад, глобальний дефіцит мікрочіпів зменшить пропозицію обладнання та техніки), що стримуватимуть економічне відновлення. А вплив шоків ринку праці, зокрема високого рівня зростання зарплат, буде додатним. З іншого боку, висока премія за ризик стримуватиме економічне зростання, відображаючи низку ризиків, наприклад, військову агресію або ж відтермінування співпраці з МВФ.

Декомпозиція розриву ВВП є важливою для розуміння природи економічних шоків, що домінують у певний період часу. Шоки пропозиції змушують монетарну політику балансувати між цілями стабілізації інфляції і темпів економічного зростання.

Графік 4. Декомпозиція розриву ВВП за факторами впливу, в.п.



Джерело: розрахунки НБУ.

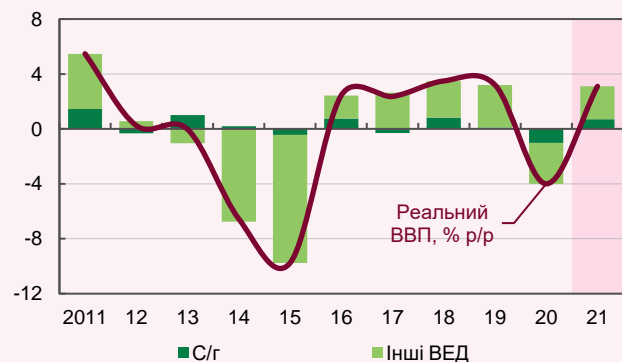
Вставка 2. Ефекти рекордних урожаїв на економіку України

У 2021 року в Україні очікується черговий рекорд урожаю зернових та зернобобових культур. Це третій рекорд за останні чотири роки. Значний урожай відіграє помітну роль у відновленні економіки України після коронакризи. За оцінками НБУ, лише прямий внесок у зростання реального ВВП становитиме 0.8 в.п. Також він позитивно вплине й на низку суміжних видів діяльності, а також забезпечуватиме стабільні надходження експортної виручки. Водночас, попри значне зростання продуктивності в рослинництві за останнє десятиріччя, агросектор і надалі стикається зі значними викликами (недоінвестування, вплив кліматичних змін тощо), що стримує реалізацію його потенціалу.

Завдяки рослинництву роль с/г у економіці України збільшується

Частка сільського господарства (далі – с/г) у ВВП України після тривалого періоду зниження в останнє десятиріччя збільшилася – з 7–8% у 2010–2012 роках до 10% у середньому за останні 5 років. Сектор має один з найвищих показників створення доданої вартості серед виробничих видів діяльності (більше 40% у загальному випуску продукції). В окремі періоди лише прямий внесок с/г у ВВП забезпечував 25–30% темпів приросту реального ВВП. При цьому галузь демонструвала значну стійкість під час кількох останніх кризових періодів та виконувала роль певного буферу.

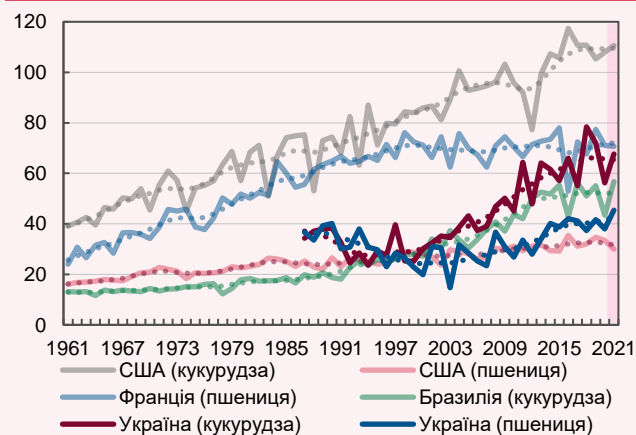
Графік 1. Прямий внесок с/г в річну зміну ВВП, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Водночас такі результати забезпечені переважно розвитком рослинництва. Нарощування інвестицій в оновлення техніки, якість посівного матеріалу та технології призвело до значного зростання врожайності основних культур. Зокрема у 2018–2019 роках зібрано рекордні врожаї, а урожайність основних культур в окремих областях (наприклад, по кукурудзи у Вінницькій, Чернігівській, Хмельницькій) практично досягла рівня країн – найбільших виробників с/г продукції. А частка продукції рослинництва у виробництві агропродукції за десять років зросла практично на 10 в.п. до майже 80%. Черговий рекорд очікується у 2021 році – 81 млн т зернових та зернобобових культур згідно з поточним прогнозом НБУ. Зокрема, уже зібрано найбільший в історії врожай ранніх зернових. За оцінками НБУ, збільшення врожаю зернових на 10% дає додаткове зростання с/г на 3.4 в. п. та прямий вплив у зростання реального ВВП – на 0.3 в. п. Відповідно, лише рекордний урожай зернових цього року забезпечить 0.8 в. п. у зростання реального ВВП у 2021 році.

Графік 2. Урожайність пшениці та кукурудзи в окремих країнах*, ц/га



* Пунктирні лінії – HP фільтр.

Джерело: FAO, USDA, ДССУ, розрахунки НБУ.

Крім прямого впливу, с/г має і вторинні ефекти на економіку. До суміжних видів діяльності, які суттєво залежать від стану с/г, відносяться транспорт, торгівля харчова промисловість, готельно-ресторанний бізнес і навіть державне управління і оборона та освіта. У свою чергу, с/г створює попит на продукцію хімічної галузі, нафтопереробки і машинобудування. Загалом згідно з таблицею "витрати-випуск", кожна гривня, вироблена в с/г, зумовлює загальне збільшення випуску продукції в економіці на 2.5 грн.

Графік 3. Структура проміжного споживання с/г та частка с/г у проміжному споживанні окремих секторів у 2019 році, %



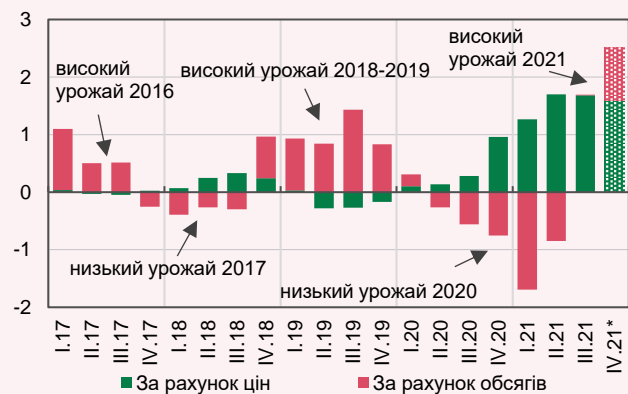
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Аграрний комплекс став одним з ключових у формуванні експортної виручки

Зростання продуктивності с/г закріпило за Україною роль важливого гравця на світовому ринку. За період з 2005 року по 2020 рік обсяги експорту продовольчих товарів (разом продукція с/г та харчової промисловості) у номінальному вимірі зросли більше, ніж у п'ять разів, а їх частка в експорті товарів зросла з 13% до 49%.

Попри нижчий урожай с/г культур за результатами 2020/2021 маркетингового року (далі – МР) країна посіла перше місце у світі за експортом насіння соняшника, 4-те місце – кукурудзи та ячменю, 6-те місце за експортом пшениці тощо. З огляду на нижчу еластичність попиту за доходом ця група товарів є менш вразливою до впливу економічних криз та забезпечила певну стійкість експорту товарів, що підтвердилося у 2020 році (детальніше – у Вставці "Фактори стійкості українського товарного експорту під час коронакризи" у Інфляційному звіті за жовтень 2020 року на стор. 29).

Графік 4. Абсолютна річна зміна експорту окремих товарів*, пов'язаних з рослинництвом, млрд дол.

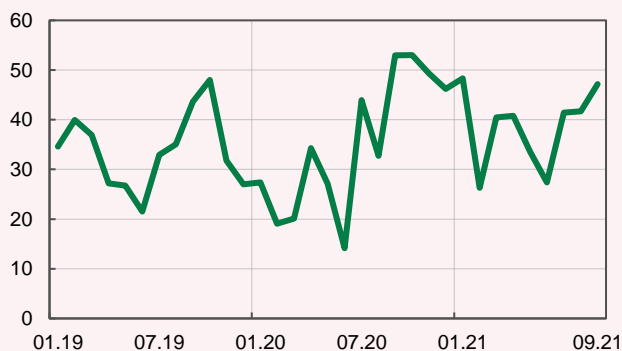


* охоплює біля 90% експорту продовольчих товарів; * на основі прогнозних даних.
Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

Утім, попри збільшення ваги на зовнішніх ринках, Україна мало впливає на зовнішні ціни (залишається price-taker). У свою чергу, рівень цін на зовнішніх ринках визначається світовим урожаєм, значні обсяги якого формуються країнами з одного кліматичного регіону (наприклад, Чорноморського регіону). Вплив погодних умов здебільшого є спільним фактором, що впливає на врожаї усього регіону. Тож часто вплив більших урожаїв компенсується нижчими світовими цінами, і навпаки.

Проте у 2021 році погода виявилася сприятливішою для України порівняно з іншими країнами регіону. На тлі неврожаїв у інших країнах та, відповідно, збереження високих цін це забезпечить високі експортні надходження наприкінці поточного та протягом наступного років. Так, саме агропромисловий комплекс в останні місяці відіграє ключову роль у формуванні сприятливих умов на валютному ринку.

Графік 5. Частка підприємств АПК* у загальній пропозиції валюти клієнтами на міжбанківському ринку



* На основі інформації про 100 найбільших продавців іноземної валюти.

Джерело: розрахунки НБУ.

Водночас с/г генерує і попит на валюту: у структурі проміжного споживання сектору імпорتنі товари становлять близько 30%. Лівову частку цього імпорту становить продукція хімічної промисловості (добрива, інсектициди тощо). Відповідно нарощування випуску галузі призводить до зростання і імпорту товарів, хоч і в значно менших обсягах порівняно з експортом. Так хоча обсяг імпорту цих товарів протягом 2005–2020 рр. збільшився майже вшестеро, їх частка в неенергетичному імпорті залишається порівняно незначною (3.9%).

Подальший розвиток АПК залежить від ефективного вирішення низки викликів

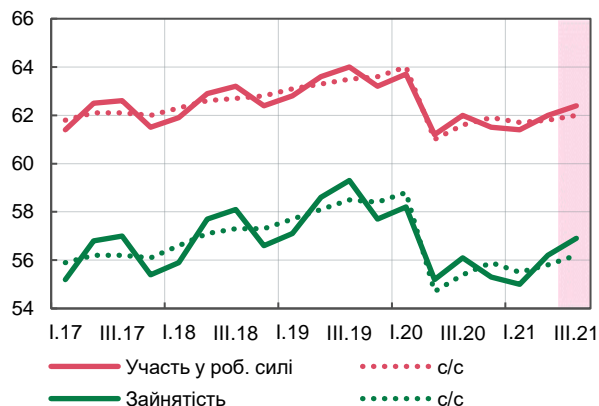
Попри стрімке нарощення інвестицій у 2015–2018 роках, с/г залишається недоінвестованим. [Розрахунки свідчать](#), що вартість основних засобів в розрахунку на 1 га с/г угідь в Україні була менша порівняно з аналогічним показником у сусідніх Польщі та Чехії у понад 20 разів. А для зменшення вразливості сектору до змін клімату (див. Вставку "Глобальні кліматичні зміни: вплив на економіку України" у Інфляційному звіті за липень 2020 року на стор. 47) необхідні додаткові капіталовкладення (в іригаційні системи, захист ґрунтів тощо).

Запуск ринку землі, що відбувся з липня 2021 року, має допомогти вирішити деякі з цих проблем. Зокрема, це поліпшить доступ до кредитування, оскільки землю можна буде використати як заставу та, відповідно, забезпечить подальше нарощування інвестицій. У свою чергу, нарощування капіталовкладень у захист ґрунтів та на боротьбу з несприятливими умовами (зокрема меліорація та водовідведення) дасть змогу зменшити волатильність як урожайності, так і цін на с/г продукцію. Ефективними можуть бути й механізми державної підтримки у вигляді полегшення доступу фермерів до кредитування, страхування ризиків, пов'язаних з с/г діяльністю, до внутрішніх та зовнішніх ринків збуту. Проте важливим є визначення чітких цілей, відповідність критеріїв прозорості та ефективності з їх подальшим наближенням до практик ЄС.

2.3. Ринок праці та доходи домогосподарств

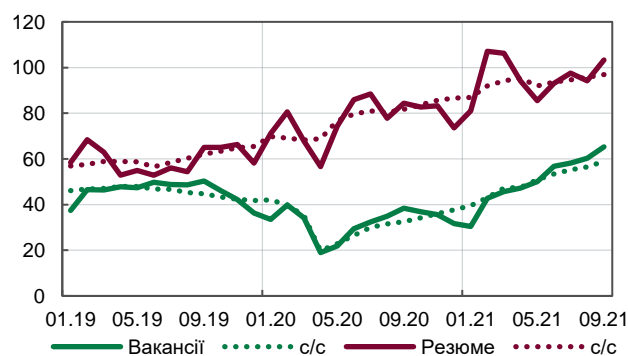
- Завдяки відновленню економіки стан ринку праці поліпшився: зріс як внутрішній, так і зовнішній попит на робочу силу, збільшилася зайнятість та скоротилося безробіття.
- Зростання зарплат в Україні та переказів трудових мігрантів забезпечило найбільший внесок у збільшення доходів ДГ та підтримало споживчий попит. Додаткову підтримку надавали соціальні виплати.
- На прогнозованому горизонті стійке економічне зростання та менший тиск з боку потенційних карантинів стимулюватиме зростання зарплат і повернення безробіття до свого природного рівня. Утім, заробітні плати зростатимуть повільніше, ніж у 2021 році.

Графік 2.3.1. Рівень зайнятості* та участі в робочій силі*, %



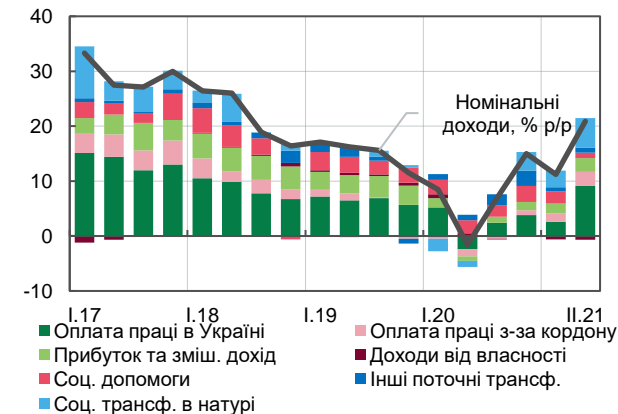
* У % до всього населення віком 15–70 років.
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.2. Нові вакансії та резюме на work.ua, тис.



Джерело: work.ua, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Відновлення економіки сприяло зростанню зайнятості населення та зниженню рівня безробіття. Очікується, що рівень безробіття повернеться до природного рівня у 2022 році

Послаблення карантинних обмежень та зниження захворюваності на тлі значної фінансової незахищеності українських домогосподарств¹¹ зумовило збільшення пропозиції робочої сили у II-III кварталах, хоча й повільно. Сезонно скоригований рівень участі в робочій силі збільшився вже в II кварталі порівняно з попереднім, хоча у квітні тривав карантин "червоних зон" у багатьох областях.

Завдяки відновленню економічної активності та поліпшенню ділових очікувань підприємств надалі зростає і попит на ринку праці. Зокрема, згідно з [результатами опитувань щодо ділових очікувань у III кварталі](#) про подальші плани збільшувати кількість працівників повідомила більшість підприємств.

За даними ДСЗУ, починаючи з березня 2021 року кількість вакансій стійко зростала в річному вимірі практично в усіх видах діяльності. Найбільший внесок мали сектори, які впевнено відновлювалися (у тому числі завдяки статистичному ефекту бази порівняння): сектори послуг, торгівля і транспорт, промисловість, будівництво. На тлі розгортання вакцинації посилювався і попит на українських працівників за кордоном.

У результаті додаткова пропозиція робочої сили була абсорбована економікою – рівень зайнятості зріс, а рівень безробіття – скоротився. Запровадження жорсткіших карантинних обмежень наприкінці 2021 року може стримати відновлення ринку праці. Але, враховуючи пристосування бізнесу та населення до обмежень, а також їх певне послаблення для вакцинованих громадян, вплив буде не таким суттєвим, як на початку року.

На прогнозованому горизонті ситуація на ринку праці поліпшуватиметься завдяки зростанню економіки. Рівень безробіття вже найближчим часом повернеться до нейтрального рівня (8.5%) разом із закриттям від'ємного розриву ВВП.

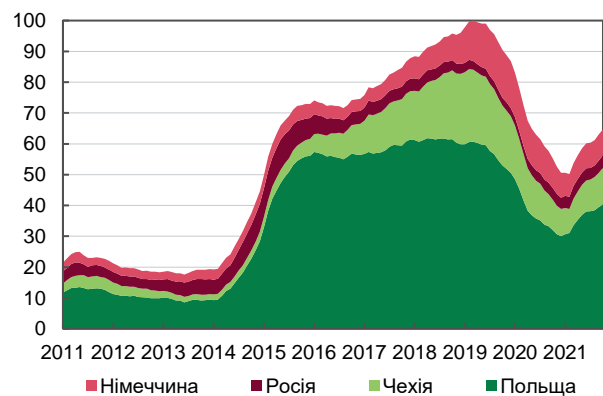
¹¹ Так, [за дослідженням](#), фінансова незахищеність міських мешканців залишається високою – більше половини респондентів у лютому 2021 року повідомили, що мають заощадження менш ніж на 1 місяць, а частка респондентів зі скрутним матеріальним становищем перевищує 20%.

Графік 2.3.4. Зарплата у бюджетному та приватному секторах, % р/р



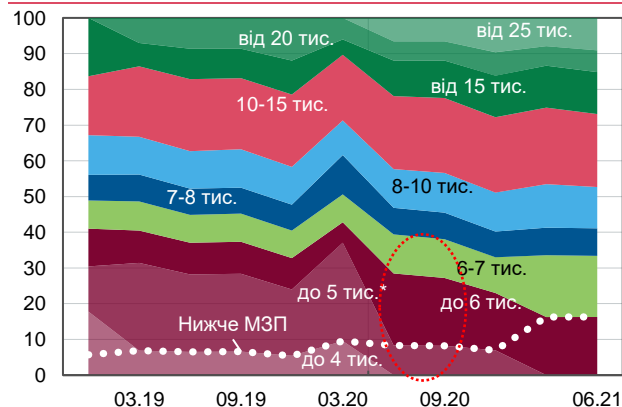
Джерело: ДССУ.

Графік 2.3.5. Індекс пошуку роботи за кордоном



Джерело: Google Trends, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.6. Питома вага штатних працівників за розміром заробітної плати, %



* Або МЗП, наближеної до значення.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Доходи ДГ зростають високими темпами насамперед завдяки надходженням від оплати праці. Надалі зростання реальних заробітних плат уповільниться, відповідаючи росту продуктивності в економіці

Основним чинником зростання доходів ДГ були надходження з оплати праці як в Україні, так і за кордоном. Крім того, збільшився внесок прибутку та змішаного доходу, що серед іншого свідчило про поліпшення фінансової ситуації ФОП¹² та їх пристосування до карантинних умов. Помітну роль надалі відігравала соціальна підтримка з боку уряду, у тому числі завдяки індексації пенсій та карантинним виплатам. У результаті в II кварталі зростання реального наявного доходу стрімко прискорилося до 5.6% р/р, що підтримувало стійкий споживчий попит.

Зростання заробітної плати в Україні залишається високим як у номінальному, так і в реальному вираженні. Це пояснюється насамперед загальним економічним відновленням, підвищенням МЗП, доплатами в охороні здоров'я та збільшенням зарплат у сфері освіти. Водночас темпи зростання реальних заробітних плат тривалий час перевищують показники економічної активності, що може свідчити про вплив і інших причин.

По-перше, посилюється міграційний тиск на ринок праці. Відкриття кордонів завдяки вакцинації та пошавленню економічної активності в Європі сприяють відновленню міграційних настроїв населення. На додачу, у багатьох країнах ЄС уряди також збільшили мінімальну заробітну плату у 2021 році¹³. Працедавці за кордоном також активно залучають українських робітників і поступово відновлюють найм українців до докризових рівнів¹⁴.

По-друге, через карантин та відповідне падіння економіки змінилася структура зайнятих. Хоча в цілому під час пандемії 2020 року підприємства утримувалися від звільнення працівників, спад економічної активності все ж зумовив скорочення штатів. При цьому вірогідно під скорочення підпали найменш ефективні та, відповідно, найменш оплачувані працівники. Зокрема, 60% усіх осіб, які вибули із зайнятих у 2020 році, належали до секторів, де заробітна плата нижча, ніж середня по Україні, що в цілому відповідає світовим тенденціям¹⁵. Ймовірно, це дало певний статистичний ефект на середній рівень заробітних плат.

По-третє, на ринку зберігаються диспропорції між попитом та пропозицією робочої сили. В останні роки, за винятком часу пандемії, в опитуваннях підприємств неухильно набирив вагу чинник "нестачі кваліфікованих кадрів" серед причин, що стримували зростання прибутку підприємств. Під час коронакризи вплив цього чинника

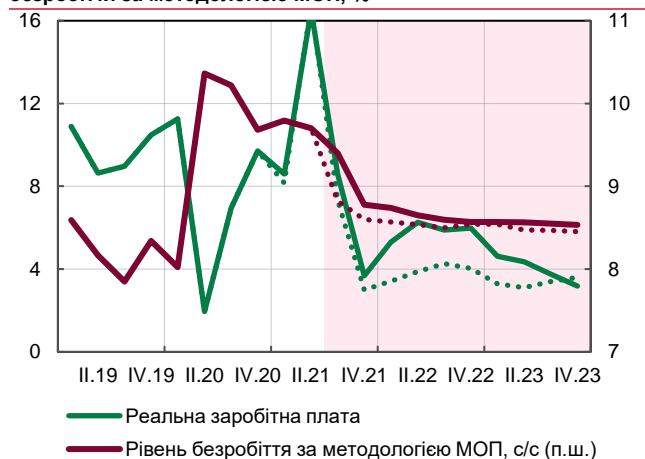
¹² За опитуванням, переважна більшість ФОП відновили дохід до докартинного рівня (48% респондентів частково, 7% збільшили, 17% не відчувли впливу карантину). До наступного карантину восени готові 34% респондентів.

¹³ Зокрема, з початку 2021 року МЗП була збільшена у Польщі (на 7.7%), Чехії (на 4.1%), Німеччині (на 1.6%).

¹⁴ У 2021 році кожне четверте підприємство в Польщі винаймає українців і цей показник зріс порівняно навіть з докризовим 2019 роком. Це може пояснюватися збільшенням тривалості перебування працівників з України на заробітках (частка тих, хто перебуває на заробітках понад три місяці, зросла до 48% у 2021 році з 39% у 2020 році). Працедавці готові надати українцям бонуси, допомагати з документами та асиміляцією.

¹⁵ Зміна структури зайнятих є основною причиною зростання зарплат у США та Європі (Білий Дім, Інститут економічної політики, МОП).

Графік 2.3.7. Реальна заробітна плата, % р/р, та рівень безробіття за методологією МОП, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

зменшився внаслідок скорочення економічної діяльності. Проте з початку 2021 року дефіцит якісного персоналу знову посилюється, що позначилося і на зростанні заробітних плат.

Вплив усіх цих чинників зберігатиметься і надалі, проте темпи зростання номінальних заробітних плат знизяться (з 19% у 2021 році до 9–13% у 2022–2023 роках) разом із сповільненням інфляції. У 2022 році певний стримуючий ефект матимуть обмеження по росту зарплат працівників державних органів влади, тоді як очікування підприємств щодо зростання зарплат доволі високі. У результаті реальні заробітні плати зростатимуть на 4–6% за рік, що відповідатиме підвищенню продуктивності в економіці.

2.4. Фіскальний сектор

- Фіскальна політика в III кварталі залишалася стриманою. Податкові надходження продовжили зростати високими темпами, тоді як видатки збільшувалися помірно. Станом на кінець вересня уряд накопичив значні залишки коштів на рахунках, незважаючи на пікові виплати за борговими зобов'язаннями наприкінці кварталу.
- До кінця поточного року фіскальна політика пом'якшиться, хоча дефіцит очікується меншим, ніж заплановано (близько 4% ВВП). Надалі триватиме помірна фіскальна консолідація.
- Державний та гарантований державою борг у відношенні до ВВП перебуватиме на рівні близько 50% у наступні роки. Такий рівень боргового навантаження виглядає прийнятним для України і навіть залишає простір для фіскального стимулювання економіки в разі погіршення загальної економічної ситуації в країні.

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

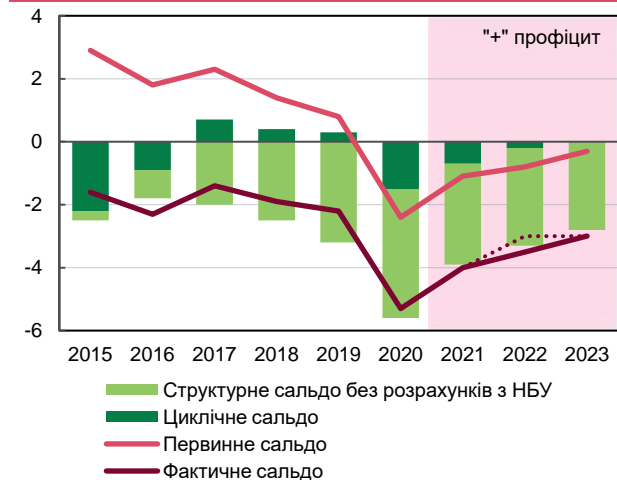


* Загальне сальдо (% від ВВП) – сальдо зведеного бюджету з урахуванням позичок з СКР, наданих Пенсійному фонду.

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

Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.2. Сальдо зведеного бюджету, % ВВП



Джерело: МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Дефіцит у 2021 році буде меншим, ніж планувалося, а фіскальна політика – стримуючою відносно сукупного попиту. У наступні роки триватиме помірна фіскальна консолідація

У III кварталі зведений бюджет виконано з профіцитом. За винятком 2020 року, це є доволі типовим для зазначеного періоду. Первинне сальдо, скориговане на циклічну позицію економіки України, залишалось додатним у III кварталі та навіть дещо збільшилося порівняно з попереднім. Податкові надходження зросли на 31.5% р/р у III кварталі, тоді як витрати – лише на 7.4% р/р. Усе це свідчило про стримуючий вплив фіскальної політики на сукупний попит.

З одного боку, такий підхід дав змогу успішно пройти пікові зовнішні виплати за зобов'язаннями цього року та накопичити значні обсяги коштів для фінансування майбутніх витрат. З другого, – нерівномірність бюджетних витрат з традиційним нарощенням наприкінці року знижує ефективність заходів з підтримки економіки й ускладнює планування підприємствами своєї діяльності.

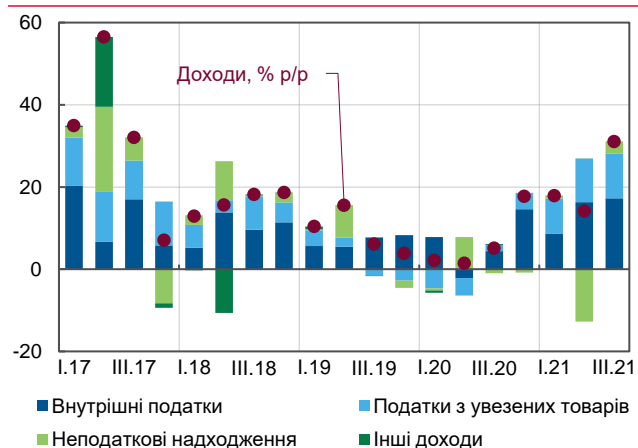
До кінця 2021 року очікується істотне надолуження видатків. Проте за підсумками року від'ємне сальдо бюджету (близько 4% ВВП) буде меншим, ніж заплановано, у тому числі через вищий номінальний ВВП.

У наступні роки стійке економічне зростання дасть змогу привести дефіцит до передбачених Бюджетним кодексом параметрів. Очікується скорочення дефіциту до 3.5% ВВП у 2022 та 3.0% ВВП у 2023 роках. Фінансування такого дефіциту є реалістичним в умовах продовження співпраці з МВФ та подальшого поліпшення інвестиційної привабливості країни.

Податкові надходження зростали значними темпами завдяки сталому попиту та високим цінам на товарних ринках

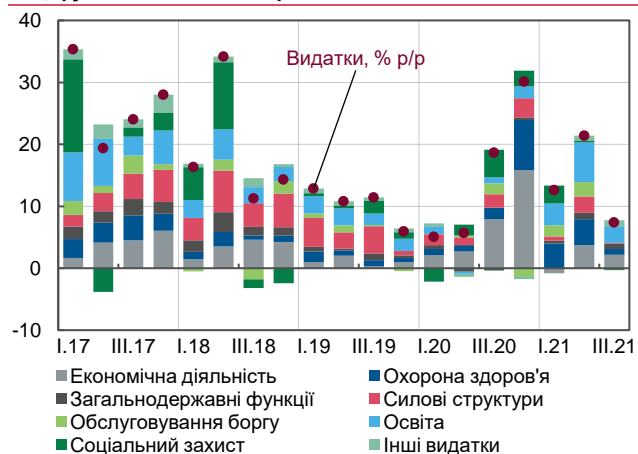
Поліпшення епідемічної ситуації в III кварталі дало змогу працювати бізнесу з незначними обмеженнями, що позитивно позначилося на податкових надходженнях. Як і в попередньому кварталі, високі ціни на сировинні товари сприяли збільшенню надходжень від рентних платежів та податку на прибуток підприємств. Значні темпи зростання заробітних плат зумовлюють стабільне зростання ПДФО. Сталий внутрішній попит та високий імпорт сприяли значним надходженням ПДВ та акцизів.

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



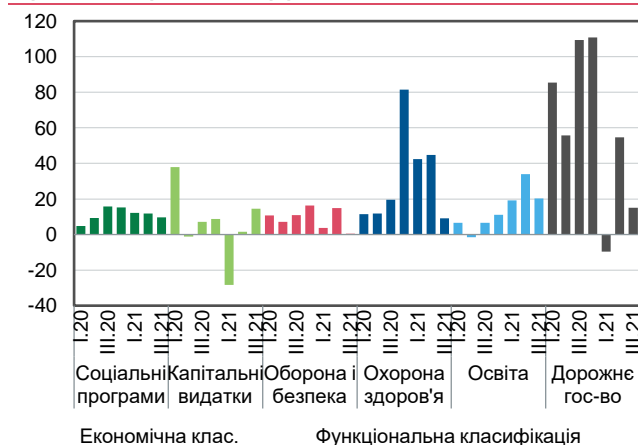
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.5. 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.

Сприятливі умови для зростання податкових надходжень (зокрема високі темпи росту номінального ВВП) збережуться до кінця року. Це дасть змогу компенсувати скорочення неподаткових надходжень у першому півріччі, що пов'язане з нижчими, ніж у минулому році, надходженнями від НБУ та дивідендами від підприємств з державною формою власності. Надалі очікується, що зростання доходів уповільниться через помірніші темпи збільшення заробітних плат та споживчого попиту, а також погіршення умов торгівлі, що зумовлюватиме слабші фінансові результати підприємств-експортерів.

Видатки в III кварталі зростали стримано через сприятливу епідемічну ситуацію та високу базу порівняння

У III кварталі, за винятком окремих напрямів, видатки зростали помірними темпами та залишалися нижчими, ніж було заплановано¹⁶.

Одним із ключових напрямів залишалися витрати на охорону здоров'я, однак їх темпи зростання суттєво сповільнилися, зокрема через поліпшення епідемічної ситуації та менші витрати на вакцинацію порівняно з попереднім кварталом (саме в II кварталі проведена основна закупівля вакцини та розпочата вакцинація). Також помірно фінансувалася низка колективних послуг, зокрема державне управління та оборона, а зростання витрат на дорожню інфраструктуру сповільнилося та залишалось нерівномірним протягом кварталу. Проте тривало зростання інших капітальних видатків.

Уповільнилося зростання соціальних видатків, насамперед через менші витрати на підтримку окремих категорій працюючих в умовах кращої епідемічної ситуації влітку. Водночас високими темпами й надалі зростали індивідуальні споживчі витрати СЗДУ, зокрема на освіту, культуру та спорт.

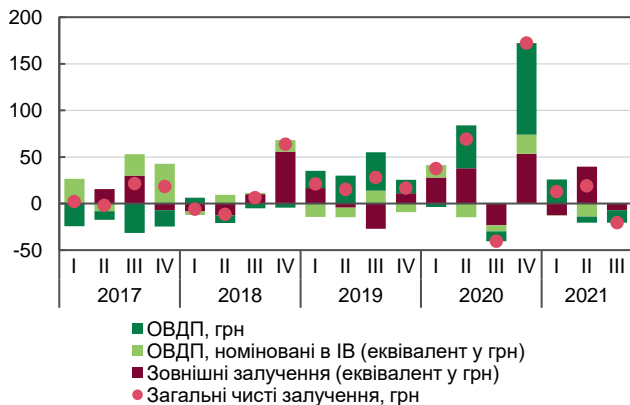
Витрати на обслуговування боргу скоротилися внаслідок зміцнення гривні та зниження дохідності державних цінних паперів, розміщених як поточного року, так і в попередні періоди.

Додатково на динаміку видатків впливав ефект високої бази порівняння з огляду на активне витрачання коштів фонду Covid-19 з III кварталу 2020 року.

Уже наприкінці III кварталу зростання видатків почало прискорюватися. Також традиційно очікується надолуження видатків у IV кварталі. Утім, за підсумками року зростання видатків сповільниться. Це насамперед відобразить менші витрати на окремі антикризові програми та помірне збільшення капітальних видатків. Темпи зростання видатків соціального характеру як цього року, так і надалі перевищуватимуть рівень інфляції, що підтримуватиме зростання реальних доходів населення. Уповільнення зростання загальних видатків триватиме і в наступні роки, відображаючи заходи фінансової консолідації на етапі стійкого зростання економіки та контрциклічність фінансової політики.

¹⁶ План для загального фонду державного бюджету.

Графік 2.4.6. Чисті залучення державного бюджету*, млрд грн



* Запозичення 2017 року не включають випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу банків, запозичення III кв. 2020 року не включають випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу банків та ОЗДП для розрахунків за активною операцією з викупу на відкритому ринку державних деривативів, II кв. 2021 – не включають випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу ПАТ Експортно-кредитного агентства.
Джерело: ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

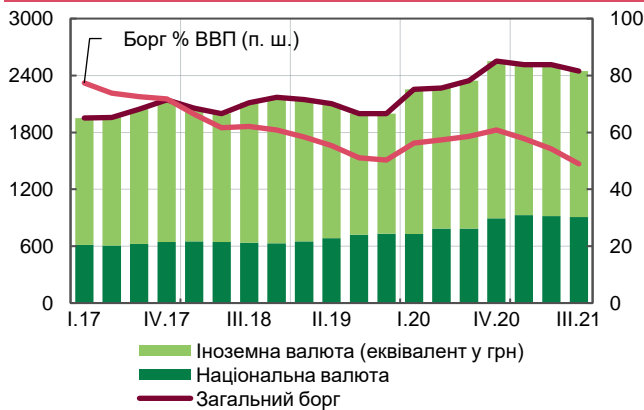
Співвідношення державного та гарантованого державою боргу і ВВП продовжить зменшуватися

Боргові залучення у III кварталі як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринку були порівняно незначними з огляду на очікуване надходження, а згодом отримання коштів від загального розподілу СПЗ МВФ та понадпланові доходи. Утім, і попит на державні цінні папери на внутрішньому ринку залишався слабким.

Роловер основних сум ОВДП в гривні становив 75%. Водночас розміщення ОВДП в іноземній валюті практично відповідали виплатам. Також у III кварталі розміщено ОЗДП та використано частину коштів, отриманих від загального розподілу СПЗ МВФ. Виплати за борговими зобов'язаннями перевищили залучення, адже III квартал був піковим з точки зору розрахунків за зовнішніми зобов'язаннями. Тож, бюджетні потреби частково було профінансовано за рахунок коштів в іноземній валюті, накопичених раніше. Через чисті виплати за борговими зобов'язаннями та вплив переоцінки внаслідок зміцнення гривні обсяг державного та гарантованого державою боргу зменшився в абсолютному вимірі, а завдяки зростанню номінального ВВП – і як відношення до ВВП (за оцінками НБУ – нижче 50%).

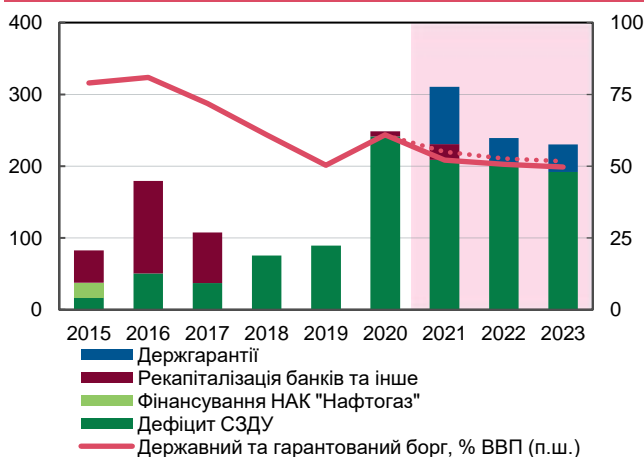
До кінця 2021 року державний та гарантований державою борг дещо збільшиться порівняно з кінцем III кварталу. Це стане наслідком розширення бюджетного дефіциту. Також додатковими факторами можуть стати випуск ОВДП з метою капіталізації ПАТ "Українська фінансова житлова компанія", надання державних гарантій та погашення заборгованості перед виробниками електроенергії з ВДЕ. Завдяки зростанню економіки та скороченню дефіциту бюджету державний та гарантований державою борг коливатиметься близько рівня 50% ВВП у середньостроковій перспективі. Такий рівень боргового навантаження виглядає прийнятним для України і навіть залишає простір для фіскального стимулювання економіки в разі погіршення загальної економічної ситуації в країні.

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



* ВВП за 2021 рік – оцінка НБУ на основі квартальних даних.
Джерело: МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.8. Широкий дефіцит СЗДУ, млрд грн, державний та гарантований державою борг, % ВВП

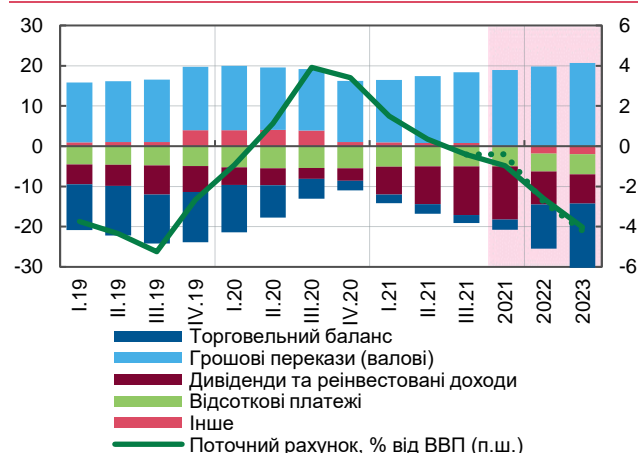


Джерело: МВФ, ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

2.5. Платіжний баланс

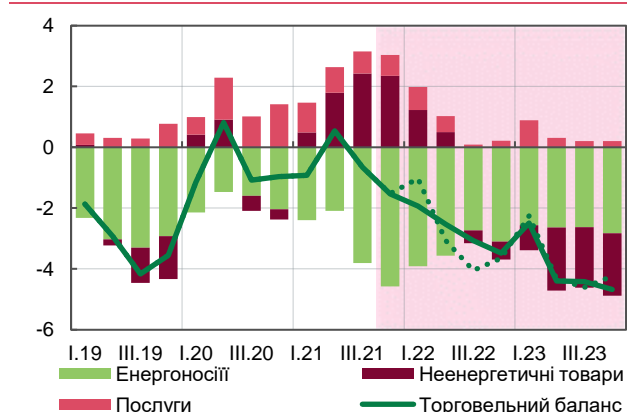
- Попри збереження високих світових цін на експортні товари дефіцит торгівлі товарами в III кварталі збільшився насамперед через зростання імпорту енергоносіїв за рахунок як цін, так і обсягів. Разом із значними виплатами дивідендів та обсягами реінвестованих доходів це призвело до формування від'ємного сальдо поточного рахунку.
- У IV кварталі дефіцит поточного рахунку збережеться, незважаючи на рекордний урожай. У цілому за рік дефіцит буде незначним (1% ВВП) завдяки високим експортним цінам. Надалі від'ємне сальдо рахунку поточних операцій поступово розширюватиметься до 3–4% ВВП унаслідок погіршення умов торгівлі, зростання внутрішнього попиту та зміцнення РЕОКу гривні.
- Після відпливу капіталу в III кварталі очікується відновлення припливу за рахунок інтересу нерезидентів до ОВДП та надходжень ПІІ в акціонерний капітал завдяки поліпшенню макроекономічної ситуації. Приплив капіталу повністю фінансуватиме дефіцит поточного рахунку, що разом із надходженнями від МВФ підтримуватиме резерви на рівні 30–31 млрд дол.

Графік 2.5.1. Сальдо рахунку поточних операцій, плинна за чотири квартали, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.2. Торговельний баланс, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

Поточний рахунок буде зведено з невеликим дефіцитом у 2021 році завдяки високим експортним цінам та рекордному врожаю. У 2022–2023 роках дефіцит розшириться, але залишиться помірним

У III кварталі поточний рахунок повернувся до дефіциту. Це зумовлювалося збільшенням імпорту енергоносіїв, а також збереженням значних обсягів виплат дивідендів та реінвестованих доходів з огляду на високі фінансові результати підприємств, забезпечені сприятливою кон'юктурою на сировинних ринках. Також незначно збузвився профіцит торгівлі послугами: швидке відновлення імпорту послуг за статтею “подорожі” та скорочення транзиту газу перевищило подальше нарощування експорту ІТ і толінгових послуг. За 9 місяців дефіцит поточного рахунку сягнув 1.4 млрд дол.

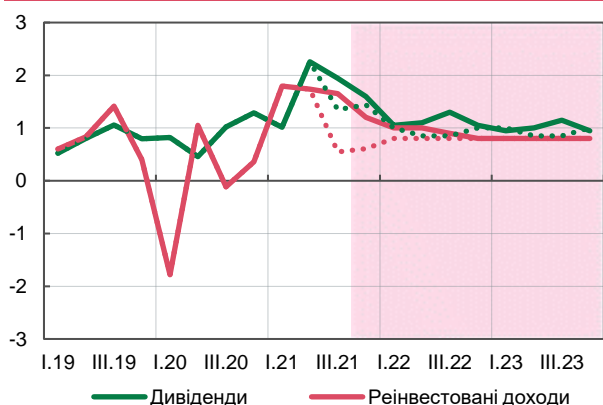
Високі ціни на енергоресурси, а також зростання імпорту хімічної продукції призведуть до розширення дефіциту торгівлі товарами в IV кварталі. Однак завдяки рекордному врожаю зернових дефіцит поточного рахунку в цілому за рік буде незначним (1% ВВП). У 2022–2023 роках дефіцит поступово розширюватиметься до 4% ВВП, передусім унаслідок погіршення умов торгівлі та зростання споживчого та інвестиційного імпорту. Також очікуються зниження транзиту газу, відновлення закордонного туризму та високі обсяги доходів від інвестицій. Попри розширення дефіцит поточного рахунку, за оцінками НБУ, залишатиметься помірним.

Порівняно з попереднім прогнозом сальдо поточного рахунку погіршено у 2021 році, водночас у 2022–2023 роках – майже не змінилося. Зокрема, зменшено дефіцит торгівлі за рахунок очікуваного більшого врожаю зернових та олійних, а також вищих цін на пшеницю та металургійну продукцію. Крім того, підвищено оцінки переказів від трудових мігрантів через більший попит на робочу силу за кордоном. Однак позитивні ефекти нівельовані вищими цінами на енергоресурси, більшим імпортом хімічної продукції, а також вищими виплатами дивідендів та реінвестованих доходів.

Зростання експорту товарів сповільниться до кінця 2021 року, а надалі під впливом корекції цін експорт знижуватиметься

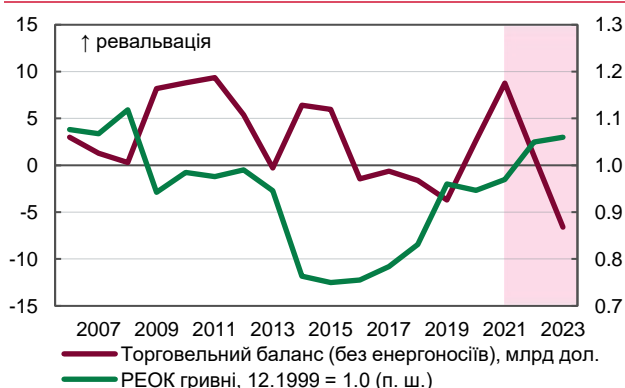
У III кварталі 2021 року погіршення цінової кон'юнктури на

Графік 2.5.3. Дивіденди та реінвестовані доходи, млрд дол.



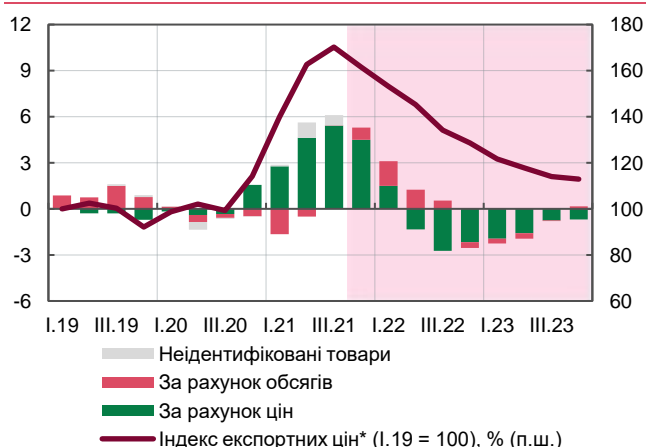
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.4. РЕОК гривні та торговельний баланс



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.5. Абсолютна річна зміна цін та обсягів експорту, млрд дол.



* Індекс експортних цін, що входить до оновленого індексу умов торгівлі, включає ціни чорних металів, залізних руд, зернових культур, соняшникової олії, які охоплюють близько 60% експорту товарів.
Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ

світових сировинних ринках майже не вплинуло на український експорт товарів через лагові ефекти. Зростання вартісних обсягів експорту надалі визначав ціновий фактор, хоча збільшилися й обсяги поставок.

Рекордний урожай ранніх зернових культур забезпечив суттєве прискорення зростання експорту продовольчих товарів у III кварталі. Поставки пшениці та ячменю сягнули найбільшого для цього періоду значення на тлі значного зовнішнього попиту та високих світових цін. Нарощування поставок ріпаку сприяло прискоренню зростання експорту насіння олійних культур. Експорт олій та олійних шротів також збільшився: скорочення поставок соняшникової олії та шроту частково компенсувалося вищими поставками ріпакової олії. Водночас зростання експорту продовольства стримувалося [вичікувальною позицією агроекспортерів](#) щодо подальшого зростання світових цін.

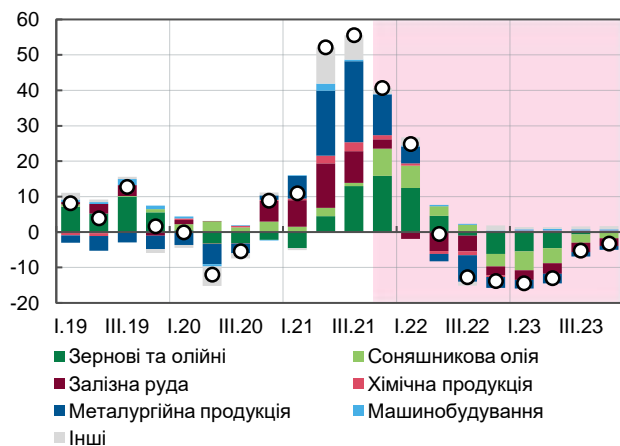
Експорт продукції ГМК надалі зростав високими темпами за рахунок цін, тоді як послаблення попиту з боку Китаю позначилося на її поставках. Так, експорт металургійної продукції зріс більше ніж удвічі в річному вимірі та сягнув найбільшого значення з 2012 року, попри скорочення поставок чорних металів до Китаю. Натомість зростання експорту залізної руди сповільнилося і через зменшення поставок, і стрімке падіння цін у вересні.

Зростання експорту хімічної продукції прискорилося за рахунок подальшого подорожчання добрив. Водночас поставки добрив скоротилися через високий попит з боку українських аграріїв та [зупинку окремих хімічних заводів](#). Також суттєво сповільнилося зростання експорту продукції машинобудування через скорочення поставок турбореактивних двигунів до окремих країн Азії.

Активізація продажів пшениці та очікуваний гарний урожай пізніх культур сприятимуть зростанню експорту товарів протягом найближчих кварталів. Однак реалізація лагового ефекту від зниження цін у IV кварталі призведе до сповільнення зростання експорту товарів уже наприкінці поточного року. А подальша корекція світових цін зумовлюватиме його скорочення протягом 2022–2023 років. Через ціновий чинник та охолодження попиту з боку Китаю суттєво знизиться експорт залізних руд та металургійної продукції вже наприкінці поточного року. Поступове зниження світових цін та посилення конкуренції на зовнішніх ринках обмежуватимуть зростання експорту продукції ГМК у 2022–2023 роках. Крім того, після рекордів 2021 року в наступних роках очікуються нижчі врожаї та експорт основних с/г культур.

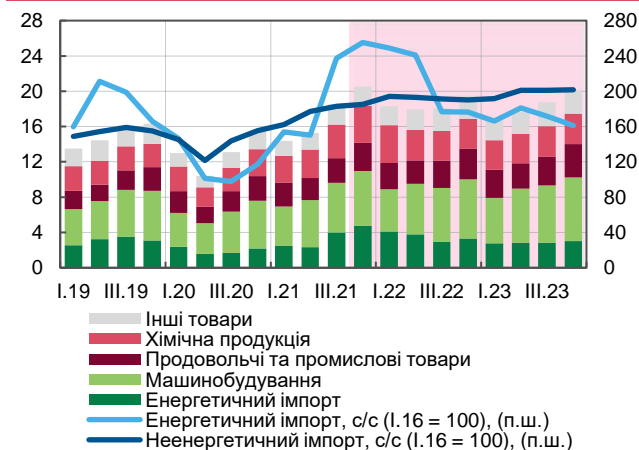
Висока вартість імпортного газу знижуватиме конкурентоспроможність українських виробників добрив та пластмас, що відобразиться в скороченні експорту хімічної продукції у 2022 році. Однак протягом 2023 року він відновлюватиметься під впливом зниження цін на природний газ. Натомість стійко зростатиме експорт машинобудівної продукції завдяки наближенню до європейських стандартів якості.

Графік 2.5.6. Внески в річну зміну експорту товарів, в.п.



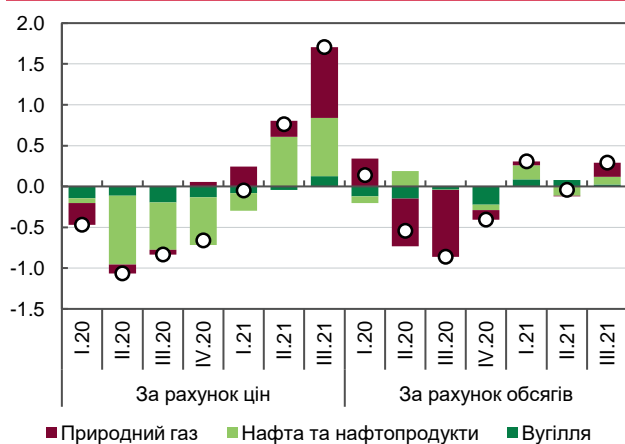
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.7. Імпорт товарів, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.8. Абсолютна річна зміна імпорту окремих енергоносіїв, млрд дол.



Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

У III кварталі основним чинником зростання імпорту були енергоносії, проте надалі основну роль відіграватиме неенергетичний імпорт

У III кварталі суттєво прискорилося зростання енергетичного імпорту за рахунок як цін, так і обсягів. Передусім збільшилися закупівлі природного газу для закачування до ПСГ. Імпорт нафти та продуктів її переробки зростає унаслідок високого попиту з боку аграріїв і [нафтопереробних заводів](#), а також [масштабного будівництва доріг](#). Збільшився й імпорт вугілля через необхідність поповнення [низьких запасів на складах ТЕС](#).

Натомість зростання неенергетичного імпорту сповільнилося передусім через вичерпання ефекту низької бази порівняння минулого року. Утім, його обсяги залишалися значними. Через високу інвестиційну активність підприємств тривало нарощування закупівель легкових та вантажних авто, сільськогосподарської техніки та промислового обладнання. Додатковим фактором збільшення імпорту транспортних засобів був [черговий етап розмитнення легкових авто з іноземною реєстрацією](#). Водночас на імпорті продукції машинобудування [почав позначатися глобальний дефіцит напівпровідників](#). Нарощування закупівель комплектуючих для екологічної модернізації підприємств, а також окремої продукції напередодні [можливого введення антидемпінгових мит](#) на неї зумовили прискорення зростання імпорту металургійної продукції. Збільшилися закупівлі добрив за вищими цінами на тлі скорочення внутрішнього виробництва. Стійкий споживчий попит підтримував високі обсяги імпорту продовольчих та промислових товарів, побутової техніки.

Високі ціни на енергоносії до кінця опалювального сезону, а також низький рівень запасів вугілля стимулюватимуть зростання енергетичного імпорту та імпорту хімічної продукції, а також погіршуватимуть умови торгівлі наприкінці 2021 року та у 2022 році. Крім того, рекордні ціни на природний газ визначатимуть підвищення цін та обсягів імпорту добрив. У 2023 році енергетичний імпорт знизиться завдяки корекції світових цін. Тож на прогнозованому горизонті саме неенергетичний імпорт, підтримуваний зростанням внутрішнього споживчого та інвестиційного попиту, визначатиме динаміку імпорту товарів. Цьому також сприятимуть ефекти від зміцнення РЕОку гривні та високий попит на фармацевтичні товари на тлі продовження боротьби з коронавірусом.

Унаслідок поліпшення макроекономічної ситуації приплив капіталу відновиться

Відплив капіталу за фінансовим рахунком у III кварталі зумовлений насамперед значними плановими виплатами за борговими зобов'язаннями державного сектору. Крім того, тривало зниження обсягів ОВДП у власності нерезидентів через загальносвітове послаблення інтересу інвесторів до ризикових активів. Очікується, що інтерес нерезидентів до ОВДП поступово відновиться наприкінці року на тлі поліпшення макроекономічної ситуації та продовження співпраці з МВФ.

Крім того, уже в III кварталі сформувався приплив

Графік 2.5.9. Фінансовий рахунок: чисті зовнішні зобов'язання, млрд дол.



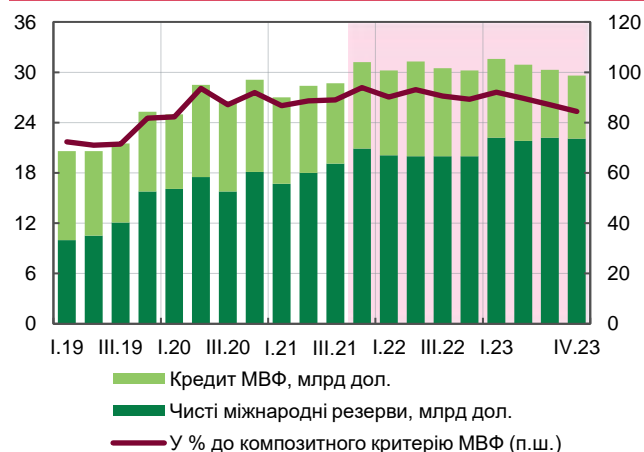
* Разом із помилками та упуцненнями.
Джерело: розрахунки НБУ.

капіталу до приватного сектору. Високі реінвестовані доходи підприємств продовжували забезпечувати значні надходження ПІІ (2.1 млрд дол.). Також було залучено 0.3 млрд дол. за рахунок випуску єврооблігацій реальним сектором. Це переважило зростання готівки поза банками та виплати за торговими кредитами.

Протягом наступних двох років очікується поживлення припливу капіталу, як боргового, так і у формі ПІІ в акціонерний капітал. Він повністю покриватиме дефіцит поточного рахунку. Крім того, поступово зменшуватиметься вплив готівкової валюти поза банки на тлі низької волатильності обмінного курсу та зниження інфляції. Це сприятиме розширенню профіциту фінансового рахунку на всьому прогнозованому горизонті.

Україна успішно пройшла період пікових виплат, проте співпраця з МВФ підтримуватиме зовнішню стійкість і надалі

Графік 2.5.10. Валові міжнародні резерви

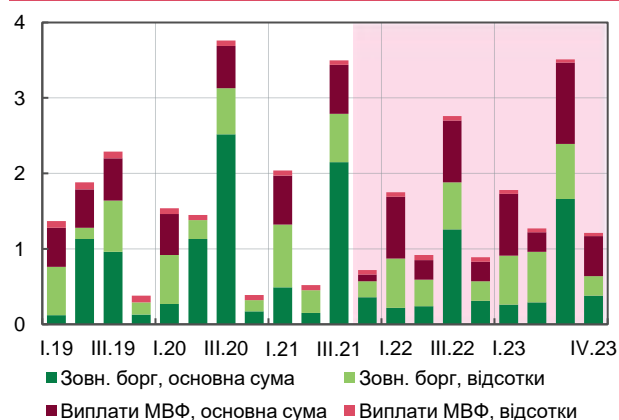


Джерело: розрахунки НБУ.

Завдяки надходженням від глобального розподілу СПЗ Україна змогла наростити резерви до максимального рівня з квітня 2012 року – 31.6 млрд дол. станом на кінець серпня. Це забезпечило успішне проходження державою періоду пікових виплат у вересні (3.1 млрд дол.). Хоча резерви знизилися до 28.7 млрд дол. на кінець вересня, вони залишилися на високому рівні, близько 90% від мінімально необхідного рівня за критерієм МВФ. Співпраця з МВФ забезпечить доступ до іншого офіційного фінансування та міжнародних ринків капіталу. Так, очікується, що резерви наприкінці 2021 року зростуть та коливатимуться близько 30–31 млрд дол. протягом наступних двох років, що відповідатиме мінімально необхідному рівню за критерієм достатності МВФ.

Водночас порівняно з попереднім прогнозом очікується дещо слабший приплив капіталу за фінансовим рахунком. Це зумовлено як слабшим попитом нерезидентів на гривневі ОВДП на тлі посилення монетарної політики в розвинених країнах, так і зниженням боргових залучень приватного сектору.

Графік 2.5.11. Виплати державного сектору за зовнішніми зобов'язаннями, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

Ризики для зовнішньої стійкості не матеріалізувалися. Завдяки проходженню кризи без валютних шоків та збереженню доступу до зовнішнього фінансування, у тому числі завдяки співпраці з МВФ, зовнішній борг України відносно ВВП на кінець першого півріччя 2021 року скоротився до мінімального рівня з 2014 року (75.2%), а короткострокового – з 2009 року (28.4%). Завдяки подальшому економічному зростанню та виваженим макроекономічній та фіскальній політикам очікується подальше зниження цього співвідношення.

Достатній рівень резервів продовжуватиме відігравати роль буфера безпеки та забезпечить ліквідність для обслуговування зовнішнього боргу. Зокрема, протягом 2022 – 2023 років Україна має сплатити близько 14 млрд дол. за зовнішніми зобов'язаннями. Тож продовження співпраці з МВФ і проведення структурних реформ дасть змогу підтримувати інтерес інвесторів та залучати необхідне фінансування для проведення виплат.

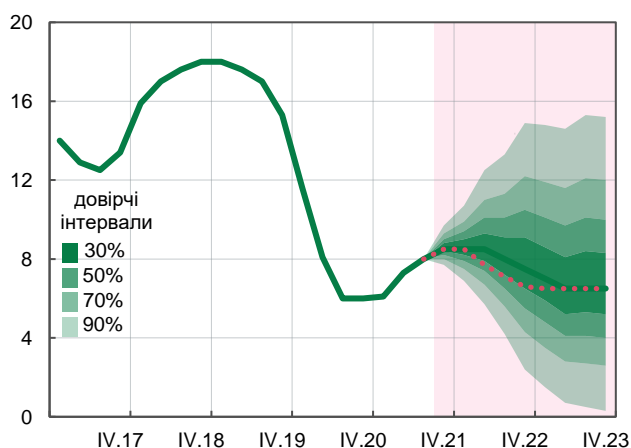
2.6. Монетарні умови та фінансові ринки

- Цьогорічні підвищення ключової ставки та згортання антикризових монетарних заходів майже усунули стимулюючий ефект монетарних умов. Наступні два роки очікується їх нейтральний стан. Це забезпечуватиметься утриманням облікової ставки на рівні 8.5% щонайменше до другого півріччя 2022 року, коли прогнозується початок циклу поступового зниження ставки.
- Рішення з монетарної політики поступово відображаються на зростанні вартості ресурсів на ринку. Більша інертність ставок за банківськими депозитами пояснюється збереженням високого рівня ліквідності та млявою реакцією державних банків, депозитна політика яких є визначальною на ринку депозитів.
- Перевищення пропозиції іноземної валюти над попитом сприяло зміцненню обмінного курсу гривні та формуванню додатного сальдо інтервенцій НБУ. РЕОК гривні продовжуватиме посилюватися на прогнозованому горизонті завдяки зростанню продуктивності праці та відносно сприятливим умовам торгівлі на тлі активізації припливу капіталу.

Таблиця 1. Як змінювалася монетарна політика у 2021 році

Рішення з монетарної політики спрямовувалися на утримання під контролем інфляційних очікувань і повернення інфляції на траєкторію стійкого сповільнення до цілі 5%	
Поступове підвищення облікової ставки з 6% до 8.5%	← Основний інструмент
– чотири підвищення загалом на 250 б.п. з огляду на посилення фундаментального інфляційного тиску	
Згортання, а згодом і скасування антикризових монетарних заходів	← Посилення ефекту від підвищення ключової ставки
Фаза 1 (липень): зменшення термінів та обсягів довгострокового рефінансування, а також скорочення частоти проведення аукціонів та максимального терміну погашення процентного свопу.	
Фаза 2 (жовтень): припинено проведення довгострокового рефінансування та процентних свопів.	
Поетапна нормалізація операційного дизайну монетарної політики	← Підвищення ефективності монетарної трансмісії
– з липня збільшена строковість ДС з 7 до 14 днів;	
– з 23 липня ставка за кредитами рефінансування встановлена на рівні “облікова ставка + 1 в.п.”;	
– з жовтня скорочено строковість кредитів рефінансування на щотижневих тендерах з 90 до 30 днів.	

Графік 2.6.1. Облікова ставка НБУ, середня, %



Джерело: розрахунки НБУ.

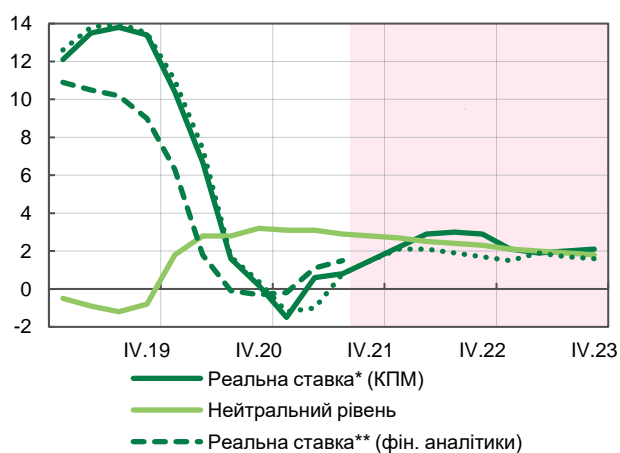
Для повернення інфляції до цілі 5% облікова ставка утримуватиметься на рівні не нижче 8.5% щонайменше до другого півріччя 2022 року

Як і очікувалося у липневому прогнозі, НБУ у вересні 2021 року підвищив облікову ставку на 0.5 в. п. – до 8.5% і [зберіг](#) її на цьому рівні в жовтні. Водночас НБУ дав сигнал щодо готовності підвищити облікову ставку, а також задіяти інші монетарні інструменти вже у грудні у випадку реалізації проінфляційних ризиків, що загрожуватимуть досягненню інфляційної цілі на горизонті монетарної політики.

Також, для повернення інфляції до цілі 5%, прогнозується, що облікова ставка утримуватиметься на рівні 8.5% довше, ніж очікувалося – принаймні до III кварталу 2022 року. Крім того, зниження облікової ставки протягом наступного року відбуватиметься більш поступово. Очікується, що її рівень на кінець 2022 року становитиме 7.5% порівняно з 6.5% у попередньому прогнозі.

Перегляд траєкторії облікової ставки у більш стримуючий бік зумовлений необхідністю нівелювання в середньостроковій перспективі інфляційного тиску, який виникатиме внаслідок:

Графік 2.6.2. Реальна процентна ставка та її нейтральний рівень, %



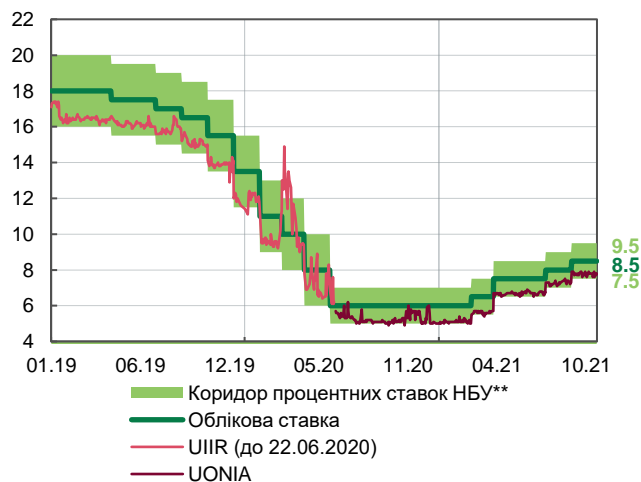
* Дефльована на інфляційні очікування, отримані на основі КПМ.
 ** Дефльована на інфляційні очікування фінансових аналітиків щодо інфляції через 12 місяців.
 Джерело: розрахунки НБУ.

- вторинних ефектів від подорожчання природного газу;
- перегляду в бік підвищення заробітних плат, зокрема з огляду на процеси трудової міграції;
- погіршення інфляційних очікувань.

Цьогорічне підвищення ключової ставки та згортання антикризових заходів майже усунули стимулюючий ефект монетарних умов. На початку 2022 року вони стануть нейтральними, що в умовах зниження глобальних цін на сировину, позитивних ефектів пропозиції сільськогосподарської продукції та реалізації відкладених у часі ефектів нещодавнього зміцнення обмінного курсу на ціни забезпечуватиме стійку дезінфляцію.

Очікується, що протягом наступних двох років монетарні умови залишатимуться нейтральними. Уповільнення інфляції та стабілізація інфляційних очікувань дасть змогу перейти до циклу зниження ключової ставки з поточного рівня 8.5%, але не раніше другого півріччя наступного року.

Графік 2.6.3. Процентні ставки НБУ та UIIR/UONIA*, %



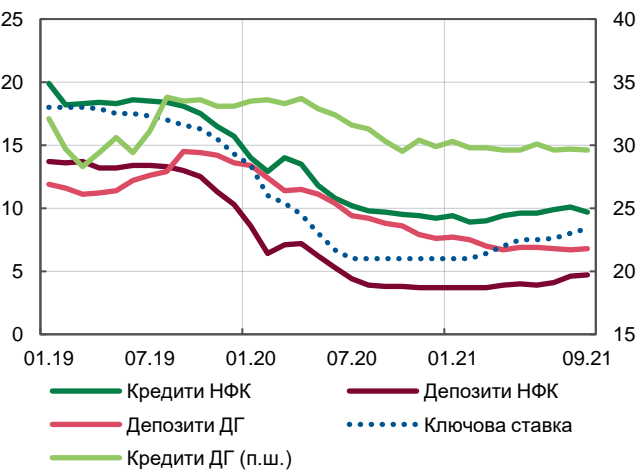
* Останні дані – за 27.10.2021.
 ** Верхня межа – процентні ставки за кредитами овернайт, нижня – за ДС овернайт.
 Джерело: НБУ.

Трансмсія облікової ставки у банківські ставки відбувається з різною швидкістю

Вартість міжбанківських ресурсів тісно корелювала з динамікою ключової ставки. Збереження значного рівня ліквідності в банківській системі утримувало UONIA практично на рівні нижньої межі в коридорі ставок НБУ.

Обсяг ліквідності банківської системи у III кварталі 2021 року попри певне зменшення залишався високим (середньоденні залишки коштів на коррахунках та ДС становили близько 200 млрд грн). Головним чинником зменшення ліквідності було накопичення коштів урядом за рахунок перерахування квартальних податків та стриманих бюджетних видатків. Також вплинуло зростання готівки в обігу, проте воно було значно помірнішим порівняно як із попереднім кварталом, так і відповідним періодом минулого року.

Графік 2.6.4. Середньозважені гривневі процентні ставки за новими кредитами та депозитами, %

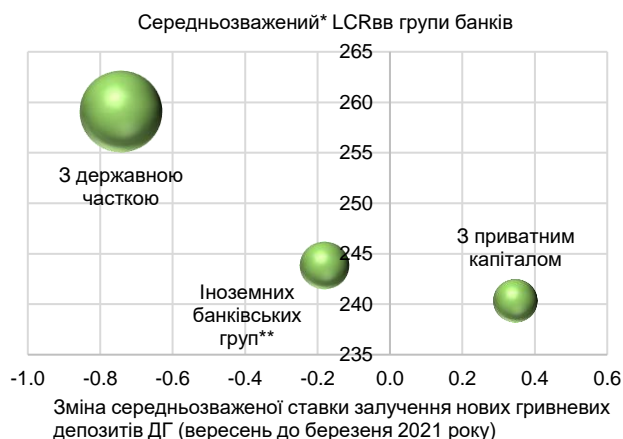


Джерело: НБУ.

Високу ліквідність банківської системи підтримує традиційне нарощення видатків бюджету наприкінці року.

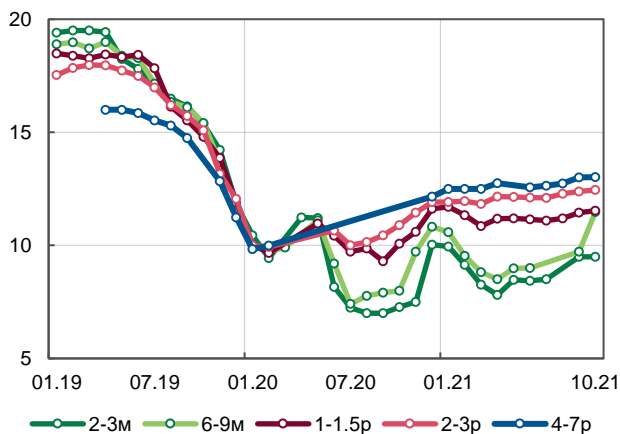
Значний обсяг ліквідності в банківській системі зменшує потребу банків у залученні клієнтських коштів, а отже і необхідність у підвищенні ставок за депозитами. На посилення монетарної політики переважно реагували банки з приватним та іноземним капіталом, тоді як державні банки були інертнішими та в цілому знизили ставки за гривневими депозитами з початку циклу підвищення ключової ставки. Зважаючи на значну частку останніх на роздрібному ринку депозитів (60% гривневих вкладів ДГ), це стримувало зміни ставок за депозитами й інших банків. Водночас у вересні-жовтні динаміка індикативної ставки "Український індекс ставок за депозитами фізичних осіб" свідчила про готовність все більшої кількості банків підвищувати ставки за своїми депозитними продуктами.

Графік 2.6.5. Зміна середньозважених процентних ставок банківських груп за новими гривневими депозитами ДГ та показник покриття ліквідністю за всіма валютами (LCRвв)[#]



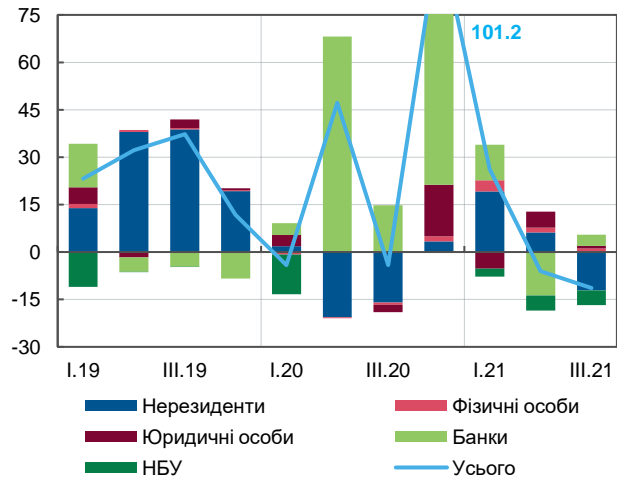
* Зважений відповідно до рівня загальних активів банку, що входить до групи.
 ** За винятком окремих банків із російським капіталом, а також банків, які не залучали нові гривневі депозити ДГ протягом 2021 року.
 # Розмір бульбашки визначається питомою вагою залишків за гривневими депозитами ДГ банків, що входять до групи.
 Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.6.6. Дохідність гривневих ОВДП на первинному ринку, середньозважена за місяць, % річних



Джерело: НБУ.

Графік 2.6.7. Зміна обсягу гривневих ОВДП в обігу в розрізі власників, млрд грн



Джерело: НБУ.

Вартість кредитів для НФК продовжує демонструвати міцніший зв'язок із динамікою облікової ставки, порівняно з депозитами. Середньозважена ставка за гривневими кредитами зросла з 9% у березні (початок циклу посилення монетарної політики) до 9.7% у вересні. Середньозважені ставки за кредитами домогосподарств слабо реагували на зміни облікової ставки та коливалися на високому рівні (29.6% – 29.7%). Це пояснюється більшою ризиковістю споживчих кредитів, питома вага яких у кредитах ДГ перевищує 90%.

Зростання дохідності гривневих ОВДП сприяло активізації ринку державних запозичень

Упродовж більшої частини III кварталу поточного року активність на ринку державних запозичень була низькою. Унаслідок перевиконання дохідної частини бюджету, надходжень за зовнішніми запозиченнями та від розподілу СПЗ, Мінфін стримано підходив до зміни ставок за ОВДП. З кінця липня запропонований рівень дохідності вже не забезпечував достатнього попиту на гривневі цінні папери. У результаті обсяги залучень були одними з найменших у цьому році. На активність інвесторів, зокрема зовнішніх, вплинуло й погіршення умов на світових фінансових ринках. Як наслідок, знизилися обсяги ОВДП у власності нерезидентів.

Підвищення ставок у вересні під час первинного розміщення сприяло зростанню попиту на ОВДП з боку внутрішніх інвесторів. Нерезиденти в окремі періоди також проявляли зацікавленість у гривневих облігаціях, хоча і досить мляво. Достатньо стриманий інтерес з їхнього боку очікується і в наступні роки. Він підтримуватиметься поступовим зниженням сприйняття ризикованості інвестування в українські активи.

Переважання пропозиції іноземної валюти над попитом зміцнило гривню

Протягом III кварталу 2021 року на безготівковому валютному ринку переважав ревальваційний тиск попри зменшення вкладень нерезидентів у гривневі ОВДП. Основними продавцями іноземної валюти були підприємства АПК, ГМК та великі державні компанії. Пропозицію іноземної валюти також генерували надходження від експорту ІТ послуг та зростання переказів від трудових мігрантів.

На готівковому ринку купівля банками валюти перевищила продаж. Утім, у другій половині кварталу сформувався чистий продаж, що пояснюється тривалим зміцненням гривні і очікуваннями девальвації гривні в осінньо-зимовий період.

Переважна більшість операцій НБУ на валютному ринку були операції з купівлі іноземної валюти. В окремі періоди під впливом ситуативних чинників (зокрема через реалізацію відкладеного попиту на іноземну валюту через довгі вихідні у серпні) курс гривні коригувався, а НБУ здійснював інтервенції з продажу іноземної валюти для згладжування надмірних коливань. Загалом за III квартал 2021 року сальдо інтервенцій було додатним і становило майже 0.7 млрд дол. (за три квартали 2021 року 1.5 млрд дол.).

Графік 2.6.8. Чистий продаж клієнтами банків безготівкової* та готівкової іноземної валюти, млн дол.



* На умовах "тод", "том", "спот".
Джерело: НБУ.

Графік 2.6.9. Індекси РЕОК і НЕОК та офіційний обмінний курс гривні



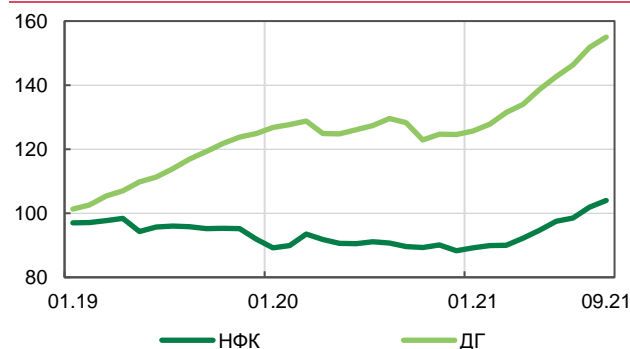
Джерело: IFS, розрахунки НБУ.

Графік 2.6.10. Депозити в національній валюті, 12.2018 = 100



Джерело: НБУ.

Графік 2.6.11. Кредити в національній валюті, 12.2018 = 100



Джерело: НБУ.

Сприятлива ситуація на валютному ринку дала змогу продовжити лібералізацію валютного ринку. Так, із 20 липня [бізнес може купувати](#) іноземну валюту в межах ліміту в 100 тис. євро (в еквіваленті) на день без наявності підстав та зобов'язань та без подання до банку підтвердних документів.

За підсумками III кварталу 2021 року офіційний обмінний курс гривні до долара зміцнився на 2.5% у середньому за квартал та на 6% – з початку року. У результаті зміцнився і НЕОК гривні. А враховуючи вищу ніж у країн-партнерів інфляцію, укріплення РЕОК гривні було ще сильнішим.

Зміцнення РЕОК гривні триватиме й надалі через сприятливі умови торгівлі, зростання продуктивності в сільському господарстві та ІТ, а також конвергенцію зарплат до рівня країн-сусідів на тлі трудової міграції. Однак послаблення ефекту сприятливих умов торгівлі в 2022 році уповільнюватиме подальше його зміцнення. На прогнозованому горизонті РЕОК буде дещо міцнішим за свій рівноважний рівень, що узгоджується з помірним розширенням дефіциту поточного рахунку.

Кредитна активність банків зростає

Кредитна активність банків продовжує поступово відновлюватися. Залишки за гривневими кредитами НФК з початку року зросли на 17.8% і досягли докризового рівня (початку 2014 року). Протягом III кварталу 2021 року найбільше зросли гривневі кредити підприємствам оптової та роздрібної торгівлі. Вони забезпечили майже половину приросту кредитів НФК. Збільшувалися і залишки за кредитами підприємствам добувної та переробної промисловості.

Кредитування ДГ у гривні також помітно пришвидшилося. У вересні зростання споживчих кредитів у річному вимірі становило 18%, у тому числі на придбання транспортних засобів – 30%. Банки нарощують й іпотечне кредитування. Кредити на придбання, будівництво та реконструкцію нерухомості зросли на 38% р/р.

Банки зберігають [позитивні очікування](#) щодо перспектив кредитування. Цьому сприятимуть високий рівень ліквідності, а також позитивні настрої щодо платоспроможності споживачів, загальної економічної активності та перспектив ринку нерухомості.

У III кварталі 2021 року річні зростання гривневих депозитів уповільнилися. Зростання споживчого попиту відобразилось на динаміці вкладів фізичних осіб – у липні-серпні знизилися залишки за вкладами до запитання. Утім така ситуація є традиційною для сезону відпусток і підготовки до навчального року. Восени очікується відновлення припливу коштів на депозити, однак зростання буде повільнішим через ефект бази порівняння.

Вставка 3. Трансмсія прогнозу облікової ставки в окремі ринкові ставки

Прогноз облікової ставки – частина макроекономічного прогнозу НБУ, який разом із публікацією інших макроекономічних показників підвищує прозорість та передбачуваність монетарної політики. Це дає змогу учасникам фінансового ринку оцінити, якою регулятор бачить свою майбутню монетарну політику, націлену на приведення інфляції до цілі. Аналіз вторинного ринку ОВДП на основі динаміки форвардних ставок свідчить, що учасники ринку приділяють увагу динаміці прогнозованої траєкторії облікової ставки та раціонально реагують у відповідь. Це свідчить про підвищення рівня обізнаності щодо дій центрального банку та дієвості трансмісійного механізму.

У липні 2019 року НБУ розпочав публікацію прогнозованої траєкторії облікової ставки як частини свого макроекономічного прогнозу. Він став восьмим центральним банком – таргетером інфляції у світі, який публікує такий прогноз¹⁷.

Прогноз облікової ставки на поточний та наступні два роки щокварталу оприлюднюється в прес-релізі щодо рішень з питань монетарної політики та через тиждень в Інфляційному звіті. Разом із традиційним forward guidance, який зазвичай складається із вербальних сигналів щодо майбутніх намірів, прогноз ключової ставки допомагає учасникам фінансового ринку робити висновки щодо подальшої політики НБУ. Запровадження публікації прогнозу ставки мало на меті поліпшення розуміння економічними агентами майбутньої монетарної політики та посилення дієвості впливу ключової ставки на ринкові ставки (див. Вставку 5 "Публікація прогнозу облікової ставки" в Інфляційному звіті за липень 2019 року).

Так, до публікації прогнозу ставки ринкові очікування щодо зміни ключової ставки формувалися з певним запізненням порівняно з баченням центрального банку. Наприклад, у 2017 році учасники ринку передбачали довший період незмінної ключової ставки. На тлі прискорення інфляції це свідчило про очікування м'якших монетарних умов. Як наслідок, для стримування інфляційних процесів НБУ був змушений жорсткіше реагувати на інфляційні ризики.

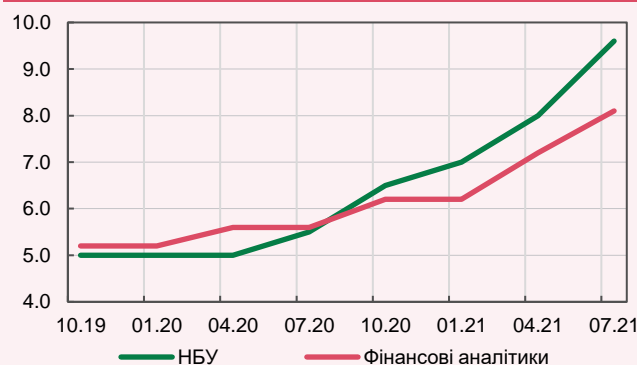
Графік 1. Облікова ставка: очікування фінансових аналітиків та фактичний рівень, %



Джерело: НБУ, ІСУ.

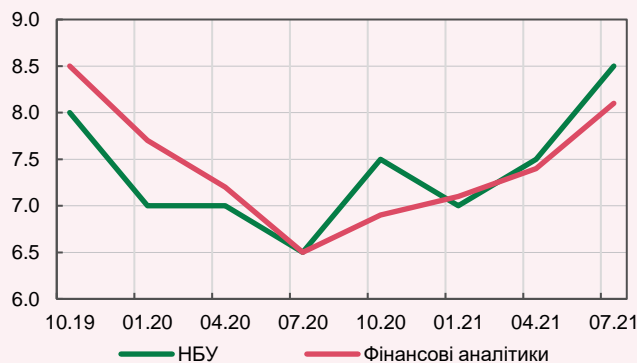
Як свідчать опитування фінансових аналітиків¹⁸, їх прогнозна спроможність щодо рівня облікової ставки суттєво поліпшилася, за винятком першого півріччя 2020 року. Проте це здебільшого відображало дії НБУ на випередження під час поширення коронакризи. Незначне відхилення очікувань аналітиків щодо прогнозу облікової ставки на кінець поточного року відображає певну недооцінку більшістю аналітиків ризиків посилення інфляції.

Графік 2. Прогноз ІСЦ р/р на кінець 2021 року, %



Джерело: НБУ.

Графік 3. Прогноз облікової ставки на кінець 2021 року, %



Джерело: НБУ.

Утім, загалом динаміка очікувань фінансових аналітиків свідчить про поліпшення розуміння учасниками ринку логіки прийняття монетарних рішень.

З метою оцінки впливу прогнозів ставки НБУ на ринкові очікування були проаналізовані також ринкові форвардні ставки.

Оскільки операції з форвардними процентними ставками в Україні не проводяться, вони були

¹⁷ До інших семи належать: центральні банки Грузії, Нової Зеландії, Норвегії, Ізраїлю, Ісландії, Чехії та Швеції. Також з квітня 2021 року розпочав публікацію прогнозу і Центральний банк Російської Федерації.

¹⁸ НБУ проводить кон'юнктурні опитування фінансових аналітиків (професійних прогнозистів) щодо макроекономічних очікувань.

вираховані зі строкової структури процентних ставок¹⁹. Спотові ставки обчислюються як середньозважена дохідність за гривневими ОВДП, які торгуються на вторинному ринку починаючи з першого дня оголошення рішення з питань монетарної політики та закінчуючи через сім днів після нього²⁰. Хоча формальні тести не проводилися²¹, графічний аналіз свідчить про наявність трансмісії прогнозу ключової ставки у ринкових ставках, особливо у короткостроковому періоді.

Таблиця 1. Строкова премія по горизонтах прогнозування

Квартал після рішення	1й	2й	3й	4й	6й	8й	10й
Середня строкова премія, в.п.	1.4	3.3	4.8	3.9	4.9	5.9	7.5

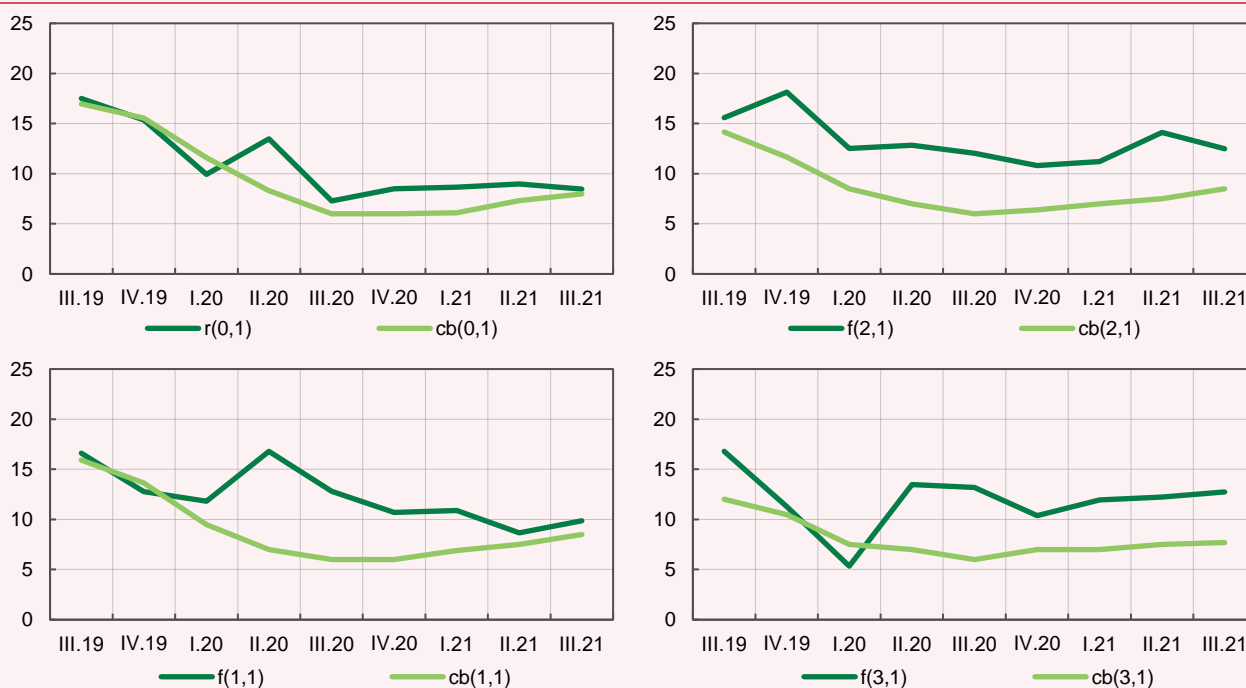
Джерело: розрахунки НБУ.

Форвардні ставки з довшим терміном погашення є волатильнішими, однак спостерігається тенденція до їх зниження. Це відповідало зменшенню прогнозних рівнів ключової ставки. Утім, на тривалішому періоді збільшується вплив строкової премії, яка визначається як різниця між ринковими ставками та прогнозами ключової ставки (таблиця 1).

В умовах фінансової турбулентності (наприклад, через невизначеність, пов'язану з поширенням COVID-19, відплив капіталу в очікуванні згорання програм кількісного пом'якшення ФРС тощо) вплив окремих структурних та фундаментальних чинників на дохідність ОВДП є суттєвішим, ніж вплив ключової ставки.

Проте, коли дія тимчасових чинників вичерпується і ринок відновлює своє нормальне функціонування, ринкові ставки на гривневі ОВДП загалом відповідають траєкторії прогнозу ключової ставки, особливо на короткостроковому періоді.

Графік 4. Прогнозовані облікові ставки та ринкові спотові та форвардні ставки на гривневі ОВДП, %



Джерело: розрахунки НБУ.

¹⁹ Форвардна ставка (x,y) означає розрахункову дохідність фінансового інструменту строком у кварталів через x кварталів. Наприклад, форвардна ставка f(1,1) строком один квартал через квартал – це розрахункова дохідність форвардного контракту, за якої інвестору байдуже, інвестувати відразу на два квартали за спот-ставкою (0,2) чи інвестувати на квартал за спот-ставкою (0,1), а через квартал ще на квартал за форвардною ставкою (1,1). Відповідно, вона порівнювалася з офіційними прогнозами середнього значення ключової ставки через два квартали, cb(1,1). Для співставності з обліковою ставкою (основною операцією за якою є розміщення ДС на 14 днів), спотові та форвардні ставки приведені до 2-тижневого нарахування відсотків.

²⁰ ОВДП були поділені на кілька груп відповідно до їх терміну погашення: 0-I квартали, I-II квартали, II-III квартали, III-IV квартали, 1 – 1.5 роки, 1.5 – 2 роки та 2 – 2.5 роки. Таким чином, розраховувалася спот-ставка r(0,1) та форвардні ставки: f(1,1), f(2,1), f(3,1), f(4,2), f(6,2) та f(8,2). Дані щодо угод з ОВДП очищені від угод з екстремальними параметрами.

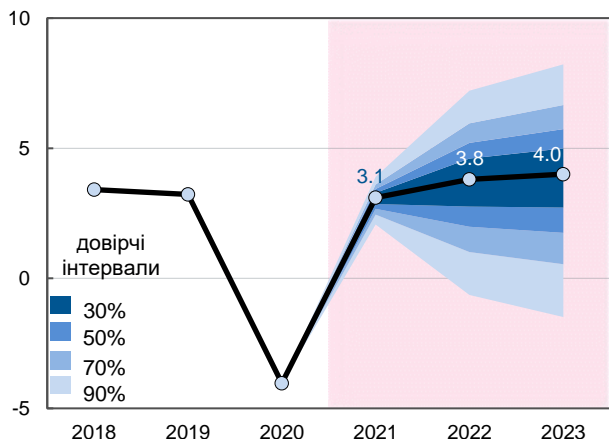
Спотові ринкові ставки r(0,1) рухалися в унісон з прогнозними обліковими ставками на I квартал cb(0,1), останні знизилися з 17% у III кварталі 2019 року до мінімуму в 6% у другій половині 2020 року, а потім збільшилися до 8.5% у III кварталі 2021 році (Графік 1). Суттєве зростання форвардних ставок у II кварталі 2020 році пояснюється зростанням невизначеності через розповсюдження COVID-19 та реакцією на відплив капіталу з ринків, що розвиваються, у т. ч. з України. Подібні сплески у той період спостерігалися за більшістю ринкових форвардних ставок.

²¹ Через короткий ряд даних (з початку публікації наявно лише дев'ять прогнозів ключової ставки), а також відсутність на вітчизняному ринку угод FRA (forward rate agreements) та OIS (overnight index swap), дані за якими використовуються іншими центральними банками під час проведення аналогічних досліджень.

Частина 3. Ризики прогнозу

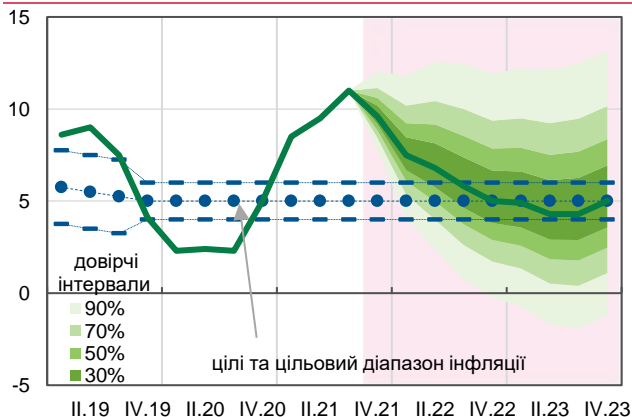
- Основним припущенням макропрогнозу залишається продовження співпраці з МВФ.
- Ключовими ризиками для макропрогнозу є посилення карантину в Україні та у світі, а також триваліший та суттєвіший, ніж передбачалося, інфляційний сплеск у світі.
- Національний банк оцінює баланс ризиків для свого базового прогнозу інфляції та процентної ставки як зміщений вгору, особливо на середньостроковому горизонті.

Графік 3.1. Прогноз реального ВВП, % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.2. 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, ймовірність того, що інфляція перебуватиме в межах найтемнішої ділянки на графіку (навколо центральної лінії), становить 30%. Відповідна властивість зберігається й для інших зон графіка. Отже, ймовірність того, що інфляція не вийде за межі найсвітлішої зони, становить 90%.

Ключовим припущенням цього макропрогнозу є продовження програми співпраці з МВФ. Виконання діючої програми стенд-бай забезпечить надходження необхідного обсягу офіційного фінансування у 2021–2022 роках, кращі умови для зовнішніх запозичень, а також підтримає інтерес іноземних інвесторів до гривневих активів. Співпраця з МВФ сприятиме прискоренню економічного зростання, стабілізації інфляції на рівні цілі, утриманню міжнародних резервів в обсязі 30–31 млрд дол. США в наступні роки. Призупинення програми з МВФ створило б проблеми з зовнішніми джерелами фінансування дефіциту державного бюджету. У разі заміни їх внутрішніми запозиченнями зросте конкуренція уряду з бізнесом за кошти банків. Це створюватиме ризики фіскального витіснення та гальмуватиме зростання економіки. У таких умовах можуть суттєво погіршитися інфляційні та девальваційні очікування, що змусить НБУ вдатися до жорсткішої монетарної політики. Утім, досягнення в жовтні Україною угоди з МВФ щодо перегляду програми фінансування стенд-бай на рівні персоналу (SLA) уможливило розгляд Радою директорів МВФ першого перегляду програми стенд-бай, а також запиту про продовження програми. Це підвищує ймовірність реалізації ключового припущення макропрогнозу.

Ймовірне посилення карантинних заходів у зв'язку з поширенням нових варіантів коронавірусу і тривалішим строком пандемії є одним з основних ризиків прогнозу. Базовий сценарій макропрогнозу передбачає карантин "червоних зон" окремо за регіонами, утім можливим є і несприятливіший сценарій. Упровадження на один місяць жорсткого локдауну по всій території країни задля приборкання сплеску захворюваності призведе до додаткових 0.3 в.п. втрат ВВП цього року. У разі жорсткого локдауну також зросте потреба в додаткових бюджетних витратах. Водночас негативний вплив більше позначатиметься на пропозиції, ніж на попиті, що може зумовити посилення проінфляційного тиску.

Суттєвим є ризик тривалішої та вищої інфляції в розвинених країнах з огляду на стрімкіше зростання попиту порівняно з можливостями нарощування пропозиції, зокрема порушення ланцюгів постачання, дефіцит напівпровідникової та іншої проміжної продукції, а також продовження проблем з логістикою. Ці чинники можуть призвести до глобальної стагфляції, яка відобразиться і на Україні. За таких умов, монетарна політика буде балансувати між необхідністю приборкання інфляції та уникненням рецесії. Утім, з огляду на

		Ймовірність настання ризику		
		Низька <15%	Середня 15%–25%	Висока 25%–50%
Ступінь впливу на базовий сценарій	Слабкий			
	Помірний	Зниження врожаю основних с/г культур	Посилення трудової міграції та зростання зарплат	
	Сильний		Ескалація військового конфлікту Гальмування співпраці з МВФ	Погіршення умов торгівлі Посилення карантинних заходів Інфляційний сплеск у світі, стагфляція, вплив капіталу з ЄМ

важливість збереження контролю за інфляційними очікуваннями, проведення жорсткішої монетарної політики не матиме альтернативи.

Як окремий випадок стагфляційного шоку для української економіки варто розглядати суттєве зниження врожаю зернових, олійних та плодовоовочевих культур в Україні через дефіцит добрив або несприятливі погодні умови. Це формуватиме ризики уповільнення економічного зростання разом із прискоренням інфляції. Експортні ціни очікувано будуть вищими, однак це не компенсує втрат від зниження фізичних обсягів поставок. Це генеруватиме тиск на обмінний курс гривні та продовольчу інфляцію. Реакція монетарної політики відобразить баланс між потребою в зниженні інфляційного тиску та мінімізацією втрат для економіки.

Ризик розбалансування інфляційних очікувань може зумовити прискорений перехід провідних центральних банків до жорсткішої монетарної політики. Жорсткіші монетарні умови в світі спричинять загострення конкуренції країн ЄМ за капітал. Така конкуренція посилюється з огляду на швидші темпи відновлення в розвинених економіках порівняно з ЄМ, що об'єктивно здорожує вартість залучень для останніх. У таких умовах НБУ буде змушений вдаватися до жорсткішої політики, ніж у базовому сценарії.

Іншим вагомим зовнішнім ризиком є стрімкіше погіршення умов торгівлі. У разі продовження зростання цін на газ та нафту або різкого зниження світових цін на товари українського експорту з поточних високих рівнів підвищиться девальваційний тиск на обмінний курс гривні. Зростання цін на енергоносії додатково впливатиме на інфляцію як напряду через підвищення цін на паливо та адміністративно регульованих тарифів, так і через вторинні ефекти на логістику та собівартість виробництва. Це потребуватиме жорсткішої монетарної політики порівняно з базовим сценарієм для усунення надлишкового інфляційного тиску.

Посилений попит на робочу силу в Європі в умовах подальшого зменшення карантинних обмежень може призвести до збільшення трудової міграції з України. Відповідно активно продовжуватиметься конкуренція за кваліфіковану робочу силу на внутрішньому ринку праці, що зумовить подальше прискорення зростання заробітних плат в економіці. Це може створити додатковий тиск на інфляцію з боку попиту та витрат на оплату праці та вимагатиме посилення монетарної політики задля приведення інфляції до цілі.

Зберігається ризик ескалації військового конфлікту на сході країни, що може суттєво погіршити інвестиційну привабливість України та очікування всіх економічних агентів.

Припущення прогнозу

Показники		2019*	2020*	2021		2022		2023	
				поточні	попе- редні	поточні	попе- редні	поточні	попе- редні
Реальний ВВП країн - ОТП України (UAwGDP)	% р/р	2.5	-3.9	5.6	5.5	3.5	3.6	3.2	3.2
ІСЦ торговельних партнерів (UAwCPI)	% р/р	2.9	2.1	5.2	4.1	3.0	2.6	2.9	2.6
Світові ціни:**									
Сталь, Steel Billet Exp FOB Ukraine	дол./т	411	389.4	614.1	620.9	562.1	562.1	509.9	509.9
	% р/р	-17.2	-5.2	57.7	59.5	-8.5	-9.5	-9.3	-9.3
Залізна руда, China import Iron Ore Fines 62% FE	дол./т	93.8	108.9	169.4	177.5	128.8	132.5	95.0	95.0
	% р/р	34.6	16.1	55.6	63.0	-24.0	-25.3	-26.2	-28.3
Пшениця, No.1 Hard Red Winter, ordinary	дол./т	164	186.2	255.3	231.6	260.0	195.0	254.1	186.8
protein, Kansas City	% р/р	-11.7	13.3	37.1	24.4	1.8	-15.8	-2.3	-4.3
Кукурудза, Yellow #2 Delivery USA Gulf	дол./т	170	165.4	258.3	260.9	219.6	209.3	195.4	194.1
	% р/р	3.5	-2.8	56.2	57.7	-15.0	-19.8	-11.0	-7.3
Нафта, Brent	дол./бар.	64.2	42.3	69.4	66.1	67.1	63.9	62.4	62.4
	% р/р	-9.6	-34.1	64.1	56.2	-3.3	-3.3	-7.0	-2.3
Газ, Netherlands TTF	дол./1000м3	161	115.0	540.2	316.2	475.1	253.6	253.6	197.0
	% р/р	-43.5	-28.7	369.7	175.0	-12.1	-19.8	-46.6	-22.3
Транзит газу	млрд м3	89.6	55.8	45.0	50.0	40.0	40.0	40.0	40.0
Урожай зернових та зернобобових	млн т	75.1	64.9	81.0	77.0	75.0	75.0	75.0	75.0
Мінімальна зарплата**	грн	4173	4815.0	6042.0	6042.0	6550.0	6550.0	7176.0	7176.0

* Фактичні дані.

** У середньому за рік.

Макроекономічний прогноз (Жовтень 2021)

Показники	2021								2022				2023								
	2018	2019	2020	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 07.2021	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 07.2021	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 07.2021
РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше																					
Номинальний ВВП, млрд грн	3560	3977	4192	1009	1169	1518	1495	5190	4975	1155	1343	1641	1611	5750	5485	1256	1469	1803	1772	6300	6000
Реальний ВВП	3.5	3.2	-4.0	-2.2	5.7	4.0	4.3	3.1	3.8	5.4	7.3	1.5	2.1	3.8	4.0	3.0	3.8	4.4	4.6	4.0	4.0
Дефлятор ВВП	15.4	8.2	9.8	20.7	26.4	26.0	10.2	20.1	14.3	8.7	7.0	6.4	5.5	6.7	6.0	5.6	5.4	5.3	5.2	5.4	5.2
ІСЦ (середнє за період)	10.9	7.9	2.7	-	-	-	-	9.3	9.4	-	-	-	-	6.7	6.6	-	-	-	-	4.6	4.9
ІСЦ (на кінець періоду)	9.8	4.1	5.0	8.5	9.5	11.0	9.6	9.6	9.6	7.5	6.8	5.8	5.0	5.0	5.0	4.9	4.3	4.3	5.0	5.0	5.0
Базова інфляція	8.7	3.9	4.5	5.9	7.3	7.4	7.1	7.1	7.3	6.0	4.5	3.9	3.3	3.3	4.0	3.4	3.6	3.8	4.0	4.0	4.0
Небазова інфляція	10.7	4.8	5.9	12.4	12.6	16.6	13.1	13.1	12.9	9.2	9.8	8.3	7.4	7.4	6.5	6.7	5.1	5.0	6.2	6.2	6.1
Сирі продтовари	3.3	3.9	4.1	11.8	5.1	14.2	9.8	9.8	10.6	5.4	6.6	4.1	3.4	3.4	3.5	3.0	2.9	3.8	3.7	3.7	3.6
Адміністративно регульовані ціни	18.0	8.6	9.9	13.0	18.0	17.1	14.6	14.6	14.2	12.7	12.7	12.3	11.3	11.3	9.2	10.4	7.2	6.1	8.3	8.3	8.3
ІЦВ (на кінець періоду)	14.2	-7.4	14.5	26.3	39.1	45.1	37.0	37.0	27.5	20.9	14.5	6.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Номинальна заробітна плата (у середньому за період)	24.8	18.4	10.4	16.6	27.1	19.9	14.0	19.2	18.8	13.9	13.6	12.5	11.6	12.9	10.8	9.8	9.2	8.2	8.1	8.8	8.4
Реальна заробітна плата (у середньому за період)	12.5	9.5	7.4	8.6	16.5	8.6	3.7	9.1	8.7	5.3	6.3	5.9	6.0	5.9	3.9	4.6	4.4	3.8	3.2	4.0	3.4
Безробіття, % (МОП, у середньому за період)	8.8	8.2	9.5	-	-	-	-	9.4	9.1	-	-	-	-	8.6	8.5	-	-	-	-	8.6	8.5
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР																					
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	-67.8	-87.3	-224	-	-	-	-	-209	-200	-	-	-	-	-203	-165	-	-	-	-	-190	-181
% від ВВП	-1.9	-2.2	-5.4	-	-	-	-	-4.0	-4.0	-	-	-	-	-3.5	-3.0	-	-	-	-	-3.0	-3.0
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд грн	-75.4	-89.2	-243	-	-	-	-	-209	-199	-	-	-	-	-203	-166	-	-	-	-	-192	-183
% від ВВП	-2.1	-2.2	-5.8	-	-	-	-	-4.0	-4.0	-	-	-	-	-3.5	-3.0	-	-	-	-	-3.0	-3.0
ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)																					
Поточний рахунок, млрд дол.	-6.4	-4.1	5.3	-0.9	0.2	-0.8	-0.4	-1.9	-0.7	-1.2	-1.1	-2.1	-1.3	-5.7	-5.6	-1.3	-2.8	-3.1	-2.3	-9.5	-9.1
Експорт товарів та послуг, млрд дол.	59.2	63.6	60.7	16.3	19.2	21.8	22.9	80.3	75.8	19.9	19.5	19.7	20.5	79.6	74.4	17.9	17.8	19.4	20.3	75.4	72.9
Імпорт товарів та послуг, млрд дол.	70.6	76.1	63.1	17.2	18.7	22.5	24.5	82.9	79.6	21.8	22.0	22.8	24.0	90.6	86.3	20.4	22.2	23.8	25.0	91.4	88.3
Приватні грошові перекази в Україну, млрд дол.	11.1	11.9	12.0	3.2	3.5	3.7	4.0	14.3	13.3	3.4	3.7	3.8	4.2	15.0	14.1	3.5	3.8	3.9	4.4	15.7	14.8
Фінансовий рахунок, млрд дол.	-9.3	-10.1	3.3	0.1	-1.0	0.9	-2.2	-2.3	-1.1	-0.4	-1.0	-2.1	-1.3	-4.9	-7.2	-3.5	-2.4	-3.6	-2.1	-11.5	-11.8
Зведений баланс, млрд дол.	2.9	6.0	2.0	-1.0	1.3	-1.6	1.8	0.4	0.4	-0.8	-0.1	0.0	0.0	-0.9	1.5	2.2	-0.4	0.4	-0.2	2.0	2.8
Валові резерви, млрд дол.	20.8	25.3	29.1	27.0	28.4	28.7	31.1	31.1	31.3	30.1	31.3	30.5	30.2	30.2	31.6	31.6	30.9	30.3	29.6	29.6	31.7
Місяців імпорту майбутнього періоду	3.3	4.8	4.2	3.7	3.7	3.8	4.1	4.1	4.4	4.1	4.2	4.1	4.0	4.0	4.3	4.0	3.9	4.8	3.7	3.7	4.2
МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)																					
Грошова база, %	9.2	9.6	24.8	2.1	8.2	8.1	14.4	14.4	17.9	-0.2	3.8	4.9	8.2	8.2	7.9	0.7	1.8	2.8	6.4	6.4	6.7
Грошова маса, %	5.7	12.6	28.6	0.1	3.4	4.1	10.7	10.7	13.8	1.0	4.9	6.5	12.5	12.5	10.9	2.0	3.8	6.1	10.9	10.9	11.5
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	2.8	2.8	2.3	-	-	-	-	2.5	2.4	-	-	-	-	2.5	2.4	-	-	-	-	2.5	2.3

Абревіатури та скорочення

ВВП	Валовий внутрішній продукт	ОТП	Основні торговельні партнери
ВДВ	Валова додана вартість	ПДВ	Податок на додану вартість
ГМК	Гірничо-металургійний комплекс	ПДФО	Податок та збір на доходи фізичних осіб
ДКСУ	Державна казначейська служба України	ПІІ	Прямі іноземні інвестиції
ДМСУ	Державна митна служба України	ПСГ	Підземні сховища газу
ДС	Депозитні сертифікати	РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ДСЗУ	Державна служба зайнятості України	СЗДУ	Сектор загального державного управління
ДССУ	Державна служба статистики України	СПЗ	Спеціальні права запозичення
ЄКР	Єдиний казначейський рахунок	США	Сполучені Штати Америки
ЄС	Європейський Союз	ТЕС	Теплові електростанції
ЄЦБ	Європейський центральний банк	ФОП	Фізична особа-підприємець
ЖКГ	Житлово-комунальне господарство	ФРС	Федеральна резервна система США
ІСЦ	Індекс споживчих цін	ЕСРІ	Індекс зміни світових цін на товари українського експорту
ІОДА	Індекс очікувань ділової активності	ЕМ	Emerging Markets, країни, ринки яких розвиваються
КПМ	Квартальна прогнозна модель	PMI	Purchasing Managers' Index, індекс ділової активності
МВФ	Міжнародний валютний фонд	UAWCPI	Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України
МОП	Міжнародна організація праці	UAWGDP	Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України
МФУ	Міністерство фінансів України	UIIR	Український індекс міжбанківських ставок
НБУ	Національний банк України		
НЕОК	Номінальний ефективний обмінний курс		
ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики		
ОЗДП	Облігації зовнішньої державної позики		
ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти		
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 кварталальному 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