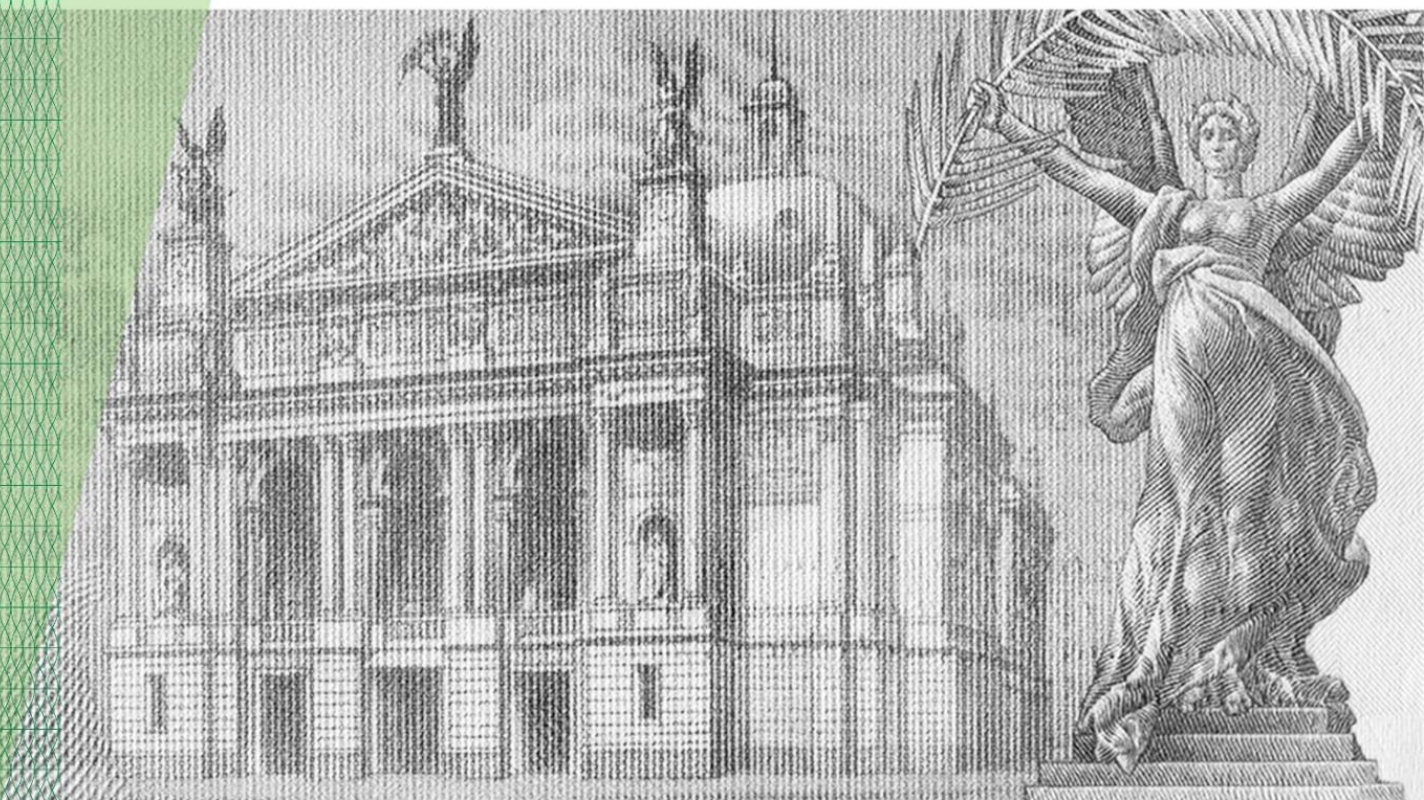




Національний  
банк України

# Інфляційний звіт

Січень 2022 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 відрзнялася 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 – 19 січня 2022 року, за окремими показниками – 26 січня 2022 року.

Прогнози інфляції та інших макроекономічних показників були підготовлені Департаментом монетарної політики та економічного аналізу і 20 січня 2022 року схвалені на засіданні Правління НБУ з питань монетарної політики<sup>1</sup>.

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>.

---

<sup>1</sup> Рішення Правління Національного банку України від 20 січня 2022 року № 25-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

## Зміст

Головне	4
Частина 1. Зовнішнє середовище	7
Частина 2. Економіка України	11
2.1. Інфляційний розвиток	11
Вставка 1. Оцінка досягнення цілі з інфляції	16
2.2. Попит і випуск	18
2.3. Ринок праці та доходи домогосподарств	24
2.4. Фіскальний сектор	27
Вставка 2. Параметри державного бюджету України у 2022 році	30
2.5. Платіжний баланс	32
Вставка 3. СВМ – загроза чи шанс модернізації для економіки України?	36
Вставка 4. Сировинні умови торгівлі та монетарна політика	38
2.6. Монетарні умови та фінансові ринки	40
Частина 3. Ризики прогнозу	44
Абревіатури та скорочення	49

## Головне

### Після проходження піку восени 2021 року інфляція знижувалася, але повільніше, ніж очіувалося, а фундаментальний інфляційний тиск навіть посилювався

Наприкінці року інфляція знижувалася завдяки рекордним урожаям і корекції окремих світових цін на продовольство, ефектам від зміцнення гривні в попередні місяці, вичерпанню низької бази порівняння та посиленню монетарної політики. Стримували інфляцію також адміністративні рішення щодо фіксації тарифів на деякі житлово-комунальні послуги (ЖКП). У результаті зростання споживчих цін сповільнилося з пікових 11% у вересні до 10% у грудні.

Швидшому сповільненню інфляції завадили перенесення на вартість товарів і послуг подальшого зростання світових цін на енергоносії та тиск з боку інших виробничих витрат бізнесу, у тому числі й на оплату праці. Також зберігався вплив стійкого споживчого попиту. Це, зокрема, мало наслідком подальше зростання базової інфляції до 7.9% на кінець року.

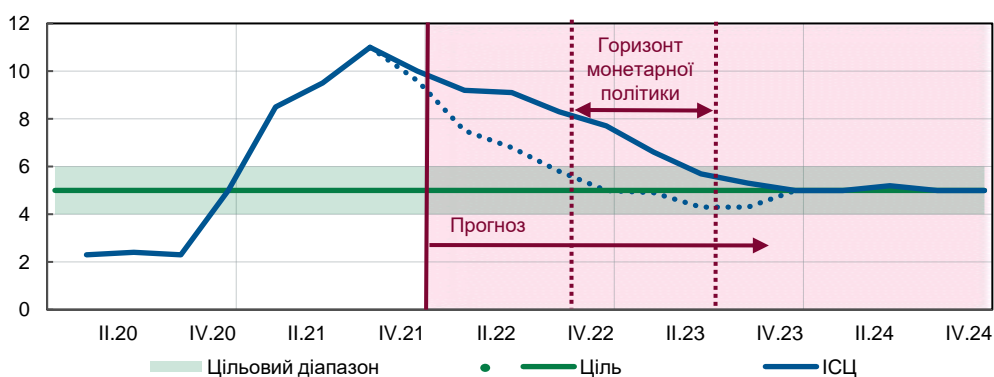
### У 2022 році інфляція сповільниться, але повернеться до цілі 5% лише в 2023 році

Національний банк погіршив прогноз інфляції на 2022 рік з 5% до 7.7%, зважаючи на реалізацію низки проінфляційних чинників.

Зокрема, світові ціни на енергоносії залишатимуться вищими довший час, ніж очіувалося раніше. Це тиснутиме на виробничі витрати бізнесу та тарифи ЖКП. Зберігатиметься й значний ціновий тиск з боку країн – торговельних партнерів України, у яких інфляція лише наближається до пікових значень. Надалі реалізовуватимуться вторинні ефекти від зростання виробничих витрат бізнесу на сировину й оплату праці. Суттєвіше, ніж очіувалося, зростання зарплат підживлюватиметься підвищенням попиту на вітчизняну робочу силу як усередині країни, так і за кордоном, а також професійно-кваліфікаційними диспропорціями на ринку праці. На тлі зростання доходів населення зберігатиметься стійкий споживчий попит, який також стримуватиме сповільнення інфляції.

Крім того, погіршення інформаційного фону на тлі геополітичної напруженості наприкінці минулого року позначилося на настроях різних груп економічних суб'єктів та спричинило девальваційний тиск на гривню. Це в найближчі місяці формуватиме додатковий ціновий тиск через курсовий канал і канал очікувань.

Графік 1<sup>2</sup>. ІСЦ (станом на кінець періоду, % р/р) та інфляційні цілі



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Поступовому зниженню інфляції сприятимуть посилення монетарної політики НБУ, корекція світових цін на сировинні товари, вплив рекордних минулорічних урожаїв. Додатковий вплив матиме вгамування світового інфляційного сплеску та вичерпання наслідків пандемії, що, зокрема, відобразиться в суттєвішій корекції цін на сировину, продовольство та логістику.

Посилення монетарної політики Національним банком також сприятиме зниженню фундаментального інфляційного тиску. Очікується, що базова інфляція в наступні роки

<sup>2</sup> Якщо не позначено інше – пунктирна лінія на графіках означає попередній прогноз.

сповільниться до близько 4%, а основний внесок у подорожчання споживчого набору матиме адміністративна складова.

Водночас інфляційна динаміка протягом 2022 року буде доволі волатильною через ефекти бази порівняння. Крім того, в Україні, як і в багатьох країнах світу, інфляційний сплеск буде тривалішим, ніж передбачалося раніше. Зважаючи на потужність проінфляційних чинників і потребу подальшої підтримки постпандемічного відновлення економіки, повернення інфляції до цільового діапазону  $5\% \pm 1$  в. п. за дотримання закладених у базовий сценарій монетарних умов передбачається в середині 2023 року.

### **Зростання ВВП дещо прискориться – до 3.4% у 2022 році, але стрімкіше відновлення економіки обмежуватимуть дорогі енергоносії та вплив інформаційного фону навколо геополітичної напруженості**

У 2021 році зростання реального ВВП, за оцінками НБУ, становило близько 3%. Відновленню економіки сприяли стійкий споживчий попит, нарощування інвестицій підприємствами після кризи, а також рекордний урожай сільськогосподарських культур. Водночас економічне пожвavlення було повільнішим, ніж очікувалося. Серед причин – стрімке подорожчання енергоносіїв та їх дефіцит, вплив низьких урожаїв 2020 року, повільніше відновлення сектору послуг, обмежені потужності окремих виробничих секторів, суттєвіші втрати від пандемії, а також стрімкіша фіскальна консолідація.

Прогноз зростання реального ВВП на 2022 рік переглянуто з 3.8% до 3.4%. Економіку підтримають споживчий попит і все ще доволі сприятливі умови торгівлі. Натомість вагомим стримуючим чинником залишатиметься напружена геополітична ситуація, що негативно впливатиме на інвестиційні рішення. Крім того, попри поступове згасання пандемії, наслідки коронакризи залишатимуться доволі відчутними. Порівняно високі ціни на енергоносії та дефіцит окремих видів сировини, передусім у першому півріччі, також обмежуватимуть потенціал зростання.

У 2023–2024 роках зростання реального ВВП прискориться до близько 4% на рік. Цьому має посприяти стабілізація геополітичної ситуації протягом 2022 року, остаточне вичерпання негативних ефектів пандемії, подальше зростання світової економіки та збереження доволі сприятливих умов торгівлі.

### **Завдяки сприятливим умовам торгівлі дефіцит поточного рахунку у 2021 році був незначним, однак надалі він помірно розшириться внаслідок зростання внутрішнього попиту**

У 2021 році поточний рахунок зведено з незначним дефіцитом (1.1% ВВП). Цьому сприяли високі світові ціни на основні товари українського експорту – продовольство та продукцію гірничо-металургійного комплексу (ГМК). Водночас наприкінці року дефіцит поточного рахунку стрімко розширився під впливом значного подорожчання енергоносіїв, скорочення зовнішнього попиту на продукцію ГМК і рекордних виплат дивідендів. Унаслідок пожвavlення внутрішнього попиту (як споживчого, так і інвестиційного) надалі від'ємне сальдо розшириться – до 3.3% ВВП у 2022 році та до 3.3–3.5% ВВП у наступні роки.

### **Подальший прогрес у співпраці з МВФ є одним з основних чинників, які сприятимуть стійкішому економічному розвитку**

Фінансування МВФ істотно підтримало українську економіку у 2020–2021 роках. Співпраця з Фондом матиме не менш вагоме значення і надалі – особливо в умовах нинішнього погіршення інформаційного фону на тлі напруженої геополітичної ситуації та посилення конкуренції країн із ринками, що розвиваються, за іноземний капітал через жорсткіші монетарні умови у світі.

### **Реалізація значної кількості проінфляційних ризиків вимагає посилення монетарної політики НБУ для поліпшення інфляційних очікувань і забезпечення стійкого зниження інфляції до цілі 5%**

Національний банк у січні підвищив облікову ставку на 1 в.п. до 10% річних. Очікується подальше жорсткішання монетарної політики. Відповідно до базового сценарію прогнозу монетарні умови залишатимуться помірно жорсткими на всьому прогнозному горизонті. Облікова ставка перебуватиме на рівні не нижче нейтрального впродовж нинішнього та наступних років.

Для посилення процентного каналу монетарної трансмісії Національний банк підвищить у лютому на 2 в. п. норматив обов'язкових резервів за поточними рахунками в гривні, а також за коштами в іноземній валюті. Це дасть змогу стимулювати більш строкові залучення за одночасного збереження ролі обов'язкових резервів у дедоларизації. Також у березні буде розглянуто питання щодо запровадження інших заходів з регулювання структурного профіциту ліквідності банківської системи.

Національний банк надалі використовуватиме механізм валютних інтервенцій для згладжування надмірних коливань на ринку. Водночас НБУ прийняв рішення протягом найближчих кварталів утриматися від планових щоденних інтервенцій із купівлі валюти на міжбанківському валютному ринку для поповнення резервів (із серпня 2021 року їхній обсяг становив 5 млн дол. США).

### **Ключовими ризиками для прогнозу залишаються ескалація Росією воєнного конфлікту і довший та суттєвіший, ніж очікувалося раніше, ціновий сплеск у світі**

Нагнітання інформаційного фону навколо потенційної військової агресії відображається в падінні вартості українських активів та девальваційному тиску. Тривале збереження геополітичної напруженості може вкрай негативно вплинути на очікування населення, бізнесу та інвесторів. Також воно буде значною перешкодою для інвестицій в економіку та ускладнюватиме залучення зовнішнього фінансування. У разі загострення геополітичних ризиків НБУ буде готовий до посилення монетарної політики.

Вагомим ризиком залишається й подальше розгортання світового інфляційного сплеску, у тому числі через збереження високих цін на енергоносії та продовольство. Деякі країни, у тому числі торговельні партнери України, лише наближаються до пікових значень інфляції. Подальша цінова динаміка у світі істотно залежатиме від швидкості реакції провідних центральних банків на інфляційні виклики. Зволікання призведе до зростання зовнішнього цінового тиску. Натомість швидке посилення монетарної політики ключовими центробанками містить ризики значного відпливу капіталу з країн із ринками, що розвиваються.

Базовий сценарій прогнозу НБУ передбачає подальше зниження впливу пандемії на українську економіку. Проте поява нових варіантів коронавірусу на тлі все ще недостатнього рівня вакцинації створює ризики додаткових економічних втрат у 2022 році. Нові спалахи пандемії навряд чи сильно вдарять по споживчому попиту, натомість пригнічуватимуть ділову активність. Це супроводжуватиметься посиленням інфляційного тиску.

Існують також інші ризики проінфляційного характеру. Так, істотне погіршення умов торгівлі та/або різке зниження врожаїв після торішніх рекордів можуть сформувані додатковий девальваційний та ціновий тиск. Пожвавлення трудової міграції на тлі поступового згасання пандемії може посилити диспропорції на внутрішньому ринку праці та призведе до більшого зростання витрат бізнесу на оплату праці, що згодом теж позначиться на споживчих цінах.

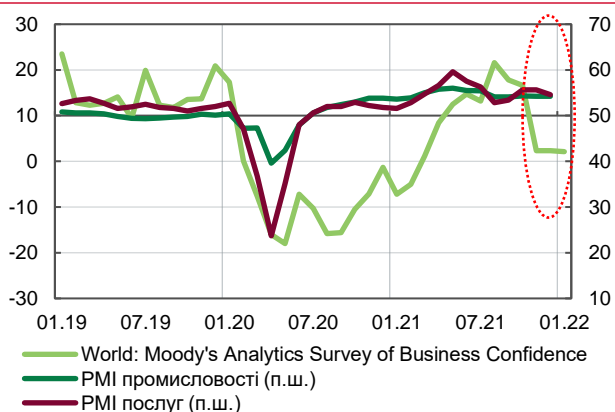
Окремим ризиком є питання швидкості змін адміністративно-регульованих тарифів. Відтермінування рішень щодо зміни тарифів на ЖКП акумулюватиме квазіфіскальні дисбаланси й ціновий тиск у майбутньому. Натомість швидке приведення тарифів на ЖКП до економічно обґрунтованих рівнів створить значний інфляційний тиск та призведе до погіршення очікувань.

Як і раніше, Національний банк оцінює баланс ризиків для свого базового прогнозу інфляції та процентної ставки як зміщений угору, особливо на середньостроковому горизонті.

## Частина 1. Зовнішнє середовище

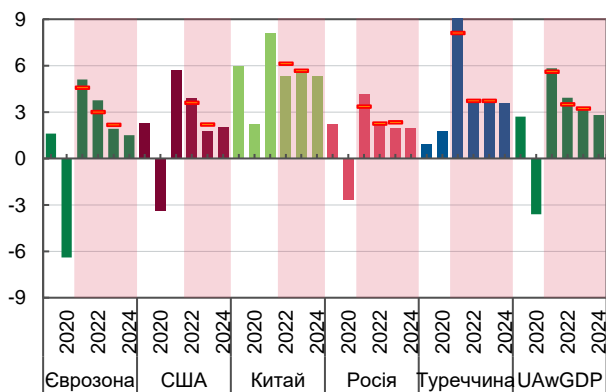
- Зростання світової економіки уповільниться після стрімкого відновлення у 2021 році, однак воно буде сталим завдяки поступовій відміні карантинних заходів, налагодженню ланцюгів постачання, активізації світової торгівлі.
- На світових товарних ринках ціни знижуватимуться внаслідок нарощування пропозиції на тлі зменшення епідемічної невизначеності. Незважаючи на це, загальний рівень цін буде вищим порівняно з допандемічним через активізацію заходів боротьби з викидами.
- Інфляція в більшості країн – ОТП залишатиметься високою довше, ніж раніше очікувалося, через значне подорожчання енергоресурсів. Лише у 2023 році вона наблизиться до цільових рівнів.
- Фінансові умови посилюватимуться через згортання QE ФРС та очікуване підвищення нею ставок уже наприкінці I кварталу 2022 року, попри м'яку політику ЄЦБ. Конкуренція за капітал серед ЕМ посилиться, що потребуватиме подальшого ужорсткішання ними 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.

### Світова економіка зростає завдяки налагодженню ланцюгів постачання та активізації світової торгівлі

У IV кварталі зростання [світової економіки](#) сповільнилося через поширення нових варіантів COVID-19, що негативно позначилося на рівні ділової впевненості, насамперед у сфері послуг. Натомість [світова промисловість](#) стабільно відновлювалася, а компанії очікують подальшого зростання виробництва у 2022 році. Вагомим фактором такої динаміки стали ознаки налагодження ланцюгів постачання. Про це свідчив [Global Supply Chain Pressure Index](#) (розроблений ФРБ Нью-Йорка), окремі [складові якого вказували на проходження піку](#). Так, сповільнилося зростання вартості морських перевезень, почали знижуватися строки доставки, скорочуватися обсяги невиконаних замовлень. На тлі нарощування пропозиції, країни продовжували відміну [торговельних обмежень](#), пов'язаних із пандемією.

Однак тиск з боку порушень ланцюгів постачання наприкінці 2021 року все ще перебував на високих рівнях, а затримки з постачання окремих комплектуючих та сировини спричинило найбільше за майже 24 роки збільшення [їх запасів](#). Як наслідок, зростання [світової торгівлі товарами](#) в IV кварталі сповільнилося. Очікується, що обсяги [світової торгівлі товарами](#) зростуть на 4.7% у 2022 році (після прискорення на 10.8% у 2021 році), наблизившись до свого допандемічного довгострокового рівня.

[Нерівномірність](#) у відновленні розвинутих країн і країн ЕМ зберігалася через різницю в темпах вакцинації та масштабах фіскальних і монетарних стимулів.

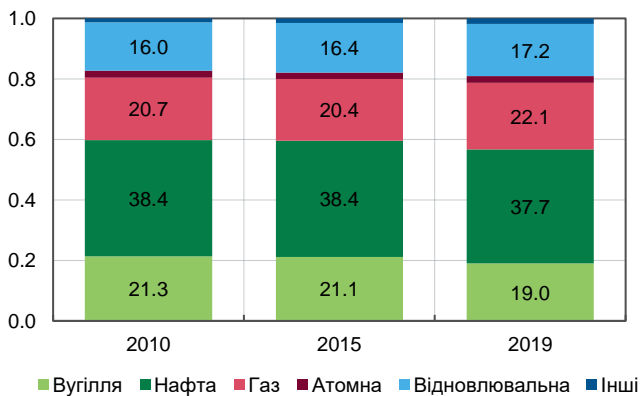
Відновлення економіки США залишається стійким: уповільнення зростання нових замовлень у [промисловому](#) секторі компенсується рекордними замовленнями у сфері [послуг](#) (попри поширення Omicron), а зростання інфляції витрат уповільнилося завдяки певному налагодженню ланцюгів постачання. Однак споживча інфляція залишається високою. [За оцінками ФРС](#) економіка наблизилася до максимальної зайнятості, [доходи населення](#) зростають як за рахунок підвищення заробітної плати, так і державних соціальних допомог. Очікується, що реальний ВВП США у 2022 році зростатиме завдяки усуненню обмежень пропозиції в більшості секторів. Натомість тиск з боку попиту послабиться через вичерпання ефектів від стимулюючої фіскальної політики під час пандемії. Це на тлі посилення

**Графік 1.4.** Ціна на викиди вуглецю на ETS (євро/т) та ціна на природний газ на нідерландському ринку, TTF (дол./тис. м³)



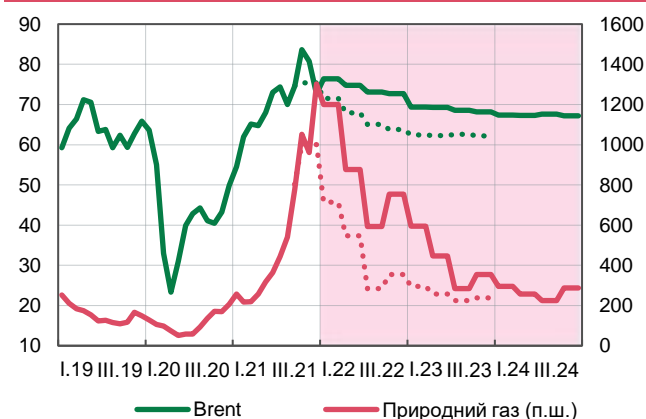
Джерело: Investing.

**Графік 1.5.** Структура валового споживання енергії у світі



Джерело: World bioenergy association.

**Графік 1.6\*.** Світові ціни на нафту марки Brent (дол./бар.) та ціни на природний газ на нідерландському ринку, TTF (дол./тис. м³), середні за квартал



Джерело: Refinitiv Datastream, прогноз НБУ.

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

монетарної політики призведе до помітного сповільнення зростання реального ВВП у 2023 – 2024 роках. Утім, на всьому прогнозі рівень реального ВВП буде значно вищим від [потенційного](#).

Зростання економіки Єврозони в IV кварталі сповільнилося передусім через послаблення ділової активності у [сфері послуг унаслідок](#) погіршення епідемічної ситуації. Натомість, [промисловий сектор](#) і далі нарощував виробництво. Очікується, що економіка Єврозони продовжить відновлюватися завдяки все ще м'якій фіскальній та монетарній політиці в умовах високого внутрішнього попиту, що підтримуватиметься поліпшенням ринку праці, та [перевищить](#) допандемічний рівень уже в I кварталі 2022 року.

Високі ціни на сировину, стійкий попит з боку розвинутих країн і відносно низькі світові процентні ставки сприяли зростанню економік ЕМ попри нові хвилі захворюваності. Очікується, що країни ЕМ – ОТП України нарощуватимуть активність у міру стабілізації епідемічної ситуації. Економічне зростання Китаю буде стійким, незважаючи на сповільнення наприкінці 2021 року через спад у секторі нерухомості та суворий карантин. Цьому сприятимуть зниження податків і зборів для бізнесу, державна цільова підтримка сфери послуг та пом'якшення монетарної політики. Країни ЦСЄ відновлюватимуться завдяки поліпшенню світової торгівлі та зміцненню ринку праці внаслідок пом'якшення карантину.

**Глобальна інфляція сповільнюватиметься через нарощування пропозиції, але рівень цін буде вищим допандемічного через активізацію заходів боротьби з викидами**

Після криз світ часто стикається з підвищеним попитом і високими цінами на енергетичні ресурси. Не став винятком і 2021 рік, проте його особливістю стала енергетична криза, а однією з причин – активізація зеленої політики на тлі обмежених поставок екологічно чистіших джерел енергії. За даними [ООН](#), для боротьби зі змінами клімату глобальні викиди вивантажені скорочуватися щороку на 7.6%, проте навіть у кризовий 2020 рік вони знизилися лише на [5.8%](#). Найдієвішим інструментом наразі є [встановлення](#) цін на вуглець різними методами (податковим або через торгівлю квотами). За оцінками експертів, для досягнення поставлених цілей зі скорочення викидів ціна має зростати і залишатися вище [75 доларів США](#).

У ЄС у межах дії Системи торгівлі квотами на викиди наприкінці 2021 року ціни швидко наблизилися до цієї позначки через суттєве збільшення попиту на вугілля та нафту в умовах обмеженої пропозиції природного газу. Однак у світі на вугілля та нафту припадає більше половини викидів вуглецю. Лише на [коксівне вугілля](#), що використовується переважно у виробництві сталі, припадає близько 8% світових викидів. Це спонукає виробників до використання екологічніших видів енергії, зокрема природного газу, та збільшує попит на біоетанол.

Згідно з [прогнозами](#) світових організацій, очікується стійкий тренд на зростання цін на вуглець. Це стимулюватиме підприємства до зміни технологічних процесів з метою мінімізації викидів. Реалізація цих

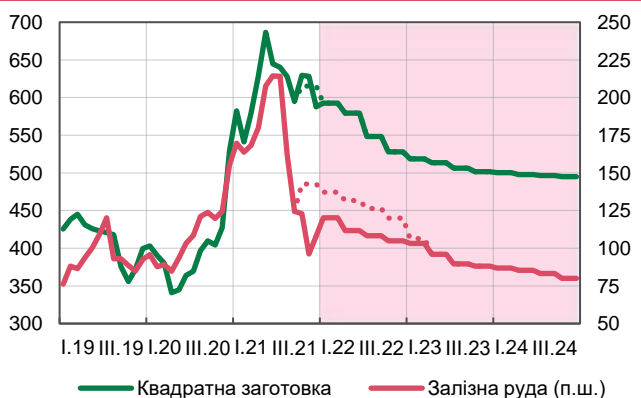


**Графік 1.7.** Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСРІ\*\*), 12.2004=1



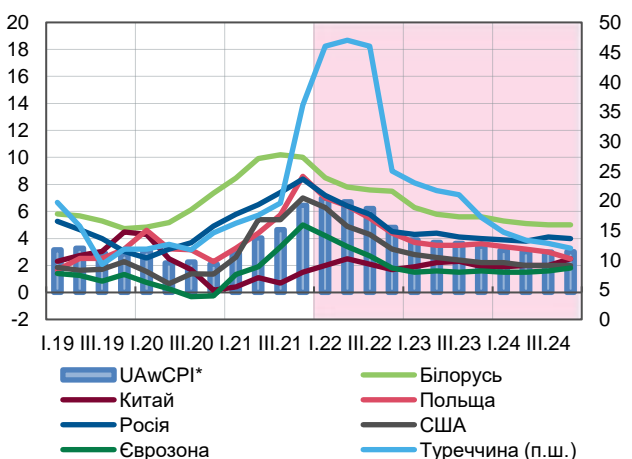
\*\* ЕСРІ розрахований за кошиком із 14 світових цінових індикаторів, зважених на частку відповідних товарів українського експорту в загальному експорті України. Загальна вага цих товарів в українському експорті становить більше 70%.  
Джерело: Світовий банк, розрахунки НБУ.

**Графік 1.8.** Світові ціни на чорні метали та залізну руду\*\*\*, дол./т, середні за квартал



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

**Графік 1.9.** UAwCPI та споживча інфляція в окремих країнах – ОТП України на кінець періоду, % р/р



\* зміна у середньому за квартал до відповідного кварталу попереднього року  
Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

планів супроводжуватиметься значними інвестиційними витратами, що частково переноситимуться на ціни кінцевої продукції. Як наслідок, світові ціни на більшість товарів у довгостроковому періоді перевищать допандемічний рівень, попри нарощування пропозиції.

Так, світові ціни на нафту і природний газ у Європі, у IV кварталі 2021 року стрімко зросли. Попри нарощування обсягів видобування ОПЕК+, нафта дорожчала під впливом високого попиту. Лише часткове вивільнення стратегічних запасів США, Китаєм, Японією та Південною Кореєю та поширення Omicron стримало зростання цін наприкінці року. Очікується, що на прогнозованому горизонті ціни на нафту коливатимуться близько 75 – 85 дол./бар. Відносний баланс на ринку досягатиметься завдяки сповільненню зростання попиту на нафту через екологічні вимоги та подальшому зростанню пропозиції.

Ціни на природний газ у Європі досягнули історичного рекорду через високий попит та обмежену пропозицію. Остання була зумовлена низьким рівнем запасів, відмовою Росії постачати понад контрактні обсяги та високою конкуренцією з боку країн Азії. Лише стрімке зростання імпорту СПГ, насамперед зі США, дещо скоригувало ціни наприкінці року. Очікується, що ціни на газ залишатимуться на поточному рівні у I кварталі 2022 року. Надалі газ поволі дешевшатиме завдяки вирівнюванню балансу на ринку. Однак попит на газ як більш екологічне паливо та необхідність поповнення запасів утримуватимуть ціни високими протягом 2022 року, а надалі – на рівні вищому допандемічного.

Світові ціни на товари, які переважають в українському експорті (ЕСРІ), попри свій високий рівень очікувано переважно знижувалися. У 2022-2024 роках очікується їх низхідна тенденція в міру нарощування пропозиції.

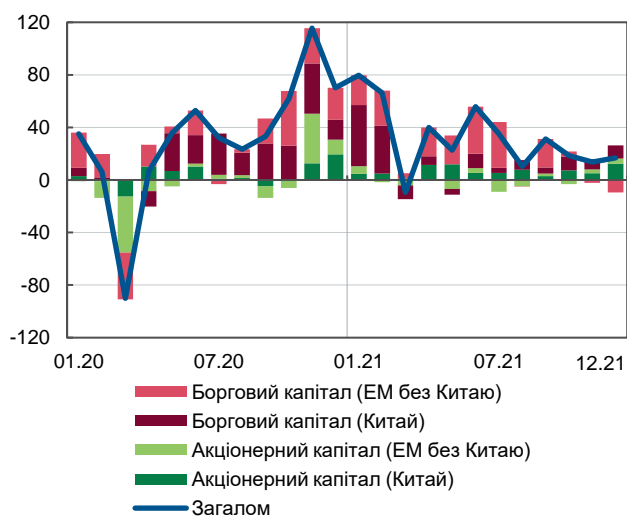
Сталь дешевшала в IV кварталі 2021 року через слабкий попит з боку Китаю та вичікувальну позицію інших покупців, зокрема країн Близького Сходу. Надалі попит на сталь стабілізується завдяки відновленню металургійного виробництва в Китаї після завершення обмежувальних заходів і збільшення попиту в Індії та Індонезії. Однак прискорене відновлення світової пропозиції призведе до подальшого зниження цін. Додатковим фактором буде здешевлення залізної руди через збільшення її виробництва в умовах наявних високих запасів.

Світові ціни на пшеницю та кукурудзу наприкінці 2021 року зростали через активний попит, погіршення оцінок урожаїв у різних країнах, підвищення собівартості внаслідок подорожчання природного газу. Ці фактори стали й вагомими причинами підвищення рівня цін на прогнозованому періоді. Водночас завдяки поступовому здешевленню газу та, відповідно, добрив, а також нарощування світового виробництва ціни на зернові поступово знижуватимуться.

**Інфляція сповільниться, але залишиться вище цільових рівнів у 2022 році. Фінансові умови для ЕМ стануть жорсткішими, що спонукатиме центробанки цих країн далі посилювати монетарну політику**

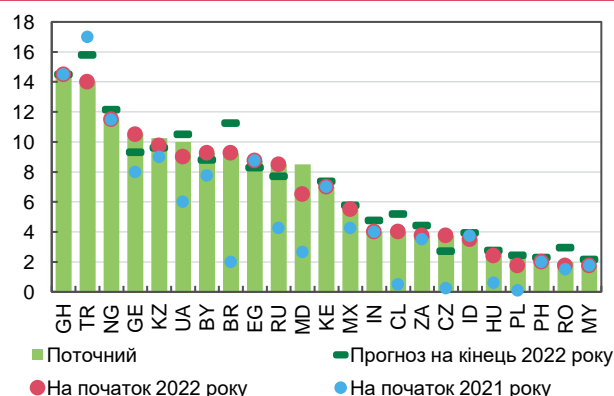
Ціновий тиск у розвинутих країнах наприкінці 2021 року був максимальним за останні кілька десятиліть. Основні причини: високі ціни на енергоносії, подорожчання

**Графік 1.10.** Чисті потоки портфельних інвестицій від нерезидентів до ЕМ, млрд дол.



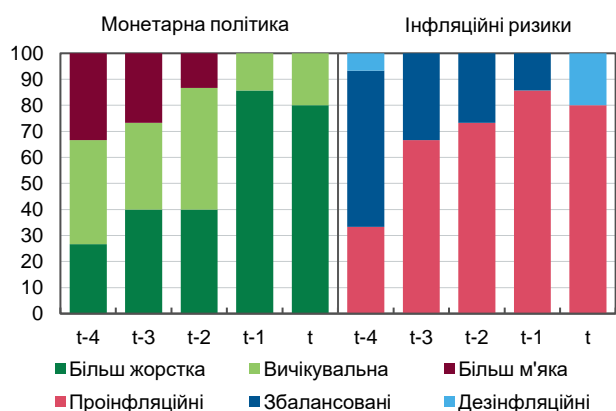
Джерело: IIF.

**Графік 1.11.** Ключові процентні ставки в окремих країнах ЕМ, %



Джерело: офіційні сторінки центральних банків, Focus Economics, Trading Economics, станом на 25.01.22.

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



\* t – засідання Січень 2022, t-1 – IV квартал 2021, t-2 – III квартал 2021, t-3 – II квартал 2021, t-4 – I квартал 2021. Для розрахунку кожного індикатора до уваги беруться лише ті центральні банки, засідання яких було у відповідному періоді. Джерело: офіційні сторінки центральних банків, станом на 25.01.2022.

матеріалів і сировини через значний попит і дефіцит поставок, збільшення логістичних витрат (зокрема через нестачу контейнерів для морських перевезень). Це спонукало провідні центральні банки переосмислити характер високої інфляції та раніше розпочати нормалізацію монетарної політики. ФРС вже у листопаді почав згортати QE, а Банк Англії першим серед провідних центральних банків у грудні підвищив ключову ставку.

Наразі найвагоміший вплив на світові фінансові ринки має агресивніша політика ФРС. Очікується, що ФРС згорне QE до кінця I кварталу 2022 року та, ймовірно, вже у березні підвищить ставку. В умовах прогнозованого ФРС уповільнення зростання споживчих витрат така політика призведе до суттєвого уповільнення інфляції. Додатковими факторами буде налагодження ланцюгів постачання та зниження цін на енергоносії. Невдовзі після початку підвищення ставок очікується скорочення балансу ФРС, що сприятиме зростанню дохідності на довгому кінці кривої та може запобігти її вирівнюванню або інверсії (на відміну від минулого циклу підвищення).

Натомість політика ЄЦБ залишатиметься м'якою через слабше економічне зростання. Попри завершення пандемічної програми REPP наприкінці березня 2022 року, збільшено обсяги викупу цінних паперів за регулярною програмою APP. Зміна процентної ставки не очікується в найближчі роки. Інфляція залишатиметься високою в короткостроковому періоді, проте сповільниться протягом 2022 року завдяки зниженню цін на енергоносії та налагодженню ланцюгів постачання.

Швидша нормалізація монетарної політики ФРС призвела до підвищення короткострокових процентних ставок і підтримала долар США до інших провідних валют. Утім, довгострокові ставки за суверенними облігаціями розвинутих країн залишилися відносно незмінними через високий попит на безпечні активи в умовах усе ще значних ризиків нестійкого зростання через поширення Omicron. Останнє може призвести до дещо нижчого порівняно з поточними очікуваннями потенційного зростання ВВП США протягом певного періоду часу та, відповідно, нижчого довгострокового нейтрального рівня ставок за федеральними фондами.

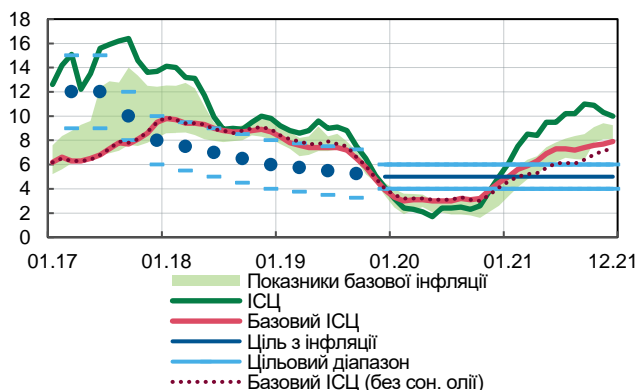
Інфляція в країнах ЕМ зростає в основному через вищу частку продовольчих та енергетичних товарів, а також слабшу закореність інфляційних очікувань. У окремих країнах важливу роль відіграв політичний вибір на користь стимулювання економіки монетарними методами. Через зростання інфляції у світі, прискорене посилення монетарної політики ФРС і повільне відновлення економік країн ЕМ, інтерес до активів країн ЕМ зменшився. Це призвело до послаблення національних валют до долара США. В умовах високої інфляції та посилення конкуренції на світових фінансових ринках центральні банки країн ЕМ продовжили активно підвищувати ключові процентні ставки. Посилення монетарної політики очікується і надалі. Винятком залишаються центральний банк Китаю (через необхідність стимулювання економіки в умовах відносно низького інфляційного тиску) і Туреччини (політичний тиск на центробанк для зниження ставок).

## Частина 2. Економіка України

### 2.1. Інфляційний розвиток

- Інфляція очікувано пройшла пік восени та повернулася до низхідного тренду. Однак вона знижувалася повільніше, ніж прогнозувалося, через реалізацію низки проінфляційних ризиків, зокрема вищих цін на енергоресурси та продовольство, а також послаблення гривні наприкінці року.
- Перенесення на ціни широкого переліку товарів і послуг вторинних ефектів від високих зовнішніх цін на енергоносії та продовольчі товари, зростання витрат бізнесу на оплату праці та коригування адміністративних цін заважатиме досягненню цілі з інфляції у 2022 році.
- Інфляція досягне цільового діапазону  $5\% \pm 1$  в.п. у середині 2023 року, а цілі – наприкінці того ж року унаслідок зниження світової інфляції та ефектів від посилення монетарної політики Національним банком.

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



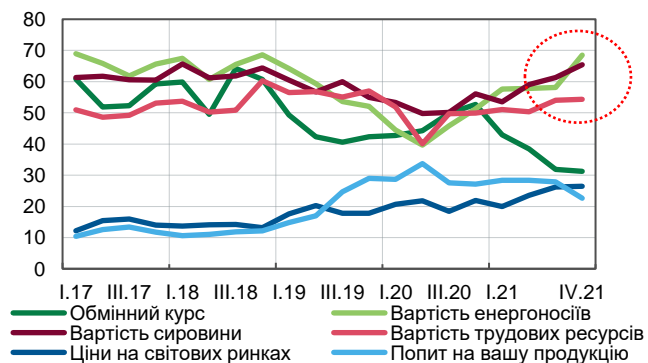
\* Детальніше в "Інфляційному звіті" за січень 2017 року (стор. 20–21).  
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.2. ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.3. Фактори, які найбільше впливають на ціни продукції підприємств, %



Джерело: НБУ.

#### Споживча інфляція очікувано знижувалася наприкінці 2021 року, проте залишалася вищою, ніж прогнозувалося, а фундаментальний інфляційний тиск навіть посилювався

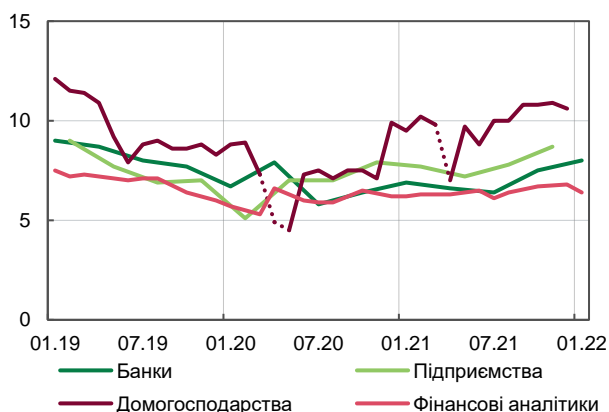
Після проходження піку у вересні 2021 року (11% р/р) споживча інфляція очікувано знижувалася і досягла 10% р/р у грудні. Цьому сприяли такі чинники:

- послаблення зовнішнього тиску на ціни окремих продовольчих товарів (зокрема соняшникової олії) за одночасного впливу рекордних врожаїв в Україні;
- ефекти перенесення від зміцнення гривні упродовж більшої частини року;
- адміністративні рішення про запровадження річних контрактів із фіксованою ціною на газ для ДГ, збереження незмінними на опалювальний сезон інших тарифів ЖКП, регулювання максимальної торговельної націнки на бензин;
- вичерпання ефектів низької бази порівняння для цін на низку товарів і послуг;
- посилення монетарної політики.

Водночас інфляція знижувалася повільніше за попередній прогноз ([Інфляційний звіт за жовтень 2021 року](#)). Відхилення пояснюється передусім посиленням проінфляційного тиску з боку вторинних ефектів від зростання витрат. Згідно з [результатами опитувань щодо ділових очікувань підприємств](#), у IV кварталі 2021 року вплив фактору "вартість енергоносіїв" на зміну відпускних цін зазначили 68.5% опитаних підприємств, що на 10 в. п. більше, ніж у III кварталі. Відчутно збільшилася також частка компаній, які вважали вартість сировини і трудових ресурсів одними з найважливіших чинників зміни цін у другому півріччі 2021 року. Також зберігався вплив стійкого споживчого попиту.

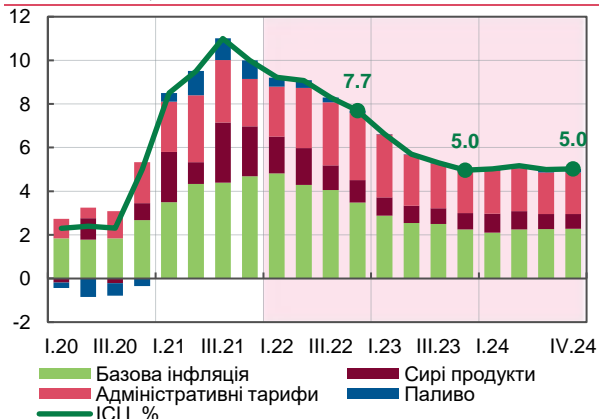
Погіршувалися й інфляційні очікування на наступні 12 місяців більшості груп респондентів. Це зумовлювалося високою фактичною інфляцією та ймовірно несприятливим інформаційним тлом через надвисокі ціни на газ. Поліпшення очікувань домогосподарств наприкінці 2021 року могло відображати реакцію на здешевлення порівняно з попередніми місяцями деяких товарів, що слугують "номінальними якорями" для респондентів (окремі продовольчі товари,

**Графік 2.1.4. Інфляційні очікування та цілі з інфляції на наступні 12 місяців\*, %**



\* Пунктирні лінії – зміна методу опитування з віч-на-віч на телефонні інтерв'ю у зв'язку із карантинном.  
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.1.5. Внески в річну зміну ІСЦ на кінець періоду за компонентами, в. п.**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.1.6. Адміністративно регульовані ціни, %**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

паливо), незмінні тарифи на ЖКП<sup>3</sup>, а фінансових аналітиків на початку 2022 року – статистичні ефекти<sup>4</sup>. Стримували подальше погіршення інфляційних очікувань та інфляційний тиск вжиті заходи НБУ з посилення монетарної політики.

**У 2022 році інфляція сповільниться, але повернеться до цілі 5% лише в 2023 році**

У 2022 році інфляція сповільниться до 7.7%, її динаміка буде доволі волатильною враховуючи ефекти бази порівняння. Досягненню цілі заважатиме передусім висока вартість енергоносіїв. Це не лише тиснутиме на виробничі витрати, а й потребуватиме поступового коригування тарифів на житлово-комунальні послуги. Тривалішим буде збереження високої продовольчої інфляції, насамперед для продукції, що містить значну частку енергозатрат (соняшникова олія, цукор, хліб, тепличні овочі). Сектор послуг також переноситиме в ціни вищі енергозатрати. Надалі реалізовуватимуться й вторинні ефекти від зростання витрат бізнесу на сировину й оплату праці. Зберігатиметься й значний ціновий тиск з боку країн – торговельних партнерів України, у яких інфляція лише наближається до пікових значень. Крім того, стримуватиме сповільнення інфляції також стійкий внутрішній споживчий попит.

Істотною перепорою для швидшого зниження рівня інфляції є погіршення інформаційного середовища на тлі геополітичної напруженості наприкінці 2021 року – на початку 2022 року. Це позначилося на настроях різних груп економічних суб'єктів та спричинило девальваційний тиск на гривню, формуючи додатковий ціновий тиск у найближчі місяці через курсовий канал і канал очікувань.

Поступовому зниженню інфляції сприятимуть посилення монетарної політики НБУ, корекція світових цін на сировинні товари, вплив рекордних минулорічних урожаїв. Додатковий вплив матиме вгамування світового інфляційного сплеску та вичерпання наслідків пандемії, що, зокрема, відобразиться в суттєвішій корекції цін на сировину, продовольство та логістику. Зважаючи на потужність проінфляційних чинників та потребу подальшої підтримки постпандемічного відновлення економіки, повернення інфляції до цільового діапазону 5% ± 1 в. п. за дотримання закладених у базовий сценарій монетарних умов очікується в середині 2023 року.

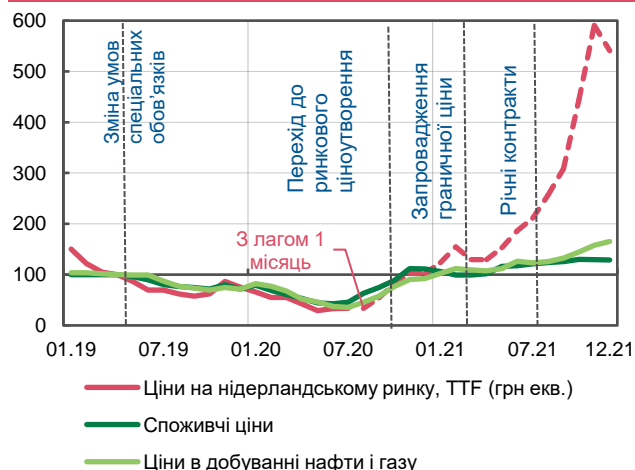
**Адміністративна інфляція зростала повільніше, ніж прогнозувалося, проте надалі робитиме основний внесок у зростання ІСЦ. Водночас ціни на паливо матимуть дезінфляційний вплив**

У IV кварталі, незважаючи на подорожчання алкогольної продукції, [підвищення тарифів на стаціонарний телефонний зв'язок](#) і [підвищення комісійного збору на залізничні квитки](#), адміністративна інфляція знижувалася – з 17.1% р/р у вересні до 13.6% р/р у грудні. Це пов'язано передусім із запровадженням ще у травні річних

<sup>3</sup> Згідно з дослідженнями (D'Acunto et al. 2019, 2021), очікування домогосподарств формуються насамперед під впливом зміни цін на товари постійного вжитку.

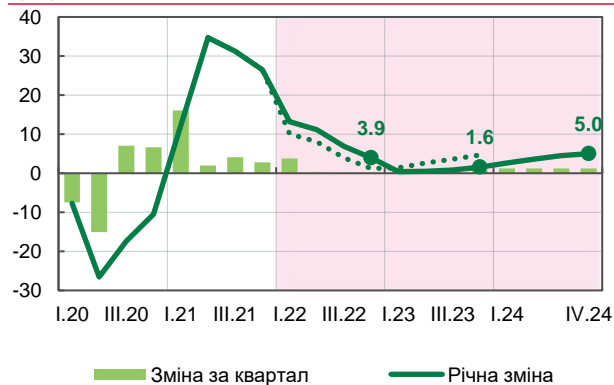
<sup>4</sup> Наприклад, похибка ненаданих відповідей (non-response bias). Це особливо актуально для невеликих за розміром вибірок, коли відсутність кількох відповідей може суттєво впливати на максимальні та усереднені значення показників.

**Графік 2.1.7. Ціни на природний газ, 04.2019 = 100**



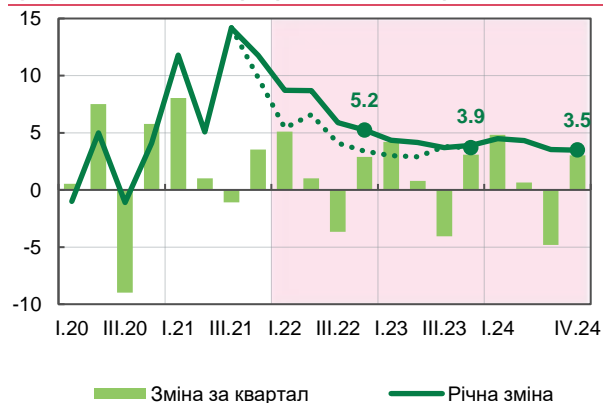
Джерело: ДССУ, Refinitiv Datastream, розрахунки НБУ.

**Графік 2.1.8. Ціни на паливо, %**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.1.9. Ціни на сири продовольчі товари, %**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

контрактів із фіксованим тарифом на газ для населення<sup>5</sup>. Крім того, восени були зафіксовані тарифи на послуги опалення та гарячу воду, а на електроенергію навіть знижено для окремих споживачів<sup>6</sup>. Як наслідок, стрімке зростання цін на газ у Європі практично не мало прямого впливу на споживчу інфляцію. Навпаки, через вичерпання ефектів низької бази порівняння темпи зростання цін на ЖКП стрімко знизилися (зокрема, зростання цін на газ сповільнилося з 175.3% р/р у червні до 15.5% р/р у грудні). Також сповільнилося подорожчання тютюнових виробів, що могло бути наслідком зростання обсягів як нелегальної торгівлі, так і ринку електронних сигарет.

Фіксація тарифів ЖКП та тлі різкого подорожчання вартості газу у світі призвела до накопичення значних розривів між цінами для населення та бізнесу. Це може зумовити корекцію тарифів для населення до ринково обґрунтованих рівнів у майбутньому. Водночас з огляду на очікувану знижувальну корекцію цін на європейський газ у 2022 році та соціальну значущість ЖКП приведення більшості тарифів до імпортного паритету, ймовірно, буде поступовим і триватиме кілька років.

Значні темпи адміністративної складової передусім визначатимуть подальше подорожчання тютюнової продукції через планове щорічне підвищення акцизів. Загалом адміністративна складова інфляції залишиться найвищою серед інших компонентів ІСЦ на всьому прогнозному періоді.

Ціни на пальне підвищувалися протягом майже всього 2021 року через подорожчання нафти у світі. Водночас регулювання максимальної торговельної націнки на окремі види пального з травня, корекція цін на світових ринках наприкінці року та зміцнення гривні впродовж більшої частини року стримували подорожчання палива.

Надалі темпи зростання цін на пальне значно знизяться завдяки стабілізації світових цін на нафту і нижчій волатильності курсу гривні. Це, у свою чергу, гальмуватиме зростання собівартості інших компонентів споживчої інфляції, зокрема транспортних послуг.

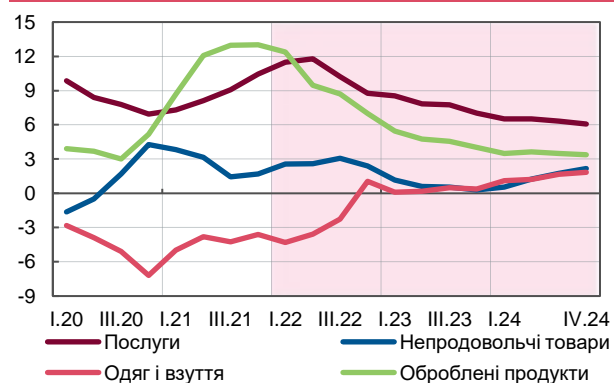
**Фундаментальний інфляційний тиск посилюється. Вгамування світової інфляції та жорстка монетарна політика НБУ сприятимуть його зниженню на прогнозному горизонті**

Базова інфляція прискорювалася протягом 2021 року (до 7.9% р/р у грудні) за рахунок високих темпів подорожчання оброблених продуктів харчування (13.0% р/р у грудні) та ринкових послуг (10.4% р/р). Зокрема, вагомий вплив чинили зовнішні ціни на продовольство, передусім соняшникову олію. Рекордний урожай соняшнику в Україні і певна стабілізація світових цін загальмували подорожчання олії та продуктів її переробки для українських споживачів наприкінці року.

<sup>5</sup> До схожих кроків з метою захисту побутових споживачів вдавалось й багато інших країн, зокрема у ЄС: у Франції ціни на газ були зафіксовані на 2022 рік, в Іспанії уряд виділив 2.6 млрд євро на допомогу споживачам газу.

<sup>6</sup> З 1 жовтня 2021 року ціна на електроенергію для побутових споживачів, які споживають менше 250 кВт/год на місяць (за даними Міненерго близько 80% домогосподарств) знизилась з 1.68 грн за кВт/год до 1.44 грн за кВт/год. Водночас для інших побутових споживачів ціна залишилась 1.68 грн за кВт/год.

**Графік 2.1.10. Компоненти базового ІСЦ на кінець періоду, % р/р**



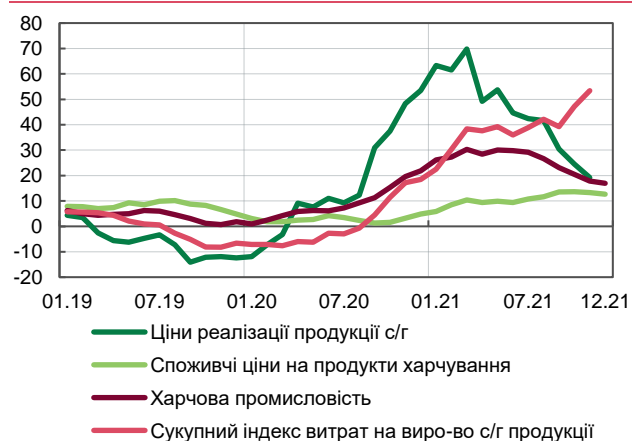
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.1.11. Базовий ІСЦ, %**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.1.12. Ціни на продукти харчування для споживачів, у харчовій промисловості та с/г, % р/р**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Наприкінці року сповільнилося зростання цін на сири продукти харчування. Так, завдяки високим урожаюм яблук, картоплі та цукрових буряків сповільнилося зростання цін на овочі та фрукти, а також цукор. Унаслідок зростання обсягів імпорту з Туреччини також знизилися ціни на огірки та помідори. Це підтримало сповільнення зростання цін і на оброблені продукти харчування (зокрема повільніше дешевшали кондитерські вироби, консерви).

Утім, унаслідок зростання виробничих витрат, зокрема через подорожчання енергоносіїв, і подальшої стагнації у тваринництві швидше дорожчали вироби з борошна (хліб, макаронні вироби, печиво, торти), молоко, м'ясо та продукція з них. Як наслідок, продовольча інфляція, хоч і пройшла пік у вересні (13.6% р/р), однак знижувалася повільно (до 12.7% р/р у грудні).

Незважаючи на рекордні врожаї 2021 року, продовольча інфляція в найближчі квартали все ще залишатиметься високою через тиск з боку цін на енергію. Водночас корекція світових цін на продовольство та енергоресурси, а також вищі врожаї плодово-ягідної продукції зумовлять поступове сповільнення продовольчої інфляції протягом 2022 року. Надалі за умови відсутності значних шоків пропозиції прогнозується, що продовольча інфляція (як сирих продуктів, так і оброблених) стабілізується в межах 3–4% на рік і підтримуватиметься насамперед зростанням доходів населення.

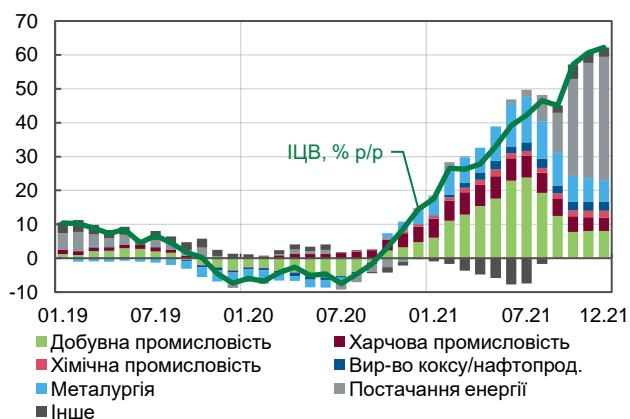
Ціни на послуги зростали протягом року як під впливом стійкого споживчого попиту, так і під впливом підвищення витрат. Останній фактор став домінувати в IV кварталі. Як наслідок, ціни на них зростали нерівномірно: деякі – доволі повільно (страхування здоров'я, послуги пансіонатів), інші ж, навпаки стрімко прискорились з середини року (послуги з ремонту й утримання житла, кінотеатрів та спортзалів, перукарень та салонів краси, діагностичних послуг).

Також у грудні дещо прискорилося зростання цін на непродовольчі товари – до 0.5% р/р з 0.2% р/р у вересні. З одного боку, дорожчала побутова техніка, засоби для особистого догляду, предмети домашнього вжитку і товари для утримання житла, що може пояснюватися впливом стійкого попиту, зростанням собівартості і порушенням глобальних ланцюгів постачання. З іншого боку, зміцнення гривні впродовж більшої частини року<sup>7</sup> стримувало зростання цін на непродовольчі товари. Зокрема, надалі дешевшали одяг та взуття.

Фундаментальний інфляційний тиск у короткостроковій перспективі буде підвищеним – базова інфляція залишатиметься на рівні близько 8% р/р через вторинні ефекти перенесення виробничих витрат. Надалі ж тиск послабиться під впливом жорсткішої монетарної політики, а також зниження світової інфляції, що позначиться передусім на товарах і послугах зі значною імпортною складовою. Як наслідок, базова інфляція протягом поточного року пригальмує до 6%, а в наступні

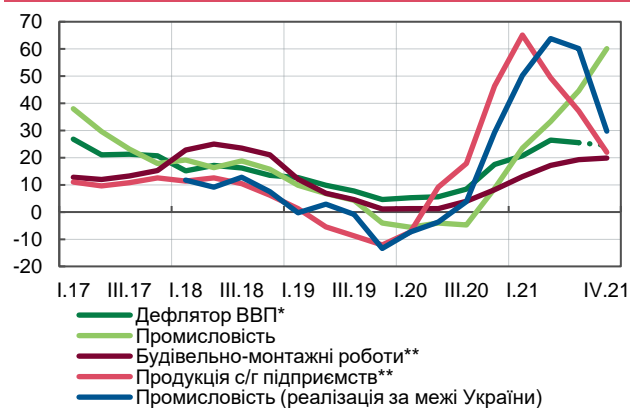
<sup>7</sup> Середній курс гривні до долара США був майже на 6% міцніший у IV кварталі 2021 року відносно 2020 року.

Графік 2.1.13. Внески у річну зміну ІЦВ, в.п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.14. Інші виміри інфляції, у середньому за квартал, % р/р



\* Дані за IV квартал 2021 року – за оцінками НБУ.

\*\* Для IV кварталу 2021 року дані за два місяці.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

два роки – до приблизно 4%.

**Дефлятор ВВП зберігався на високому рівні, що свідчило про збереження загального інфляційного тиску в економіці**

Протягом 2021 року промислова інфляція прискорювалася та сягнула 62.2% р/р у грудні. Така динаміка зумовлювалася значним зростанням світових цін на основні експортні товари (метали, добрива, залізна руда, олію) та подорожчанням енергоносіїв. Останній чинник став основним у IV кварталі. На тлі рекордних цін у Європі стрімко дорожчав газ для промисловості. У зв'язку з цим зростали витрати підприємств у секторах з великою часткою газу у виробництві продукції (хімічна, гумова і пластмасова). Подорожчання енергоносіїв разом з переходом із товарної до фінансової моделі ПСО для населення<sup>8</sup> та дефіцитом вугілля призвели до зростання вартості електроенергії, що відобразилося на усіх секторах. Також на ціни тиснули витрати на робочу силу. Крім цього, дорожчали будівельні матеріали, зростали ціни у транспорті на тлі подорожчання палива. Високі зовнішні ціни на зернові й олійні культури та вищі транспортні витрати зумовили зростання цін в агросекторі.

Національний банк оцінює дефлятор ВВП у IV кварталі на рівні 24.5% р/р. Надалі він знизиться завдяки низхідній динаміці світових цін на сировинні товари та енергоресурси. Це прямо зменшуватиме промислову інфляції та через вторинні ефекти – споживчу. Додатково впливатиме й посилення монетарної політики провідними центральними банками світу, що призведе до зниження тиску з боку імпортованої складової.

<sup>8</sup> Із жовтня 2021 року НАЕК "Енергоатом" та ПрАТ "Укргідроенерго" отримали право продавати весь обсяг виробленої е/е на ринкових умовах, у тому числі постачальникам універсальних послуг для потреб домогосподарств, тоді як раніше така е/е продавалася за фіксованим пільговим тарифом. Різниця між пільговими тарифами та вартістю закупленої е/е компенсується з доходів НАЕК "Енергоатом" та ПрАТ "Укргідроенерго".

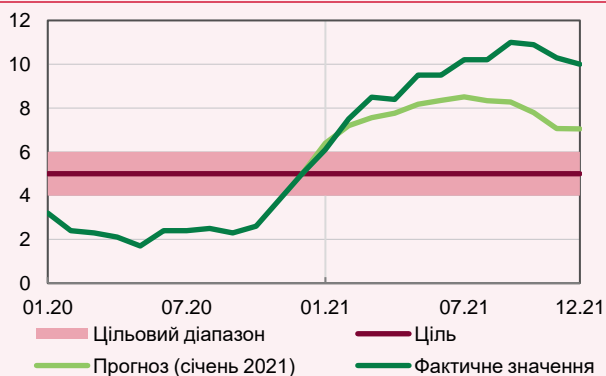
## Вставка 1. Оцінка досягнення цілі з інфляції

У 2021 році споживча інфляція становила 10.0%. Ціль у  $5\% \pm 1$  в. п. перевищена суттєвіше, ніж очікувалося рік тому. Значною мірою інфляційні тенденції в Україні відображали глобальні процеси. Споживча інфляція прискорилася у всьому світі, а в розвинених країнах – була найвищою за останні кілька десятиріч. Це стало наслідком стрімкого відновлення попиту на тлі масштабних фіскальних і монетарних стимулів та його переорієнтації на окремі групи товарів. Натомість нарощування пропозиції відставало через порушення ланцюгів виробництва та поставок. У результаті, стрімко дорожчали енергоресурси, сировинні товари та окремі виробничі компоненти. Усе це посилювалося поглибленням диспропорцій на ринку праці через пандемію. Це відобразалося у млявому поверненні до робочої сили, а в окремих країнах – у високому рівні звільнень за власним бажанням через зміну пріоритетів працівників. Водночас істотно зріс попит на працівників окремих спеціальностей, наприклад в ІТ та сфері охорони здоров'я. Затребуваними були й робочі спеціальності. Як наслідок, зовнішній попит пожвавлював трудову міграцію та стимулював подальше зростання витрат на оплату праці. Ці процеси, з одного боку, транслювалися в суттєвий імпорт інфляції. З іншого – сприяли зміцненню гривні через високу питому вагу сировинних товарів у експорті та надходжень від трудової міграції, що стримувало зростання цін. Були і внутрішні проінфляційні фактори – на відміну від попередніх криз стрімко відновлювався споживчий попит.

У відповідь на реалізацію низки проінфляційних ризиків і трансформацію транзитивних драйверів інфляції (як внутрішньої, так і світової) в більш тривалі та системні чинники НБУ прискорив посилення монетарної політики. Зокрема, суттєвіше підвищував ключову ставку з II кварталу 2021 року та згорнув монетарні стимули, запроваджені під час пандемії 2020 року. Посилення монетарної політики триватиме й у 2022 році. Проте, зважаючи на потужність проінфляційних чинників і тривалість дії трансмісійного механізму, інфляція повернеться до цілі пізніше – у другій половині 2023 року.

Макроекономічний прогноз НБУ в січні 2021 року передбачав перебування інфляції за межами цільового діапазону протягом усього року. Зокрема, очікувалося помітне прискорення інфляції в першому півріччі, у тому числі через низку таких транзитивних чинників як вплив нижчих урожаїв 2020 року як в Україні, так і світі, а також низької бази порівняння "ковідного" року. З вичерпанням цих ефектів і завдяки посиленню монетарної політики мало б початися зниження інфляції з III кварталу.

**Графік 1.** Траєкторія інфляції згідно з прогнозом НБУ за січень 2021 року та фактична динаміка споживчої інфляції, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Дія більшості чинників інфляції виявилася потужнішою, ніж очікувалося. Так стрімке відновлення економічної активності у світі супроводжувалося порушеннями у ланцюгах виробництва та поставок, а різка переорієнтація попиту на окремі групи товарів (наприклад природний газ як екологічно чистіше паливо порівняно з нафтою) – до дефіциту на окремих ринках. Очікувана корекція цін на продовольство на світових ринках із надходженням нових урожаїв була слабшою, ніж очікувалося, через гірші урожаї в окремих країнах,

підвищений попит, у тому числі з боку тваринництва та виробників біопалива, вплив подорожчання газу.

Потужнішим був і вплив окремих внутрішніх чинників. Стрімкіше зростали заробітні плати в Україні, що стимулювало споживчий попит і збільшувало виробничі витрати. Різноспрямований вплив мали рішення щодо адміністративно-регульованих цін. З одного боку, на початку року підвищено акцизи, окремі тарифи на ЖКП. З іншого – низка адміністративних рішень гальмували інфляцію у другому півріччі.

Отже, цінову динаміку в Україні визначили наступні чинники:

- **Стрімке подорожчання енергоносіїв** через швидке відновлення світової економіки та посилення екологічних вимог у світі. За рік нафта Brent подорожчала майже вдвічі, а природний газ у Європі – у понад шість разів, установивши історичний рекорд. Це позначилося і на внутрішніх цінах. На початку року зросли тарифи на електроенергію, а в травні – на газ. Надалі зростання тарифів стримувалося адміністративними рішеннями, проте стрімке подорожчання енергоносіїв безпосередньо впливало на собівартість товарів і послуг. Інфляція надалі відхилялася від цілі через вторинні ефекти.
- **Чинники пропозиції продовольчих продуктів.** Індекс продовольчих цін ФАО досягнув [10-річного максимуму](#) у 2021 році. Це пов'язано передусім із низькими урожаями с/г культур у попередньому році та високим попитом на продовольство у світі. Насамперед стрімко подорожчала соняшникова олія, що відобразилося на внутрішній ціні на неї та продукції її переробки. Зростання світових цін на зернові та олійні призвело до подорожчання кормів. Це разом з тривалими



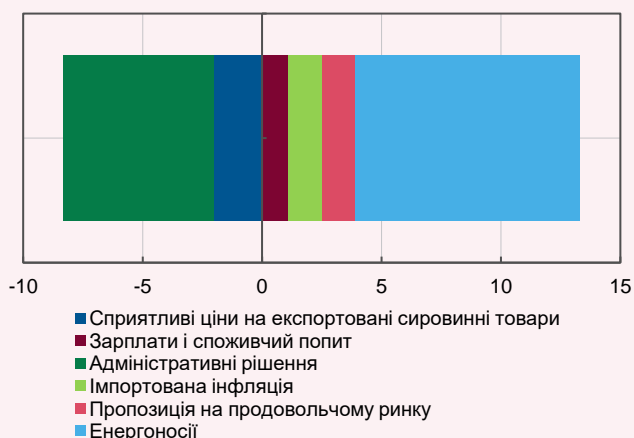
проблемами у вітчизняному тваринництві зумовило подорожчання молочної та м'ясної продукції. Крім того, урожаї овочів і картоплі в 2021 році виявилися дещо нижчими, ніж очікував НБУ. Також врожаї зернових та олійних 2021 року в окремих країнах були нижчими, ніж очікувалося, що разом із подорожчанням газу (впливає на собівартість кукурудзи та олії) та значним попитом, у тому числі з боку виробників біопалива, стримували корекцію світових цін на них.

**Таблиця 1. Реалізація окремих припущень на 2021 рік, закладених у прогноз НБУ (січень 2021 року)**

Показник	Прогноз значення	Фактичне значення (оцінка)
Ціни на нафту Brent, дол./бар.	51.4	70.5
Ціна імпортованого природного газу, дол./1000 м3	193	447
ІСЦ в єврозоні, % р/р	0.6	4.8
Урожай зернових, млн т	72	84.6*
Експортна ціна соняшникової олії, дол./т	756	1265
Середньозважена експортна ціна зернових, дол./т	183	249
Середньозважена експортна ціна металів, дол./т	441	643
Зростання реальної заробітної плати, % р/р	8.3	9.8
НЕОК гривні, % р/р ("+" зміцнення, "-" девальвація)	-7.6	-1.9
Зміна цін на газ для населення, % р/р	2	15.4

Джерело: розрахунки НБУ (\* - оперативні дані Мінагрополітики).

**Графік 2. Декомпозиція відхилення інфляції від цілі в грудні 2021 року, в. п.**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

▪ **Суттєвіша світова споживча інфляція.** Швидке відновлення попиту на тлі значних стимулюючих заходів центробанків та урядів провідних країн, подорожчання енергоресурсів і перебоїв в ланцюгах поставок призвело до зростання світової інфляції. Зокрема, інфляція в США у грудні минулого року була найвищою за останні 40 років, у Єврозоні – з часу запровадження спільної валюти. Висока споживча інфляція в країнах – торговельних партнерах відобразилася й на цінах споживчих товарів в Україні, зокрема через подорожчання імпортованих товарів, передусім непродовольчих.

- **Високі темпи зростання заробітних плат і споживчого попиту.** У 2021 році зростання зарплат прискорилося, відображаючи не лише рішення з підвищення мінімальної зарплати та перегляду тарифної сітки у бюджетному секторі, а й тиск з боку зовнішнього попиту на робочу силу та диспропорцій на ринку праці у приватному секторі (див. "Ринок праці та доходи домогосподарств"). По-перше, це збільшувало вартість товарів і послуг унаслідок зростання витрат на оплату праці. По-друге – стимулювало споживчий попит, який також підтримувався ефектами від монетарних стимулів, запроваджених НБУ у 2020 році для виходу економіки з кризи. І заробітні плати, і споживчий попит зростали швидше, ніж передбачалося.
- Натомість **адміністративні рішення** переважно стримували інфляцію. Запровадження річних контрактів для населення на природний газ, фіксація тарифів на опалення, помірніші темпи приведення тарифів на електроенергію<sup>9</sup> до ринкових рівнів, а також запровадження регулювання торговельної націнки на пальне обмежували прямий вплив на зростання цін і сформували значний від'ємний внесок у відхилення інфляції від цілі. Утім, окремі рішення мали проінфляційний вплив. Так, підвищення акцизів на тютюнову продукцію та вартості пасажирських транспортних перевезень зумовили двознакову інфляцію у цих групах.
- **Сприятлива цінова ситуація для товарів і послуг українського експорту** стримувала зростання інфляції. Високі ціни на продукцію ГМК протягом більшої частини року, зростання експорту ІТ-галузі<sup>10</sup> та переказів заробітчан сприяли збільшенню надходжень валютної виручки. Приплив валюти підтримував зміцнення гривні, що у свою чергу стримувало інфляцію імпортованих товарів, передусім непродовольчих.

НБУ враховував дію зазначених чинників у своїх рішеннях протягом року та в оновлених макропрогнозах. З огляду на розгортання інфляційного тиску НБУ поступово посилював монетарну політику, підвищуючи облікову ставку та повністю згорнувши антикризові монетарні заходи. Фактична облікова ставка поступово збільшувалася розрив з траєкторією торішнього січневого прогнозу. Так, вже в II кварталі фактична облікова ставка у середньому була на 0.4 в.п. вища за прогноз, а наприкінці року – на 2 в.п. Посилення монетарної політики триватиме й у 2022 році. Проте, зважаючи на потужність проінфляційних чинників та тривалість дії трансмісійного механізму, інфляція повернеться до цілі лише в середині 2023 року, тоді як прогноз січня 2021 року передбачав це в II кварталі 2022 року.

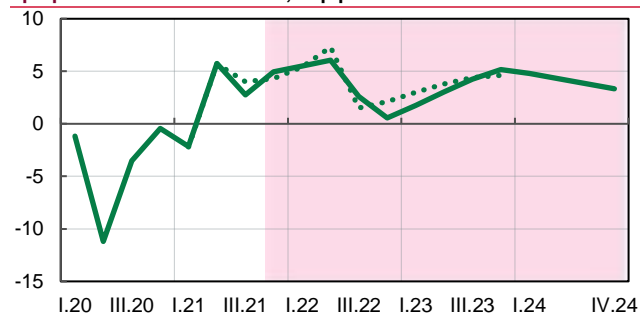
<sup>9</sup> У січні 2021 року тариф на електроенергію для населення було підвищено на 36.6%. Очікувалося подальше підвищення влітку з метою поступового приведення до ринкового рівня. Натомість у жовтні із введенням фінансової моделі ПСО тариф було знижено для більшості домогосподарств.

<sup>10</sup> За попередніми оцінками, експорт ІТ-послуг у 2021 році становив 7.1 млрд дол. США, що на 37.2% більше, ніж у 2020 році.

## 2.2. Попит і випуск

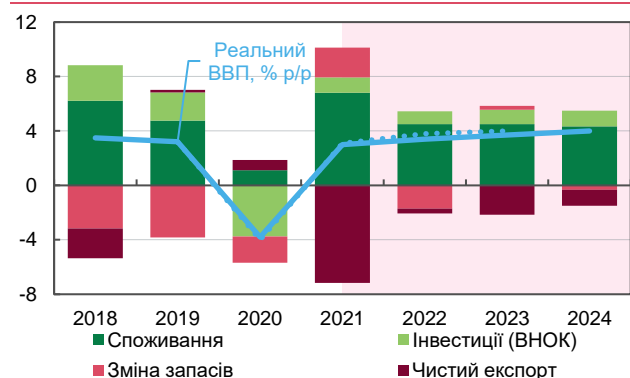
- У 2021 році, за оцінками НБУ, економіка зросла на 3% завдяки сталому споживчому попиту, збільшенню інвестицій та рекордному врожаю.
- Відновлення економіки стримувалося низкою чинників, серед яких – тиск з боку високих цін на енергоресурси та сировину, а також їх дефіцит, вплив низького врожаю 2020 року, повільніше, ніж очікувалося, відновлення сектору послуг, обмежені потужності виробництва, зокрема через проведення ремонтів, стрімкіша фіскальна консолідація.
- У 2022 році високі ціни на енергоносії, геополітична напруженість разом із наслідками дефіциту окремих виробничих компонентів у світі обмежуватимуть відновлення економіки (+3.4%). Надалі реальний ВВП зростатиме на рівні близько 4% на рік на тлі зростання світової економіки та все ще сприятливих умов торгівлі.

Графік 2.2.1. Реальний ВВП, % р/р



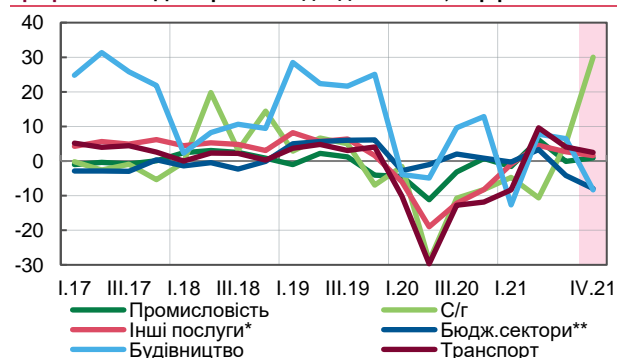
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.3. ВДВ окремих видів діяльності, % р/р



\* Вкл. тимчасове розміщування 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.

\*\* Вкл. держуправління та оборону, обов'язкове соцстрахування; освіту; охорону здоров'я. Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**У 2021 році економіка відновлювалася нижчими, ніж очікувалося, темпами, незважаючи на рекордні врожаї. Серед причин слабшого зростання – недоінвестування в попередні періоди, високі ціни і дефіцит сировини та енергоресурсів, наслідки чого відчуватимуться й у 2022-2023 роках**

За оцінками НБУ, зростання реального ВВП у 2021 році було стриманим (3.0%), незважаючи на низьку базу порівняння минулого року. Як наслідок, економіка все ще не відновилася до допандемічного рівня.

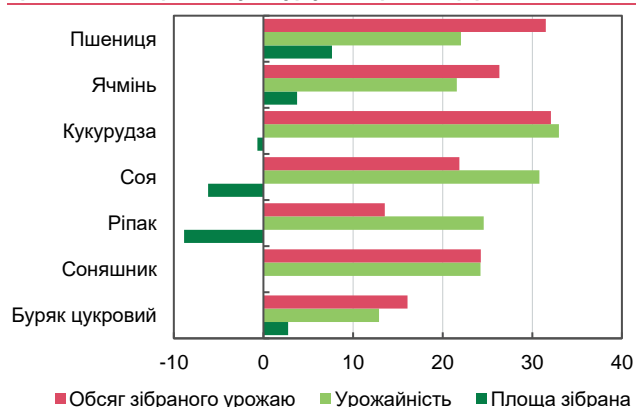
У IV кварталі основним драйвером зростання економічної активності було сільське господарство. Надолужені темпи збирання врожаю пізніх сільськогосподарських культур, зібрано рекордні врожаї соняшнику та кукурудзи. Високі темпи зростання в сільському господарстві позначилися й на суміжних секторах – виробництві харчових продуктів, вантажних перевезеннях, оптовій торгівлі (детальніше – у вставці [“Ефекти рекордних урожаїв на економіку України”](#) в Інфляційному звіті за жовтень 2021 року). Через вищий, ніж очікувалося, урожай оцінку зростання реального ВВП у IV кварталі підвищено до 5% р/р (з 4.3% р/р у попередньому прогнозі). Істотнішому поліпшенню оцінки ВВП у IV кварталі завадила низка чинників, які стримували відновлення в інших секторах економіки. Частина<sup>11</sup> із цих чинників зумовила і слабше, ніж очікувалося, відновлення в попередньому кварталі (ВВП зріс лише на 2.7% р/р). Як наслідок, оцінка зростання реального ВВП за рік практично не змінилася порівняно з попереднім прогнозом.

Протягом року повільно відновлювалася промисловість, незважаючи на сприятливу зовнішню кон'юнктуру. Значною мірою це зумовлено складною ситуацією в енергетиці через критично низькі запаси енергетичного вугілля та надвисокі ціни на природний газ. Дефіцит коксівного вугілля обмежував виробництво коксохімічної промисловості та металургію. Рекордні ціни на природний газ впливали на випуск не лише тих видів діяльності, для яких він є сировиною (хімічна промисловість<sup>12</sup>), а й енергоємних виробництв – металургії, виробництва будівельних матеріалів (скла, плитки, вогнетривких

<sup>11</sup> Однією з ключових причин нижчого зростання ВВП у III кварталі стали повільніші темпи збирання врожаю пізніх с/г культур, що було повністю нівельовано в IV кварталі.

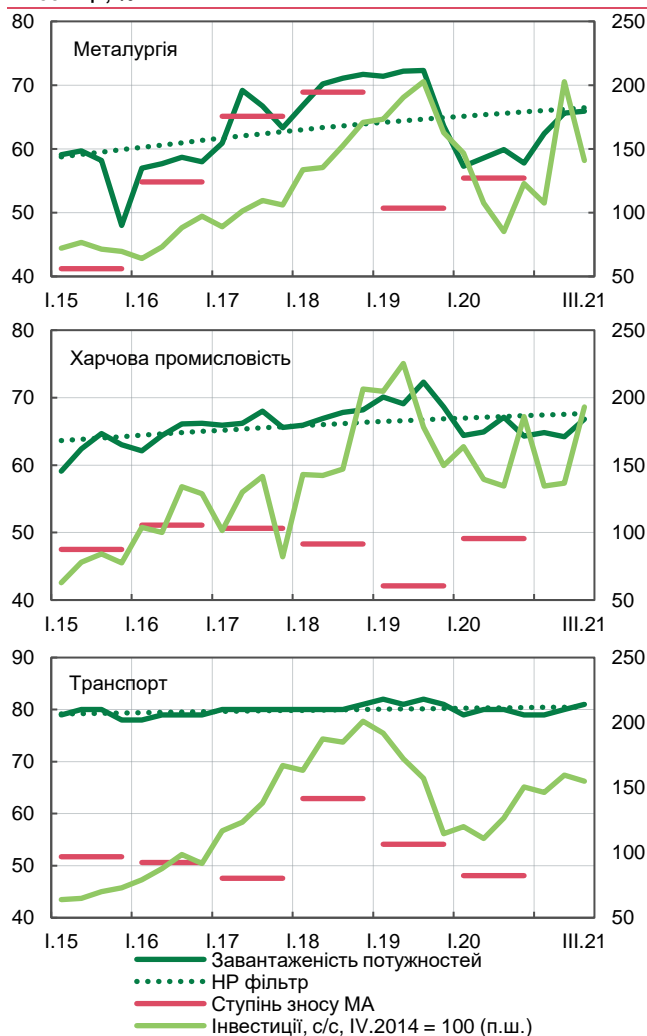
<sup>12</sup> Наприклад, у вересні 2021 року зупинилося виробництво карбаміду на АТ "ОПЗ" у зв'язку зі зменшенням поставок газу на тлі його подорожчання. Очікувалося, що завод відновить роботу 1 листопада 2021 року, що однак не сталося. Наразі "ОПЗ" проводить інші види господарської діяльності, зокрема перевантаження аміаку через аміакопровід та виробництво кисню.

**Графік 2.2.4.** Зібраний урожай, обмолочені площі та врожайність окремих культур у 2021 році, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.2.5.** Завантаженість потужностей за даними опитувань ДССУ, ступінь зносу матеріальних активів та капітальні інвестиції, %



Джерело: ДССУ.

виробів) і навіть продукції с/г та харчової промисловості (тепличних овочів, цукру, олії та хліба<sup>13</sup>).

Значний ступінь зношеності основних фондів унаслідок недоінвестування в попередні роки (про що свідчать значно нижчі темпи зростання інвестицій в Україні порівняно із середнім показником по регіону), зростання виробничих витрат, зокрема на сировину та енергоносії, з одночасною тенденцією у світі до посилення заходів боротьби з викидами зумовлювали необхідність проведення ремонтних робіт на багатьох промислових підприємствах<sup>14</sup>. Це знижувало рівень ефективних потужностей та можливості нарощування виробництва. У другому півріччі додалося послаблення зовнішнього попиту на продукцію ГМК. Вимушені зупинки через аварійні ситуації та усунення їх наслідків спостерігалися в [нафтопереробці](#).

Наслідки недоінвестування та зношеності матеріальних активів відчувалися і в інших видах діяльності, зокрема транспорті. Недостатність рухомого складу, особливо відсутнього в період збору та реалізації врожаю, тенденція до погіршення оборотності залізничних вагонів у другому півріччі та подорожчання перевезень також позначалися на темпах відновлення економіки. Крім того, від'ємний внесок у зростання ВДВ транспорту мало подальше зниження обсягів транзиту газу.

Помірніше відновлювалися й сектори послуг. Їх також стримували збільшення виробничих витрат і подальші карантинні обмеження. Попри послаблення обмежень для вакцинованих осіб та осіб із негативним ПЛР-тестом, пристосування бізнесу та населення до роботи в умовах карантину (про що свідчили практично незмінні темпи зростання роздрібною торгівлі впродовж IV кварталу), карантин "червоних зон" тривав довше, ніж припускалося попереднім прогнозом НБУ. Також посилювали карантинні обмеження й інші країни. Зокрема, це призвело до сповільнення зростання обсягів перевезень у пасажирському транспорті.

Крім прямого впливу, карантинні обмеження також мали більш строкові ефекти на діяльність окремих секторів – через складнощі із залученням робочої сили та зростання витрат на неї<sup>15</sup>.

Стрімкіша бюджетна консолідація (детальніше – у розділі "Фіскальна політика" на стор. 27) була іншим чинником стриманого зростання в другому півріччі 2021 року. Зокрема, вона позначилася на ВДВ низки бюджетних секторів, передусім державного управління та оборони та освіти. Також знизилися темпи зростання ВДВ охорони здоров'я.

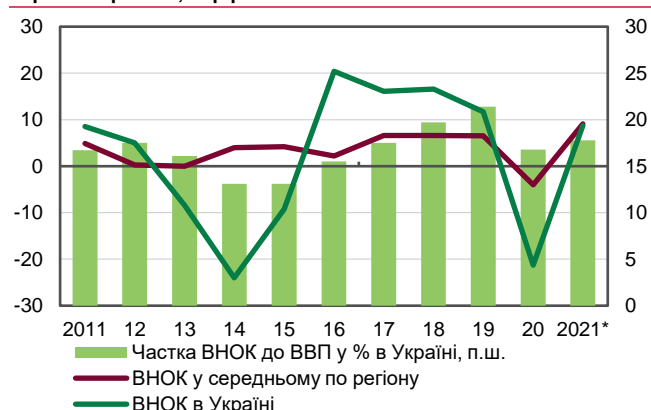
Прогноз зростання реального ВВП на 2022 рік переглянуто з 3.8% до 3.4%. Економіку підтримають

<sup>13</sup> Згідно з експертними оцінками з відкритих джерел частка енергоресурсів у собівартості виробництва цукру сягає до 30%, хліба – 10-15%, а за останніми даними – до 20%, соняшникової олії – до 50%, тепличних овочів – до 60% узимку.

<sup>14</sup> У III кварталі 2021 року розпочато реконструкцію однієї з найбільших у Європі [доменних печей №9 компанії АрселорМіттал](#) з метою зниження загального обсягу викидів, збільшення обсягів виробництва та зменшення собівартості виробництва чавуну. Реконструкція триватиме до кінця 2023 року. Проводилися також ремонтні роботи на [Дніпровському металургійному заводі](#) та [Інтерпайп Сталь](#).

<sup>15</sup> Згідно з [квартальними опитуваннями підприємств](#) протягом 2021 року збільшувалася частка респондентів, які зазначали "брак кваліфікованих кадрів" та зростання витрат на оплату праці як фактори, що обмежують спроможність їх підприємств збільшувати виробництво (див. Розділ "Ринок праці та дохід домогосподарств").

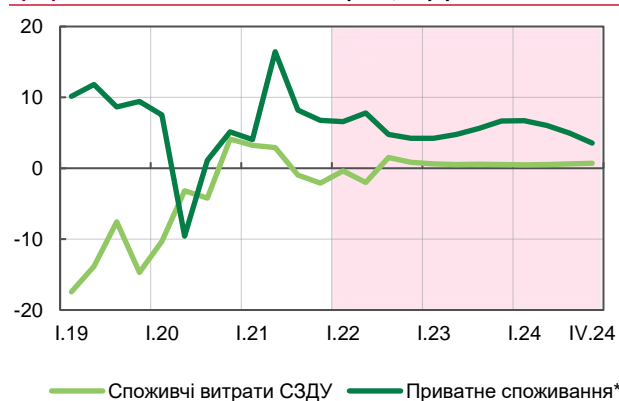
**Графік 2.2.6. Окремі показники інвестиційної діяльності в Україні та регіоні, % р/р**



\* Дані для регіону – за три квартали 2021 року, для України – оцінки НБУ.

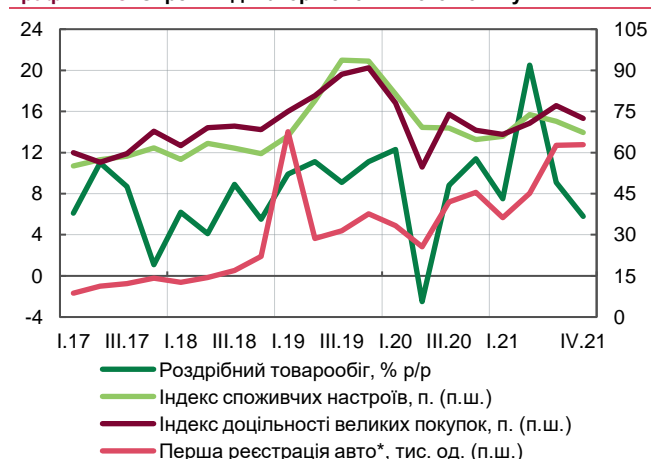
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.2.7. Кінцеві споживчі витрати, % р/р**



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

**Графік 2.2.8. Окремі індикатори споживчого попиту**



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

Джерело: ДССУ, Info Sapiens, Укравтопром.

споживчий попит і все ще доволі сприятливі умови торгівлі. Натомість вагомим стримуючим чинником залишатиметься напружена геополітична ситуація, що негативно впливатиме на інвестиційні рішення. Крім того, попри поступове згасання пандемії, наслідки коронакризи залишатимуться доволі відчутними. Порівняно високі ціни на енергоносії та дефіцит окремих видів сировини, передусім у першому півріччі, також обмежуватимуть потенціал зростання.

Частково дія цих обмежуючих факторів, проявлятиметься й у 2023 році. Попри те, що базовий прогноз припускає поступове зниження премії за ризик з II кварталу поточного року, наслідки поточної геополітичної напруженості проявлятимуться і у 2023 році через його негативний вплив на інвестиційний процес у 2022 році.

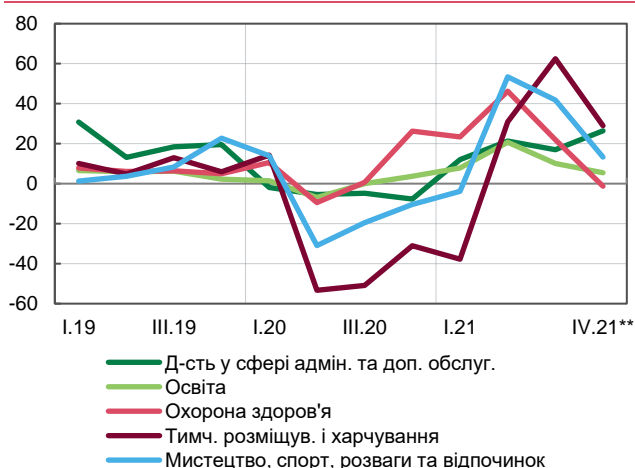
У 2023–2024 роках зростання реального ВВП прискориться відповідно до 3.7% та 4%. Цьому має посприяти стабілізація геополітичної ситуації протягом 2022 року, подальше зростання світової економіки та збереження доволі сприятливих умов торгівлі. Позитивний вплив матиме й поширення вакцинації, що сприятиме остаточному вичерпанню негативних ефектів пандемії, подальшому налагодженню ланцюгів виробництва та поставок. Це зумовить нарощування виробництва та пожвавить інвестиційну діяльність в Україні. Приватне споживання, попри певне сповільнення, залишатиметься однією з найстійкіших компонентів ВВП завдяки подальшому зростанню доходів та поширенню кредитування.

Монетарна політика Національного банку, попри її посилення на прогностичному горизонті, не буде перешкодою економічному зростанню. По-перше, гнучкість ІТ дає змогу більш тривалий час відхилятися інфляції від цілі для забезпечення стимулів для економічного зростання. По-друге, політика НБУ сприятиме забезпеченню макроекономічної стабільності та мінімізації занепокоєння інвесторів, що дасть змогу зберегти приплив іноземного капіталу в Україну.

**Приватне споживання залишиться стійким та підтримуватиме зростання економіки**

Як і очікувалося, зростання економіки у 2021 році підтримувалося внутрішнім попитом. Надалі високими темпами зростало приватне споживання, підтримуване підвищенням доходів домогосподарств (детальніше – у розділі "Ринок праці та доходи домогосподарств" на стор. 24). Зокрема, про сталий споживчий попит свідчили високочастотні індикатори. Так, темпи зростання роздрібної торгівлі та імпорту споживчих товарів залишалися високими, навіть попри сповільнення в другому півріччі на тлі вичерпання ефектів низької бази порівняння та посилення карантинних обмежень наприкінці року. Обсяги продажу автомобілів за 2021 рік сягнули рекордних значень і прискорювалися наприкінці року. Високими темпами зростали обсяги авіаперельотів. Підтримало споживчий попит ДГ і зростання індивідуальних споживчих витрат СЗДУ (фінансування

**Графік 2.2.9. Надходження податків і зборів за видами діяльності\*, % р/р**



\* Дефльовані на відповідні індекси споживчих цін.

\*\* За два місяці кварталу.

Джерело: ДПСУ, розрахунки НБУ.

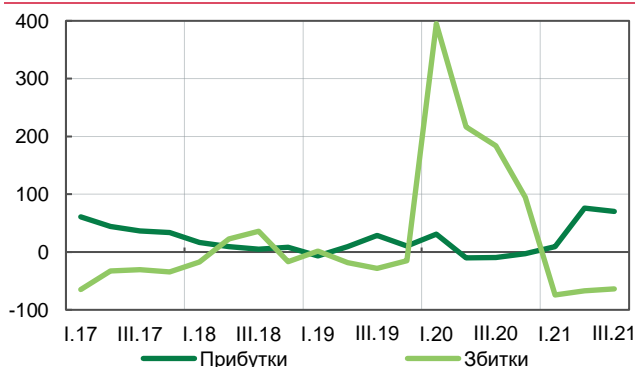
**Графік 2.2.10. Окремі індикатори інвестиційного попиту**



\* Жовтень-листопад 2021 року.

Джерело: ДССУ, ДКСУ, НБУ, Укравтопром.

**Графік 2.2.11. Прибутки та збитки великих та середніх підприємств, за період, % р/р**



Джерело: ДССУ.

урядом частки витрат ДГ на освітні, медичні, житлово-комунальні послуги).

Наприкінці 2021 року уряд запровадив програму "є-Підтримка" для прискорення темпів вакцинації та підтримки найбільш постраждалих від карантину секторів економіки. За оцінками НБУ, вплив програми на горизонті у 12 місяців може становити 0.1–0.15% ВВП, що відобразиться переважно у 2022 році<sup>16</sup>.

Приватне споживання залишиться основним драйвером зростання ВВП. Споживчі витрати продовжать активно зростати (5–6% за рік) на прогностному періоді за рахунок збільшення реальних доходів населення (детальніше – у розділі "Ринок праці та доходи домогосподарств" на стор. 24). Очікується подальше поліпшення споживчих настроїв та активізація кредитування. Згасання пандемії також поживавлюватиме споживчий попит. Очікувана фіскальна консолідація буде помірною, що збереже стимули для споживання і з боку бюджетного сектору, який продовжить нарощувати соціальні видатки вищими темпами, ніж інфляція.

**Відновлення інвестування відіграватиме вагому роль у зростанні потенціалу економіки**

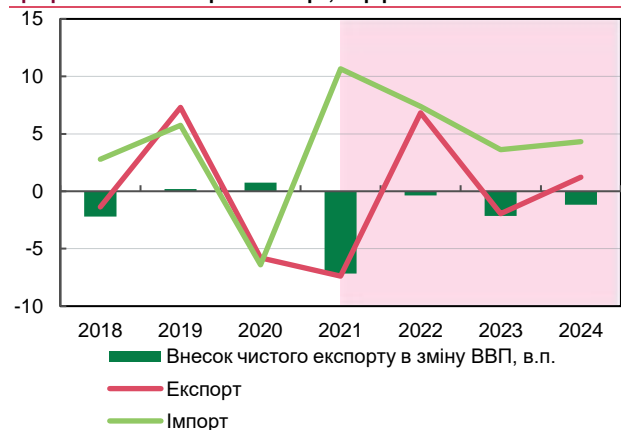
Зростання обсягів інвестицій, що відновилося у II кварталі 2021 року, тривало і далі. Так, у III кварталі ВНПК зросло на 14.5% р/р, тобто зростало практично такими самими темпами, як і попереднього кварталу<sup>17</sup>. Це відображало проведення капітальних ремонтів промислового обладнання на тлі поліпшення фінансових результатів підприємств, а також збільшення фінансування капітальних видатків бюджету. Ці самі чинники підтримували інвестиційну активність підприємств і в IV кварталі (хоча несприятливе інформаційне середовище на тлі посилення геополітичної напруженості та послаблення зовнішнього попиту пригальмувало інвестиції наприкінці року). Про високі темпи зростання інвестицій свідчили нарощування виробництва у низці підгалузей машинобудування, значні темпи приросту інвестиційного імпорту (с/г техніки, комерційних автомобілів, промислового обладнання).

Попри значні темпи нарощування інвестицій, їхній рівень відносно ВВП знизився до історичних мінімумів (близько 9% за три квартали 2021 року), що також стримувало зростання економіки. Утім, враховуючи низьку базу порівняння, темпи відновлення інвестиційної активності будуть високими і в наступні періоди. Цьому сприятимуть позитивні ділові очікування, активізація кредитування, подальша розбудова дорожньої інфраструктури та лібералізація ринку землі. Крім того, очікується реалізація проєктів з оновлення виробничих потужностей (зокрема у металургії та добувній промисловості) через посилення екологічних вимог для експорту до ЄС та у зв'язку з

<sup>16</sup> Програмою передбачена можливість отримання 1000 грн повністю вакцинованими громадянами для придбання товарів та послуг, визначених КМУ видів діяльності. У 2022 році дію програми поширено також на придбання ліків. Відповідно до параметрів програми, очікується, що буде витрачено 11 млрд грн (8 млрд грн з бюджету 2021 року і 3 млрд грн – з бюджету 2022 року). Утім, за даними КМУ, станом на 4 січня 2022 року вакцинованим українцям було виплачено майже 6 млрд грн, з яких витрачено лише трохи більше 700 млн грн, переважно у книжкових магазинах та кінотеатрах.

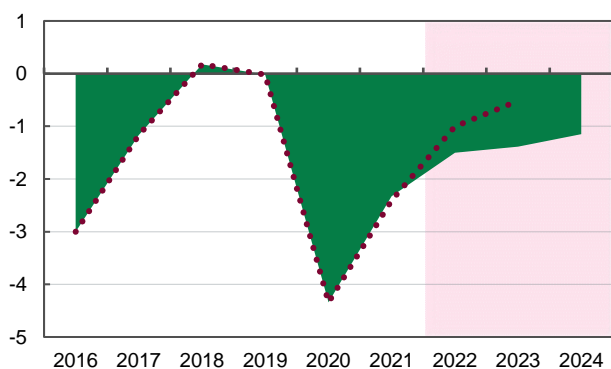
<sup>17</sup> У III кварталі прискорилося зростання обсягів капітальних інвестицій у промисловості, будівництві, торгівлі і готельно-ресторанному бізнесі. Високими темпами зростали обсяги інвестування у підприємства с/г, транспорту, охорони здоров'я.

Графік 2.2.12. Експорт та імпорт, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.13. Розрив ВВП, % потенційного ВВП



Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

виконанням внутрішніх зобов'язань у сфері екології та охорони навколишнього середовища. Зростатимуть обсяги інвестицій також у транспортній сфері через потребу оновлення рухомого складу для пасажирських і вантажних перевезень. Очікується поживлення інвестицій у видобуток природного газу на тлі його різкого подорожчання. Вагому роль відіграватиме і зменшення невизначеності бізнесу щодо впливу пандемії завдяки поширенню вакцинації в Україні та світі.

Зростання премії за ризик для України на тлі посилення воєнної напруженості не лише гальмуватиме відновлення інвестиційної діяльності в 2022 році, а й позначатиметься на інвестиційному потенціалі в 2023 році. Протягом року зберігатиметься вплив від обмеженої пропозиції товарів і комплектуючих через дефіцит напівпровідників у світі. Темпи зростання валового нагромадження основного капіталу залишатимуться порівняно низькими, забезпечивши зростання його у відношенні до ВВП лише до 14% ВВП у 2024 році. Все ще низька частка інвестицій є одним з ризиків для зростання потенційного ВВП у довгостроковій перспективі.

**Внутрішній попит зумовить нарощування імпорту, на динаміку експорту істотно впливатимуть коливання врожайності**

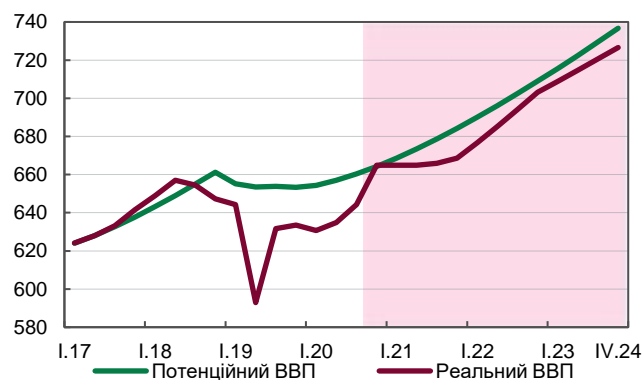
Послаблення попиту на продукцію ГМК на зовнішніх ринках та ефекти від відносно низького врожаю в 2020 році зумовили скорочення обсягів експорту в реальних вимірах у 2021 році. Рекордний торішній врожай більшою мірою відобразиться вже у 2022 році. Прогнозується, що цьогоріч реальні обсяги експорту зростуть майже на 7%. Надалі очікується повернення врожайності зернових та олійних культур до середніх значень попередніх років, у тому числі через подорожчання та можливий дефіцит добрив. Цей фактор разом з поступовим зниженням експортних цін значною мірою зумовить скорочення обсягів експорту в 2023 році. Експорт чорних металів поступово зростатиме хоча й буде обмежений високою конкуренцією на зовнішніх ринках.

Відновлення внутрішнього попиту і ревальвація РЕОКу гривні зумовлюватиме суттєве нарощування обсягів імпорту. Вже у 2021 році зростання становило майже 11% у реальному вимірі, хоча вагомий внесок матиме низька база порівняння. Надалі імпорт зростатиме через розширення споживчого та інвестиційного попиту, проте меншими темпами (4–7% на рік). Поживлення економіки посилить попит на високотехнологічну продукцію споживчого та інвестиційного призначення. Енергетичний імпорт також зростатиме через необхідність поповнення запасів природного газу та вугілля на тлі зниження цін.

**Зростання потенційного ВВП прискориться завдяки відновленню інвестицій та поверненню населення до робочої сили**

У 2021 році потенційний ВВП зростав і в IV кварталі досяг докризового рівня. Перебудова бізнес-процесів з урахуванням переваг віддаленої роботи та комунікацій дасть змогу й надалі підвищувати продуктивність праці в економіці. Це, а також прискорене оновлення основних

Графік 2.2.15. Реальний та потенційний ВВП



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

фондів бізнесом (насамперед експортно-орієнтованим для відповідності зростаючим екологічним стандартам) задля підвищення конкурентоспроможності зумовить подальше збільшення темпів зростання потенційного ВВП у середньостроковій перспективі. Стримуючими чинниками залишатимуться несприятливі демографічні тенденції, а саме старіння населення і трудова міграція.

Від’ємний розрив ВВП скорочувався протягом 2021 року та в IV кварталі був близьким до нуля. Однак структура цього розриву за компонентами ВВП, а також за видами діяльності істотно відрізняється. Така нерівномірність значно посилилася під час коронакризи. Так, інвестиційна діяльність перебуває значно нижче свого потенціалу через невизначеність для бізнесу в умовах тривалих карантинних обмежень і ризиків ескалації військового конфлікту. Експорт, незважаючи на сприятливі умови торгівлі, був також дещо нижчим потенційного рівня через відносно невисокий урожай 2020 року та обмежені потужності в окремих виробничих секторах. Водночас тривалі монетарні та фіскальні стимули, у тому числі на глобальному рівні, а також посилення трудової міграції зумовили високі темпи зростання зарплат і призвели до перегріву споживання й імпорту.

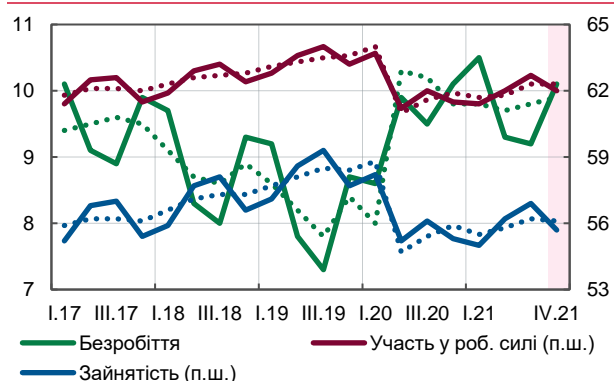
У розрізі видів діяльності відносно швидко зростали сфери охорони здоров’я, фінансової та страхової діяльності, торгівлі, IT-сектор. Водночас гальмували сектори, що найбільше постраждали від карантинних обмежень: транспорт, туризм, готельний та ресторанний бізнес, мистецтво, спорт, розваги тощо. Саме тому державні програми допомоги будуються з урахуванням необхідності допомоги цим видам діяльності.

У 2022 році розрив ВВП знову стане від’ємним і тривалий час не закриватиметься, що підтримуватиме дезінфляцію. Незважаючи на це, завантаженість секторів економіки стане більш рівномірною. Так, жорсткіша монетарна політика на прогнозному горизонті сприятиме охолодженню секторів, які підживлювалися перегрітим споживанням та імпортом. Водночас, сектори, діяльність у яких усе ще стримувалася карантинними обмеженнями, зростатимуть швидше завдяки відміні цих обмежень.

### 2.3. Ринок праці та доходи домогосподарств

- Попит на робочу силу та її пропозиція збільшилися у 2021 році завдяки відновленню економіки. Утім, участь у робочій силі зростала повільно, що пов'язано з довгостроковими наслідками карантинних обмежень. Ці самі причини разом із поглибленням професійно-кваліфікаційних диспропорцій зумовлювали збереження все ще високого рівня безробіття.
- Доходи громадян, у тому числі зарплати, стрімко зростали. Цьому сприяли підвищення МЗП, доплати медикам і збільшення зарплат в освіті, підвищення попиту на вітчизняну робочу силу як усередині країни, так і за кордоном, рекордні обсяги грошових переказів, підвищення пенсій та значні соціальні виплати під час карантинів.
- Прискорення економічного зростання та підвищення зовнішнього попиту на українських працівників підтримує високі темпи зростання зарплат. Безробіття знижуватиметься до природного рівня, але довше, ніж очікувалося.

**Графік 2.3.1. Рівень безробіття\*, зайнятості\*\*, участі в робочій силі\*\*, % (пунктир – с/с)**

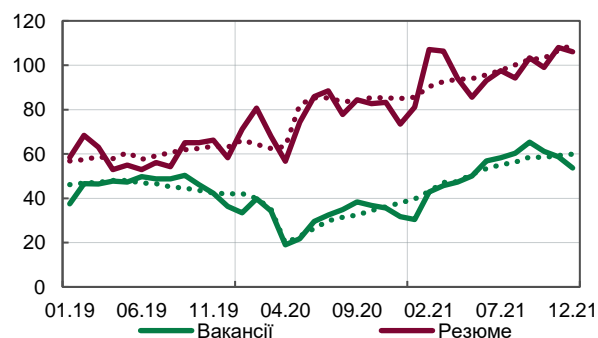


\* У % до робочої сили віком 15–70 років.

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

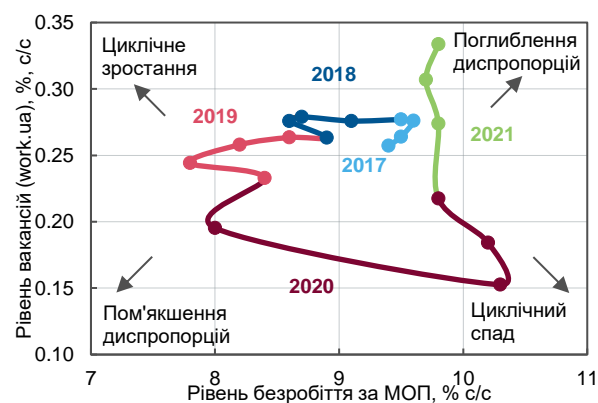
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.3.2. Нові вакансії та резюме на work.ua, тис. (пунктир – с/с)**



Джерело: work.ua, розрахунки НБУ.

**Графік 2.3.3. Крива Беверіджа**



Джерело: ДССУ, work.ua, розрахунки НБУ.

#### Карантини та поглиблення диспропорцій формували жорсткі умови ринку праці. Повернення безробіття до свого природного рівня (8.5%) триватиме довше, ніж очікувалося

У 2021 році відновлення економіки після кризи сприяло збільшенню як попиту на робочу силу, так і її пропозиції. Водночас основні показники ринку праці (рівень зайнятості, рівень безробіття, участь у робочій силі) у сезонно скоригованому вимірі поліпшувалися мляво та відставали від прогнозів НБУ. Це зокрема пояснюється слабшим, ніж очікувалося, зростанням економіки. Крім того, негативний вплив карантинних обмежень, коли окремі категорії населення вибули з робочої сили, виявився більш тривалим, ніж очікувалося. А рівень вакцинації, попри пошкваллення наприкінці року, залишався низьким, що зумовлювало необхідність періодичного запровадження жорсткіших карантинних обмежень.

Іншою вагомою причиною стало посилення диспропорцій між попитом і пропозицією робочої сили. Так, [за результатами опитувань щодо ділових очікувань](#) протягом року збільшувалася частка підприємств, які зазначали негативний вплив на свою діяльність чинника "нестача кваліфікованих кадрів". Крім того, про це свідчила динаміка кривої Беверіджа, яка відображає зв'язок між рівнем вакансій (їх кількості у відношенні до робочої сили) та рівнем безробіття. У випадку значної кількості вакансій, зокрема внаслідок розширення економічної активності, за інших рівних умов рівень безробіття має бути порівняно низьким, оскільки наявні вакансії заповнюються тими, хто шукає роботу. Проте це стається лише у випадку, якщо професійно-кваліфікаційні вимоги роботодавців відповідають навичкам шукачів роботи. Тож зміщення кривої Беверіджа внаслідок зростання кількості вакансій за майже незмінного рівня безробіття у 2021 році свідчить про значні складнощі із заповненням наявних вакансій через невідповідність професій чи кваліфікації.

Це підтверджується і даними сайтів пошуку роботи. На ринку спостерігається надлишок пропозиції топ-менеджерів і керівників середньої ланки, юристів, діловодів, журналістів. Натомість зберігається брак працівників робітничих професій, ІТ, сільського



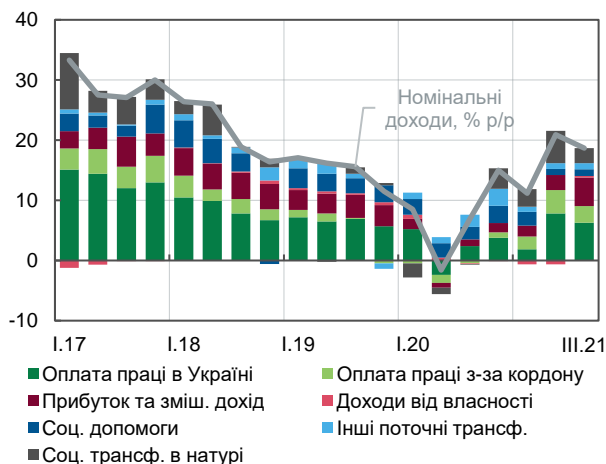
**Графік 2.3.4. Навантаження на одну вакансію\* за окремими професіями, од.**



\* Розраховано як співвідношення резюме та вакансій відповідної професії.

Джерело: work.ua, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.3.6. Зарплата у бюджетному та приватному секторах, % р/р**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

господарства, у тому числі через значний попит на ці професії за кордоном.

Подальше зростання економіки, поліпшення ділових очікувань підприємств стимулюватиме збільшення попиту на робочу силу на прогнозованому горизонті. Зокрема, згідно з [результатами опитувань щодо ділових очікувань у IV кварталі](#) про плани збільшувати кількість працівників у 2022 році повідомила більшість підприємств. Підтримуватиме ринок праці і продовження вакцинації, що підвищить упевненість бізнесу щодо відсутності в майбутньому карантинних обмежень. Як наслідок рівень безробіття знизиться до 9.1% у 2022 році та надалі поступово наблизиться до свого нейтрального рівня (8.5%). Утім, це триватиме довше, ніж очікувалося, через посилення диспропорцій на ринку праці, більш тривалі ефекти пандемії на участь у робочій силі та слабше за попередній прогноз відновлення економіки.

**Доходи домогосподарств у 2021 році стрімко зростали. Підвищення реальних зарплат випереджало зростання продуктивності, утім, надалі вони зростатимуть на одному рівні**

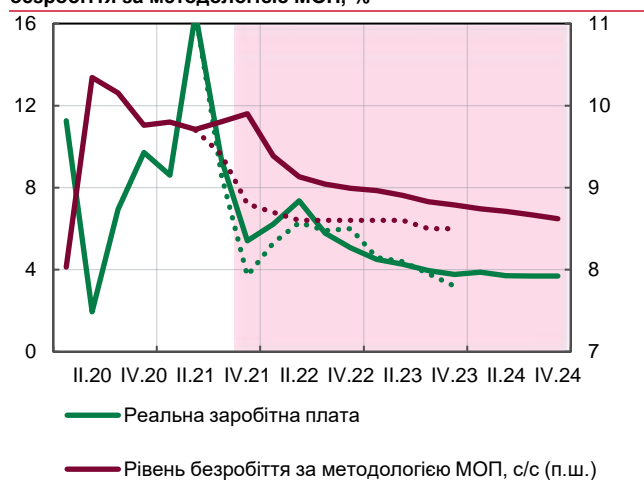
Попри порівняно слабке відновлення економіки у 2021 році, заробітні плати в Україні зростали високими темпами як у номінальному, так і реальному вимірах (за оцінками НБУ – відповідно на 20% та 9.8%). Вагомим чинником цього були зарплати у бюджетному секторі, високі темпи зростання яких підтримувалися підвищенням МЗП (до 6000 грн із січня та до 6500 грн з грудня 2021 року), [переглядом тарифних сіток в окремих секторах](#), зокрема освіти, доплатами медикам, які працюють у ковідних відділеннях. Певне сповільнення зростання зарплат наприкінці року пояснюється насамперед впливом бази порівняння (зокрема в охороні здоров'я надбавки медикам були запроваджені з жовтня 2020 року). Зростання економічної активності в країнах-реципієнтах мігрантів на тлі поширення вакцинації та відкриття кордонів зумовило підвищення попиту на українських працівників<sup>18</sup>. Разом із наявними диспропорціями на внутрішньому ринку праці це тиснуло на заробітні плати у приватному секторі. Також зростали й грошові перекази в Україну.

Протягом року збільшувався і внесок у зростання доходів домогосподарств прибутку та змішаного доходу. Це зокрема свідчило про поліпшення фінансової ситуації ФОП, у тому числі завдяки карантинним виплатам у межах урядової підтримки. Вагомий внесок також мала подальша індексація пенсій. У результаті в III кварталі зростання реального наявного доходу прискорилося до 6.8% р/р (попри посилення інфляційного тиску).

Диспропорції на ринку праці і значний попит на робочу силу за кордоном і надалі тиснутимуть на заробітні плати

<sup>18</sup> [За даними НБП](#), відсоток підприємств, що мають вакансії, у III кварталі 2021 року зріс до 47.6% – найвищого рівня з 2016 року, а збільшити чисельність працівників у наступному кварталі планує 34% підприємств, що є найвищим значенням за весь час опитувань. Хоча в реальному вимірі зарплати і залишалися нижчими докризового тренду, роботодавці частіше надавали нематеріальні бонуси (навчання, еластичні години праці) та, [за опитуваннями](#), знизили вимоги до кваліфікації.

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



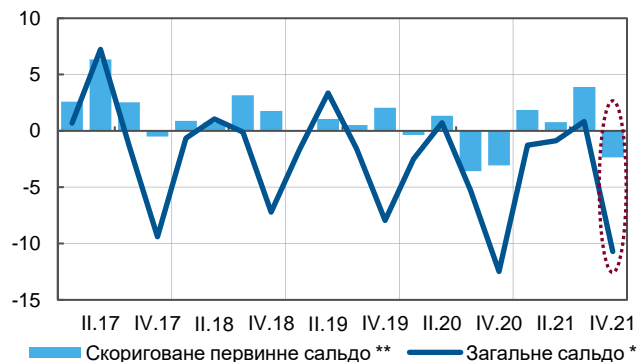
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

у бік підвищення, що і зумовило перегляд прогнозу. Утім, з огляду на прискорене зростання заробітних плат у номінальному виразі їх розрив із закордонними альтернативами звужуватиметься, що зменшуватиме мотивацію до міграції. Також зацікавленість бізнесу в залученні робочої сили і збільшення оплати праці стимулюватимуть перекваліфікацію і таким чином – зменшення диспропорцій на ринку праці. Темпи зростання номінальних заробітних плат знизяться (з близько 15% у 2022 році до 9–10% у середньостроковому періоді). Реальна заробітна плата зростатиме близько 6% у 2022 році та 4% за рік у 2023–2024 роках, відповідаючи рівню зростання продуктивності в економіці на тлі перекваліфікації. У 2022 році певний стримуючий ефект на зростання зарплат матимуть обмеження на збільшення зарплат працівників державних органів влади, хоча його значною мірою нівелюють анонсовані підвищення зарплат [в освіті](#) та [охороні здоров'я](#)

## 2.4. Фіскальний сектор

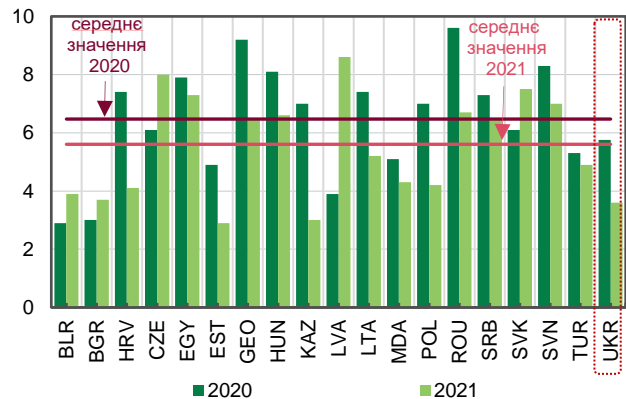
- Попри різке пом'якшення в IV кварталі, фіскальна консолідація була стрімкішою, ніж передбачалося і порівняно з іншими країнами регіону.
- Дефіцит зведеного бюджету, який у 2021 році становив 3.5% ВВП, помірно скорочуватиметься надалі. Значною мірою це буде зумовлено обмеженими можливостями фінансування через жорсткіші умови на світових фінансових ринках і високу премію за ризик для України.
- Державний та гарантований державою борг у 2021 році як відношення до ВВП істотно скоротився – нижче 50% – і продовжить знижуватися в наступні роки, забезпечуючи більшу стійкість і гнучкість державних фінансів, а також підвищуючи інвестиційну привабливість країни.

Графік 2.4.1. Сальдо СЗДУ за різними вимірами, % ВВП



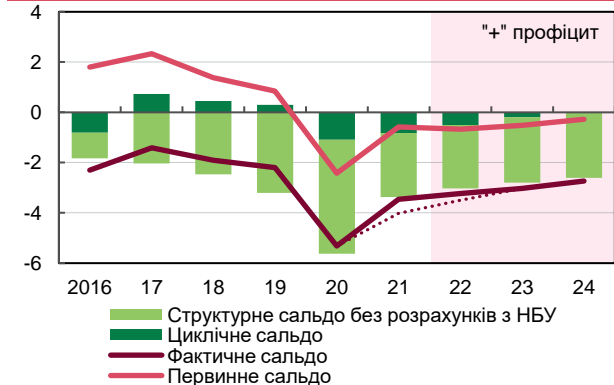
\* Загальне сальдо, % ВВП – сальдо зведеного бюджету з урахуванням позичок з ЄКР, наданих Пенсійному фонду. \*\* Циклічно скориговане первинне сальдо (% потенційного ВВП) – різниця між с/с доходами, у структурі яких податкові надходження коригуються на циклічні зміни ВВП, та с/с первинними видатками. З доходів вираховано одноразові надходження (кошти від спеціалізації, ефекти від рішення Стокгольмського арбітражу). Від'ємне значення означає м'яку політику. Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.2. Дефіцит СЗДУ за окремими країнами, % ВВП



Джерело: МВФ (WEO Database, 10.2021), ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.3. Сальдо зведеного бюджету, % ВВП



Джерело: МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

**У 2021 році фіскальна політика виявилася жорсткішою, ніж очікувалося. У наступні роки фіскальна консолідація триватиме, проте помірнішим темпом**

У IV кварталі, що типово для цього періоду, зведений бюджет виконано зі значним дефіцитом. Первинне сальдо, скориговане на циклічну позицію економіки України, стало від'ємним, сигналізуючи про м'якість політики. Це стало наслідком значного нарощування видатків наприкінці року, насамперед завдяки значним залученням у листопаді-грудні.

Попри значне пом'якшення наприкінці року, у цілому за 2021 рік фіскальна політика залишилася жорсткою. Доволі стрімка фіскальна консолідація порівняно з іншими країнами стала одним із чинників слабшого економічного відновлення. Зокрема це зумовлено обмеженими можливостями фінансування та необхідністю накопичення коштів перед значними борговими виплатами. Утім, навіть з огляду на значний ресурс, отриманий наприкінці року, та перевиконання плану доходів (неодноразово збільшено протягом року) державний бюджет було виконано з дещо меншим, ніж затверджено, номінальним дефіцитом та значно меншим у відношенні до ВВП (3.7%). З урахуванням цього державні фінанси отримали певну "подушку ліквідності" на наступні періоди. Враховуючи профіцит місцевих бюджетів, дефіцит зведеного бюджету також зменшився відносно попереднього року (до 186.9 млрд грн, або 3.5% ВВП).

На прогнозованому горизонті бюджетна консолідація триватиме зокрема завдяки стійкому економічному зростанню, однак буде помірнішою, ніж у 2021 році. Зокрема, у 2022 році очікується незначне подальше скорочення дефіциту (до 3.2% ВВП), а в 2024 році – навіть нижче 3%. Така політика дасть змогу забезпечувати вищу стійкість і гнучкість державних фінансів.

**Податкові надходження зростали значними темпами завдяки подальшому відновленню попиту і високим цінам на товарних ринках**

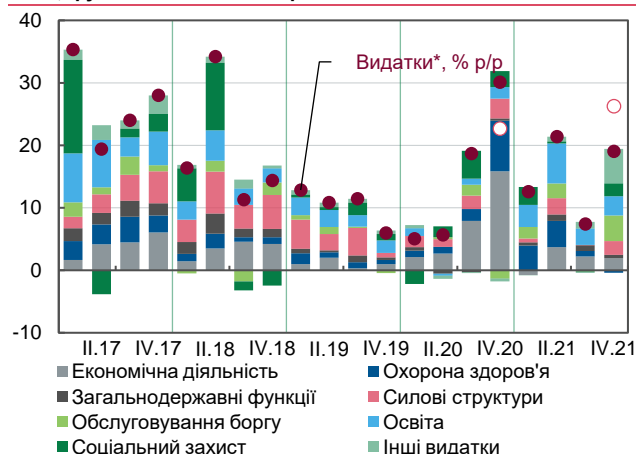
Упродовж року податкові надходження зростали високими темпами завдяки подальшому поживленню внутрішнього попиту і високим цінам на сировинні товари. Зовнішня кон'юнктура та рекордні врожаї сприяли значним прибуткам підприємств і відповідно зростанню надходжень від податку на прибуток. Крім того, суттєво

**Графік 2.4.4. Внески в річну зміну доходів зведеного бюджету, в. п.\***



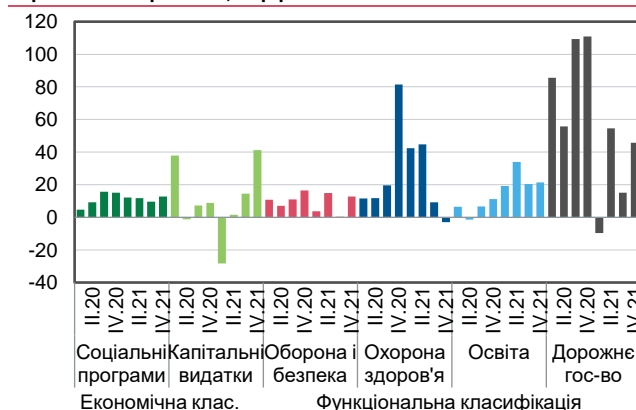
\* IV.20 та IV.21 – виділено іншим кольором зміну доходів без урахування взаєморозрахунків у грудні 2020 року між [урядом, Нафтогазом та Укрнафтою](#).  
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.4.5. Внески в річну зміну видатків зведеного бюджету, в. п.\*, функціональна класифікація**



\* IV.20 та IV.21 – виділено іншим кольором зміну видатків без урахування взаєморозрахунків у грудні 2020 року між урядом, Нафтогазом та Укрнафтою.  
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.4.6. 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.

збільшилися обсяги надходжень від рентних платежів. Значні темпи зростання заробітних плат підтримували стабільне збільшення надходжень від ПДФО, а сталий внутрішній попит і високий імпорт – від ПДВ та акцизів.

Загалом саме завдяки економічним факторам план<sup>19</sup> доходів державного бюджету навіть зі змінами був перевиконаний (на 2.8%). Вищі на майже 28% податкові надходження забезпечили зростання загальних доходів, незважаючи на нижчі, ніж у 2020 році, дивіденди від державних підприємств.

На прогностному періоді зростання доходів уповільниться до 8–11% на рік. Основні причини цього – вщунання інфляційних процесів, насамперед промислової інфляції, помірніше зростання номінальних доходів населення, а також слабші фінансові результати підприємств в умовах високої вартості енергоресурсів.

**Видатки традиційно надолужувалися у IV кварталі, втім, їх річне зростання було помірним**

Видатки протягом року зростали нерівномірно з традиційним нарощуванням наприкінці року. Нерівномірність була пов'язана з ефектами бази порівняння та необхідністю акумулювання ресурсу напередодні боргових виплат. У IV кварталі зростання видатків прискорилося, незважаючи на високу базу порівняння наприкінці 2020 року (значні витрати фонду Covid-19). Утім, попри надолуження виконання плану, за підсумками року збереглося недофінансування видатків (на 1.4%). Це зумовлювалося як економією на обслуговуванні боргу, так і процедурними чинниками.

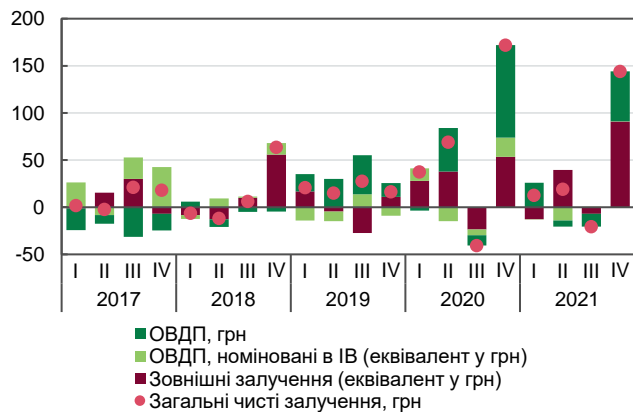
Прискорилося зростання соціальних видатків за рахунок збільшених обсягів пільг і субсидій населенню на оплату ЖКП і впровадження програми “е-Підтримки”. Також тривало зростання витрат на оплату праці, що пов'язано в тому числі із плановим підвищенням у грудні МЗП і тарифних окладів у бюджетному секторі. Загалом соціальні витрати бюджету залишалися вагомим джерелом зростання доходів домогосподарств (детальніше – у розділі “Ринок праці та доходи домогосподарств” на стор. 24), що підтримувало споживчий попит. Високими темпами продовжили зростати індивідуальні споживчі витрати СЗДУ, зокрема на освіту, культуру та спорт. Утім, попри ускладнення епідемічної ситуації восени та підвищення зарплат медикам, витрати на охорону здоров'я наприкінці року були меншими ніж торік переважно через ефект бази порівняння.

Водночас збільшено видатки інвестиційного спрямування, зокрема на дорожнє господарство. Також прискорилося зростання таких колективних витрат, як оборона та екологія, хоча зростання інших (державне управління та громадський порядок) було помірним.

Незважаючи на економію на обслуговуванні боргу завдяки міцнішому курсу гривні, витрати за цією статтею у 2021 відчутно зросли (на близько 27% порівняно з 2020 роком). Це викликано збільшенням обсягів залучень, у

<sup>19</sup> Тут і далі в цьому розділі - план загального фонду державного бюджету.

**Графік 2.4.7. Чисті залучення державного бюджету\*, млрд грн**



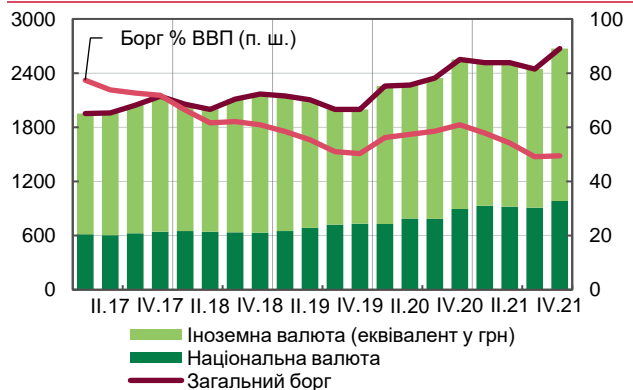
\* Запозичення 2017 року не включають випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу банків, запозичення. 2020 року не включають випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу банків та ОЗДП для розрахунків за активною операцією з викупу на відкритому ринку державних деривативів, 2021 – не включають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

тому числі короткострокових, на фінансування розширеного дефіциту пандемічного 2020 року. Водночас наслідком цього стало посилення боргового навантаження, що звузило можливості для підтримки економіки в наступні періоди.

Очікується, що уряд проводитиме контрциклічну фіскальну політику в наступні роки. В умовах сталого зростання економіки поступово впроваджуватимуться заходи фіскальної консолідації. Видатки держави зростатимуть і надалі, проте нижчими темпами (7–10% на рік). Зростання бюджетних видатків на оплату праці та соціальне забезпечення буде вищим за рівень інфляції, підтримуючи зростання реальних доходів населення. Капітальні видатки зростатимуть повільніше за соціальні, проте перевищуватимуть 3% ВВП на всьому прогнозованому періоді.

**Державний та гарантований державою борг у 2021 році стрімко скоротився – нижче 50% ВВП, а в наступні роки перебуватиме на рівні близько 45% ВВП**

**Графік 2.4.8. Державний та гарантований державою борг (у розрізі валют погашення), млрд грн та % від ВВП\***



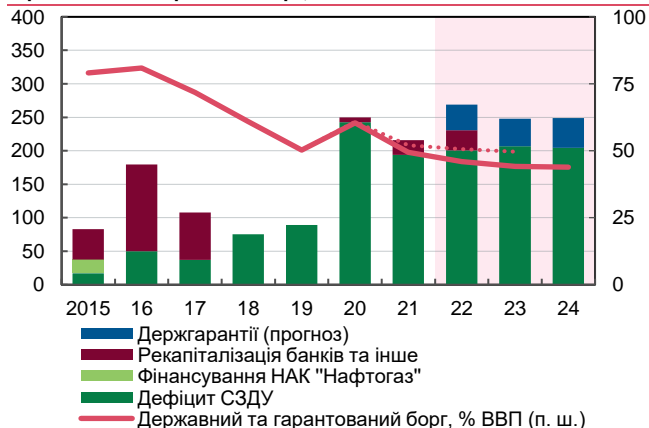
\* ВВП за 2021 рік – оцінка НБУ на основі квартальних даних.  
Джерело: МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Бюджетні потреби у IV кварталі профінансовано за рахунок як накопичених раніше коштів на рахунках уряду, так і доволі значних запозичень. Зокрема, залучено пільгове фінансування від МВФ, а також ЄС і Світового банку. Наприкінці року, насамперед у грудні, розміщено значні обсяги ОВДП у національній валюті, тоді як випуск ОВДП в іноземній валюті практично відповідав виплатам. Як і минулого року, це дало змогу не лише надолужити видатки, а й накопичити ресурс для фінансування бюджетних потреб у першому півріччі 2022 року.

Обсяг державного та гарантованого державою боргу збільшився в абсолютному вимірі як у IV кварталі порівняно з попереднім, так і загалом за рік. Окрім чистих боргових залучень, додатковими факторами збільшення боргу наприкінці року стали випуск ОВДП з метою капіталізації ПАТ "Українська фінансова житлова компанія", а також надання державних гарантій, у тому числі на погашення заборгованості перед виробниками електроенергії з ВДЕ. Водночас завдяки зростанню номінального ВВП борг як відношення до ВВП за рік скоротився – до 49.5% за оцінкою НБУ.

Поступова фіскальна консолідація та подальше зростання економіки сприятимуть закріпленню показника державного та гарантованого державою боргу на рівні близько 45% ВВП у 2022–2024 роках. Це підвищить фіскальну стійкість та інвестиційну привабливість країни, а також збереже можливості для нарощування державних стимулів на випадок погіршення загальної економічної ситуації.

**Графік 2.4.9. Широкий дефіцит СЗДУ, млрд грн, державний та гарантований державою борг, % ВВП**



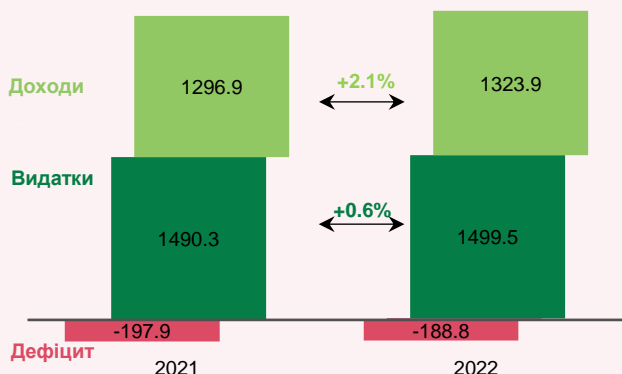
Джерело: МВФ, ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

## Вставка 2. Параметри державного бюджету України у 2022 році

Фіскальна консолідація, розпочата у 2021 році, триватиме і надалі після кризового розширення у 2020 році. Затверджений Законом “Про Державний бюджет України на 2022 рік” (далі – Закон) дефіцит не лише менший за фактичний рівень попереднього року в номінальному виразі та у відношенні до ВВП (3.5%<sup>20</sup>), а й має потенціал до більшого звуження. Останнє пов’язано з доволі консервативним макроекономічним прогнозом, який свідчить про можливі суттєві понадпланові доходи. З досвіду 2021 року вірогідним є збереження номінального дефіциту навіть у випадку перегляду інших бюджетних параметрів у бік збільшення. Це, серед іншого, зумовлено можливими складнощами із залученням зовнішнього фінансування з огляду на несприятливі умови на світових фінансових ринках для країн ЕМ та високою премією за ризик для України зокрема. Тож важливим у таких умовах є продовження співпраці з міжнародними партнерами. Це дасть змогу отримати офіційне фінансування та спростить вихід на міжнародні ринки капіталу після послаблення геополітичної напруженості.

Дефіцит державного бюджету на 2022 рік у відношенні до ВВП відповідає орієнтирам, затвердженим Бюджетною декларацією на 2022–2024 роки. Водночас основні параметри державного бюджету сформовано на основі консервативного макроекономічного прогнозу, насамперед у частині номінального ВВП та обсягів імпорту. Про це, зокрема, свідчить доволі помірне зростання основних параметрів державного бюджету – доходів та видатків – порівняно з фактичними показниками 2021 року. За реалізації прогнозу НБУ щодо номінального ВВП у 2022 році співвідношення податкових надходжень і ВВП становитиме менше 19%, тоді як у середньому за попередні п’ять років воно перевищувало 20.5%.

Графік 1. Основні параметри державного бюджету, млрд грн



Джерело: ДКСУ, ВРУ, розрахунки НБУ.

План доходів та видатків протягом 2021 року неодноразово переглядався в бік збільшення. Фактичне виконання доходів загального фонду перевищило початково затверджений план більш як на 120 млрд грн. Схожа ситуація може повторитися й у 2022 році. Хоча розмір дефіциту ймовірно знову залишиться незмінним, значні коригування параметрів бюджету можуть знижувати ефективність видаткових програм та ускладнювати планування діяльності економічним агентам.

Більше того, планові доходи на 2022 рік сформовано на основі змін до податкового законодавства (так званого ресурсного закону)<sup>21</sup>, яким розширено ресурсну базу та збільшено окремі ставки податків. Утім, податкові зміни

були не повністю враховані під час затвердження бюджету, що також створює потенціал для додаткових доходів.

Таблиця 1. Основні макроекономічні параметри

Показник	2022	
	КМУ	НБУ
Номінальний ВВП, млрд гривень	5368.7	6200
ВВП реальний, % р/р	3.8	3.4
Індекс споживчих цін, % (грудень до грудня)	6.2	7.7
Експорт товарів та послуг (млрд дол. США)	70.3	83.5
Імпорт товарів і послуг (млрд дол. США)	78.9	98.1
Обмінний курс, грн/дол (середній)	28.6	-
Номінальна середня заробітна плата, тис. грн	15.3	16.0

Джерело: ВРУ (пояснювальна записка до першого читання), прогноз НБУ (січень 2022 року).

Видатки збільшено незначно, що дає підстави очікувати їх зростання в разі понадпланових доходів. Традиційно вагомим залишається соціальний напрям – підвищено мінімальну заробітну плату (з 01.10.2022 – до 6700 грн) та враховано підвищення заробітних плат медикам та освітянам, подовжено надання допомоги в рамках програми “є-Підтримка”, збережено суттєвою підтримку Пенсійного фонду разом із чітким визначенням строку індексції пенсій та впровадженням із жовтня допомоги пенсіонерам, які старші за 70 років. Пільги та субсидії населенню на ЖКП передбачено в менших розмірах, ніж у 2021 році. Утім, ураховуючи невизначеність щодо рівня тарифів ЖКП та високі зовнішні ціни на енергоносії, витрати на субсидії можуть потребувати збільшення. Іншими пріоритетами видатків очікувано залишилися оборона та безпека, інфраструктурні проекти. Збільшено і видатки суспільно-гуманітарного значення – на освіту, охорону здоров’я, культуру та спорт.

Водночас у 2022 році помітно зростають витрати на обслуговування боргу (на 20% р/р, або 12% загального обсягу видатків), що є результатом значних залучень для фінансування попередніх дефіцитів, особливо у 2020 році.

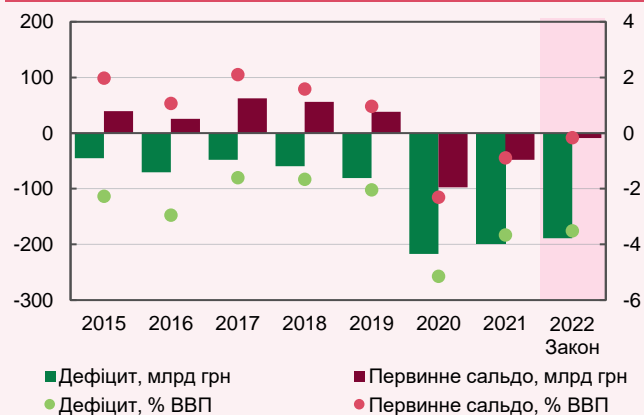
Основне фінансування дефіциту передбачено за рахунок боргових джерел (обсяг залучень становитиме майже 11% ВВП). Хоча внутрішні запозичення переважають як джерело фінансування (420 млрд грн, або 7.8% ВВП), з огляду на значні виплати зростання чистих запозичень від

<sup>20</sup> Тут і далі використано ВВП відповідно до прогнозу КМУ, на якому ґрунтується бюджет на 2022 рік, якщо не зазначено інше.

<sup>21</sup> Внесені Законом “Про внесення змін до Податкового кодексу України та деяких законодавчих актів України щодо забезпечення збалансованості бюджетних надходжень” № 1914-IX.

гривневих ОВДП оцінюється НБУ на помірному рівні – близько 65 млрд грн. З урахуванням 100% роловеру валютних ОВДП (разом основної суми та відсоткових платежів) це зумовить подальше зниження співвідношення ОВДП у портфелях банків і депозитів (до рівня близько 36%).

**Графік 2. Сальдо\* державного бюджету**



\* Для розрахунку первинного сальдо 2015–2020 років використано функціональну класифікацію та 2021–2022 років – програмну класифікацію.  
Джерело: ДКСУ, ВРУ, розрахунки НБУ.

Значна підтримка очікується від міжнародних організацій, [МВФ та інших МФО](#). Вартість таких залучень істотно нижча порівняно з ринковими інструментами. Водночас

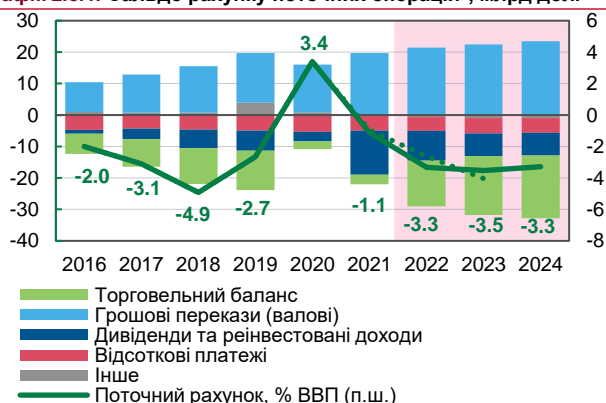
передбачено й вихід на міжнародні ринки капіталу. Несприятлива зовнішня кон'юнктура як через загальносвітову тенденцію до зменшення інтересу до ризикових активів на тлі нормалізації монетарної політики ФРС, так і через високу премію за ризик для України внаслідок погіршення інформаційного середовища може в короткостроковому періоді стати цьому на заваді. За таких умов важливим є продовження співпраці з МВФ. Це дасть змогу не лише отримати пов'язане фінансування від інших партнерів, а й сприятиме швидшому поверненню України на міжнародні ринки капіталу після послаблення геополітичної напруженості.

Первинний дефіцит зростає практично до нуля (з 0.9% ВВП у 2021 році) через помірне нарощування загальних видатків на тлі підвищення витрат на обслуговування боргу. Зазначене свідчить про продовження фіскальної консолідації, що зумовить подальше скорочення боргу як співвідношення до ВВП. З одного боку, це має позитивно вплинути на сприйняття інвесторами ризиків макроекономічної стабільності, не пов'язаних із геополітичною напруженістю, адже низький рівень боргового навантаження збільшує простір для контрциклічної політики у випадку погіршення макроекономічної ситуації. З іншого боку, жорсткіша фіскальної політики стримуватиме все ще вразливе відновлення економічної активності.

## 2.5. Платіжний баланс

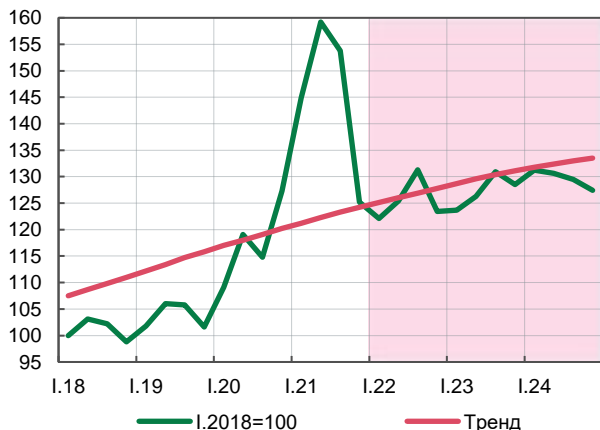
- Поточний рахунок у 2021 році очікувано повернувся до дефіциту, який, утім, був меншим, ніж до кризи, завдяки сприятливим умовам торгівлі. Розширення дефіциту наприкінці року зумовлювалося стрімким подорожчанням енергоносіїв, скороченням зовнішнього попиту на продукцію ГМК і рекордними виплатами дивідендів.
- У 2022 році дефіцит поточного рахунку розшириться до 3.3% через високі ціни на енергоносії та посилення РЕОК гривні. Надалі він стабілізується на рівні 3.3–3.5% ВВП на тлі високого внутрішнього попиту.
- Попри зниження інтересу до активів країн ЕМ наприкінці 2021 року, спостерігався приплив капіталу, насамперед до приватного сектору. Разом із надходженнями від МВФ це дало змогу наростити резерви до 31 млрд дол. Подальший приплив капіталу завдяки посиленню монетарної політики та зниженню премії за ризик підтримає міжнародні резерви на рівні 28–29 млрд дол. протягом 2022–2024 років.

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



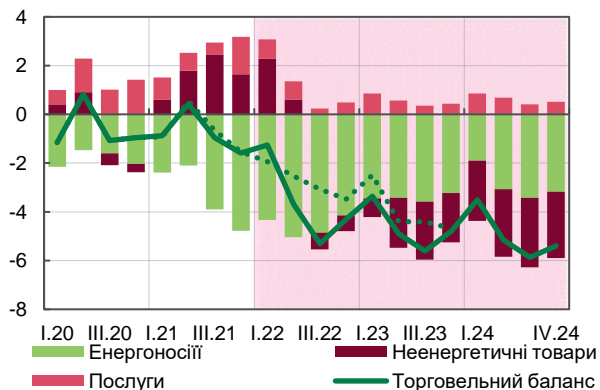
\* Попередні дані за 2021 рік.  
Джерело: НБУ.

Графік 2.5.2. Умови торгівлі



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.3. Торговельний баланс\*, млрд дол.



\* Попередні дані за IV квартал 2021 року.  
Джерело: розрахунки НБУ.

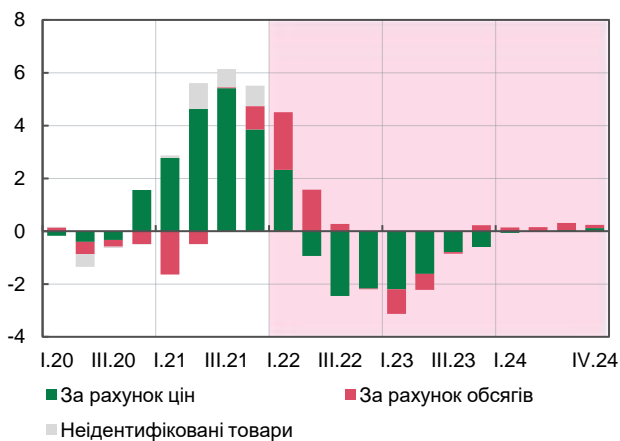
**У 2021 році дефіцит поточного рахунку сформувався через рекордні обсяги реінвестованих доходів і виплат дивідендів. У наступні роки він розширюватиметься внаслідок традиційної складової – збільшення дефіциту торгівлі товарами**

У 2021 році поточний рахунок зведено з незначним дефіцитом (2.3 млрд дол. або 1.1% ВВП). Повернення до дефіциту в посткризовий період було очікуваним. Утім, на відміну від попередніх періодів він сформувався внаслідок значних обсягів реінвестованих доходів і рекордних виплат дивідендів, особливо в IV кварталі. Натомість дефіцит торгівлі товарами залишився майже на рівні попереднього року (6.7 млрд дол.) попри сталий внутрішній попит. Спільним чинником, що зумовив як значні обсяги доходів від інвестицій, так і помірний дефіцит торгівлі, були сприятливі умови торгівлі. Це, з одного боку, забезпечило високі прибутки підприємств з іноземними інвестиціями, а отже, і значні реінвестовані доходи та дивіденди. З іншого – разом із рекордним урожаєм підтримувало високі темпи зростання експорту. Розширення дефіциту поточного рахунку також стримували грошові перекази трудових мігрантів. Вони зросли на 25% за рік на тлі відкриття кордонів і відновлення економік країн-реципієнтів. У другому півріччі дефіцит поточного рахунку стрімко розширювався. Зокрема, сальдо торгівлі товарами погіршилося внаслідок подорожчання енергоносіїв і послаблення зовнішнього попиту на продукцію ГМК. Незважаючи на подальше зростання експорту ІТ-послуг, профіцит торгівлі послугами звузився через поступове відновлення закордонних подорожей.

У 2022 році дефіцит рахунку поточних операцій розшириться до 3.3% ВВП. Це зумовлюватиметься передусім високими цінами імпорту енергоносіїв і добрив, а також потребою у відновленні запасів газу та вугілля. Крім того, зростатиме імпорт інших груп товарів, зокрема продукції машинобудування та продовольства, унаслідок зміцнення РЕОК гривні та подальшого зростання внутрішнього попиту. Обсяги виплат дивідендів залишатимуться високими. Утім, вони зменшаться порівняно з 2021 роком через погіршення фінансових результатів підприємств на тлі зниження цін на експортні товари, а також урожаю зернових та олійних культур. У 2023–2024 роках дефіцит поточного рахунку стабілізується на рівні 3.3–3.5% ВВП, що є близьким до

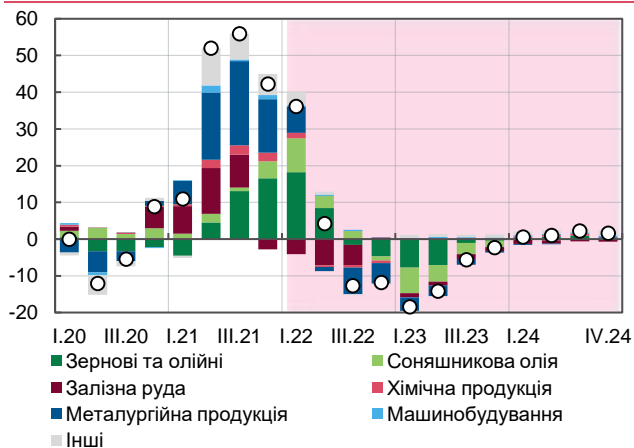


**Графік 2.5.4. Абсолютна річна зміна цін та обсягів експорту\*, млрд дол.**



\* Попередні дані за IV квартал 2021 року.  
Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.5.5. Внески в річну зміну експорту товарів\*, в.п.**



\* Попередні дані за IV квартал 2021 року.  
Джерело: розрахунки НБУ.

рівноважного рівня<sup>22</sup>. Зниження цін на енергоносії нівелюватиметься поступовим падінням цін сировинного експорту. Нижчі порівняно з рекордним 2021 роком урожаї зернових та олійних, у тому числі внаслідок дефіциту добрив, та відновлення імпорту туристичних послуг будуть компенсовані збільшенням експорту ІТ-послуг і грошових переказів від трудових мігрантів.

Порівняно з попереднім прогнозом дефіцит поточного рахунку збільшено у 2022 році, у 2023 – знижено. У 2022 році це пояснюється, насамперед, вищими цінами та фізичними обсягами імпорту енергоресурсів і репатріації дивідендів. А краща ситуація у 2023 році – переглядом у бік збільшення прогнозів урожаю, цін на зернові, переказів від трудових мігрантів та експорту ІТ-послуг.

**У 2021 році експорт товарів швидко зростає передусім завдяки високим цінам. Корекція цін наприкінці року та їх поступове зниження надалі зумовлюватиме погіршення динаміки експорту**

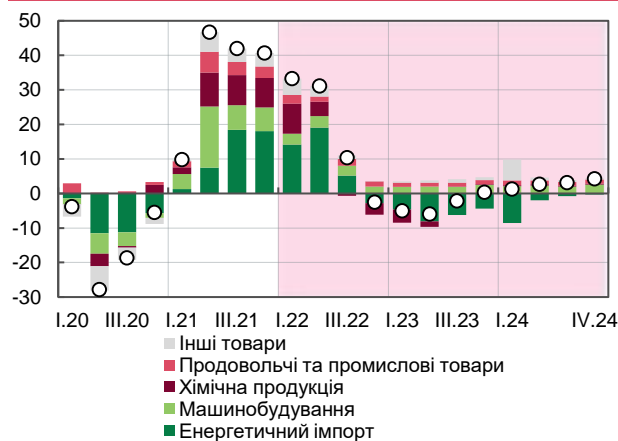
Високі світові ціни на сировинні товари мали більший вплив на експорт, ніж на імпорт. Це пов'язано з більшою волатильністю цін на сировинні товари порівняно з товарами з вищою доданою вартістю, значним зовнішнім попитом на сировину в умовах відновлення світової економічної активності та перебоїв у глобальних ланцюгах постачання, а також більшою часткою сировинних товарів у структурі українського експорту порівняно з імпортом. Експорт товарів у цілому за рік збільшився на 39.8% р/р, насамперед за рахунок цін. Так, вартісні обсяги експорту залізних руд другий рік поспіль оновили історичний рекорд, а експорт металургійної продукції майже досяг рівня 2013 року. Однак у IV кварталі корекція світових цін, зумовлена звуженням попиту з боку Китаю, призвела до скорочення експорту залізної руди та сповільнення зростання експорту металургійної продукції. Крім того, поставки останньої наприкінці року стримували [ремонтні роботи на металургійних комбінатах і дефіцит коксівного вугілля](#).

Вагомим фактором підтримки експорту в другому півріччі став рекордний урожай зернових культур. Попри пізніші терміни початку реалізації кукурудзи, уже в IV кварталі поставки зернових культур, як і загальний експорт продовольчих товарів, сягнули найвищих значень в історії за рахунок пшениці та ячменю. Утім, стримували зростання експорту продовольчих товарів наприкінці року [загострення конкуренції на світовому ринку сої](#) та складнощі із залізничними перевезеннями. Завдяки високим цінам експорт хімічної продукції надалі зростає значними темпами. Крім того, за рахунок поставок окремого устаткування переважно до країн СНД збільшився експорт продукції машинобудування.

Експорт товарів продовжить зростати у 2022 році, попри корекцію світових цін на сировинні товари завдяки рекордному врожаю зернових і соняшнику у 2021 році. У 2023–2024 роках зростання експорту обмежуватиме подальша корекція світових цін, посилення конкуренції на зовнішніх ринках продукції ГМК, нижчий урожай зернових. Утім, стабільними темпами зростатиме експорт продукції

<sup>22</sup> Див. Вставку "Рівноважне значення сальдо поточного рахунку: оцінки для України", 13 липень 2021, стор. 42-43.

Графік 2.5.6. Внески в річну зміну імпорту товарів\*, в.п.



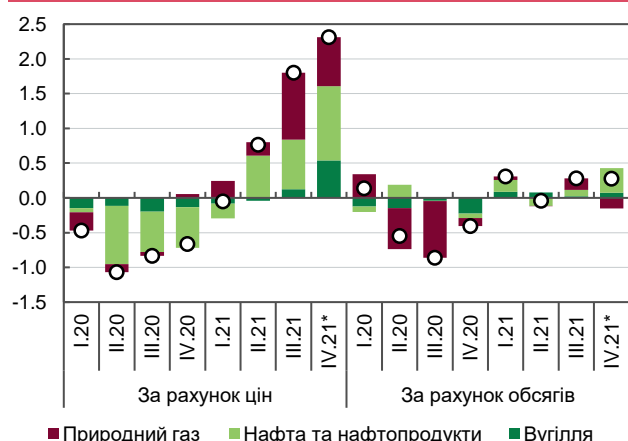
\* Попередні дані за IV квартал 2021 року.  
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.7. Річна зміна імпорту за КШЕК, %



Джерело: НБУ.

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



\* Попередні дані за IV квартал 2021 року.  
Джерело: ДМСУ, розрахунки НБУ.

машинобудування та хімії. Крім того, надалі зростатиме й експорт послуг, зокрема за рахунок ІТ-послуг.

**Пожвавлення внутрішнього попиту і стрімке подорожчання енергоносіїв зумовили високі темпи зростання імпорту. Ці чинники разом із посиленням РЕОК визначатимуть динаміку імпорту й на прогнозованому горизонті**

У 2021 році імпорт товарів динамічно відновлювався (34.5%р/р) за рахунок як енергетичної, так і неенергетичної складових. Пожвавлення інвестиційної активності підприємств забезпечило стрімке відновлення імпорту продукції машинобудування протягом усього року. Зокрема збільшувалися закупівлі промислового обладнання, сільськогосподарської техніки, вантажних автомобілів. Глобальний дефіцит напівпровідників суттєво не вплинув на закупівлі нових і вживаних легкових авто – вони перевищили рівень 2019 року. Серед іншого це зумовлено черговим етапом пільгового розмитнення раніше ввезених авто з іноземною реєстрацією. Сталий споживчий попит підтримував високі обсяги імпорту продовольчих і промислових товарів, побутової техніки протягом усього року, хоча зростання імпорту споживчих товарів наприкінці року сповільнилося, зокрема через посилення карантинних обмежень. На тлі відновлення економічної активності зростали закупівлі і товарів проміжного споживання – окремих продовольчих товарів, продукції машинобудування та хімічної промисловості. Додатковим чинником зростання імпорту хімічної продукції було подорожчання енергоносіїв. Саме стрімке зростання цін на енергоносії було ключовим фактором збереження високих темпів зростання імпорту в другій половині року. До того ж збільшилися їх закупівлі. Так через проведення активної збиральної та посівної кампанії на тлі аварійної зупинки Кременчуцького НПЗ суттєво збільшилися закупівлі нафтопродуктів. Необхідність поповнення критично низьких запасів на ТЕС стимулювала нарощування імпорту вугілля. Деяко стримувало зростання енергетичного імпорту скорочення закупівель природного газу через надвисокі ціни на нього.

У першій половині 2022 року основну роль у зростанні імпорту товарів продовжуватиме відігравати висока ціна на енергоресурси та потреба у відновленні запасів вугілля та газу. У другому півріччі зростання імпорту значно сповільниться через корекцію цін на газ, що переважить вплив від сталого зміцнення РЕОК гривні та зростання внутрішнього попиту. Останній відіграватиме ключову роль у подальшому зростанні неенергетичного імпорту, насамперед продукції машинобудування та продовольчих товарів.

**Попри посилення конкуренції на зовнішніх ринках приплив капіталу зберігатиметься завдяки жорсткій монетарній політиці НБУ та зниженню премії за ризик**

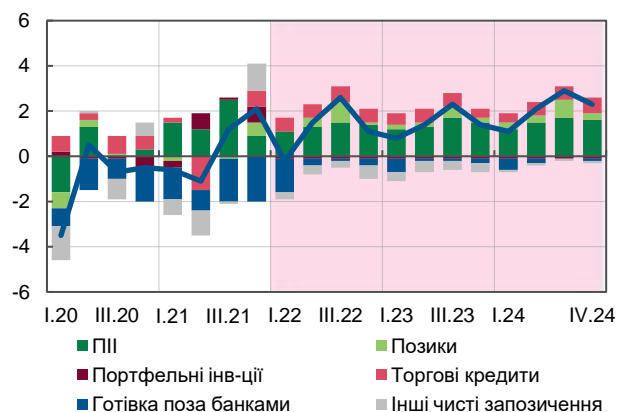
Попри зниження інтересу інвесторів до активів ЕМ наприкінці 2021 року, за фінансовим рахунком в Україні в IV кварталі сформувався вагомий приплив капіталу, що і забезпечило його збереження за результатами року. Так уряд отримав офіційне фінансування від міжнародних партнерів та залучав інші кредитні ресурси. Наприкінці

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



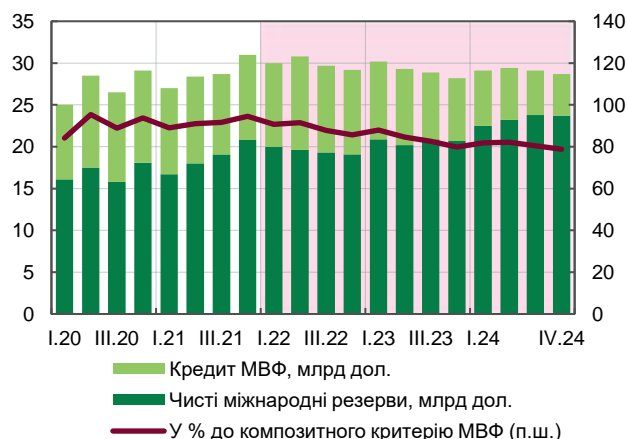
\* Попередні дані за IV квартал 2021 року.  
 \*\* Разом із помилками та упущеннями.  
 Джерело: НБУ.

**Графік 2.5.10. Приватний сектор\*: чисті зовнішні зобов'язання, млрд дол.\*\***



\* Разом із помилками та упущеннями.  
 \*\* Попередні дані за IV квартал 2021 року.  
 Джерело: НБУ.

**Графік 2.5.11. Валові міжнародні резерви**



Джерело: розрахунки НБУ.

року надійшов черговий транш від МВФ, отримано макрофінансову допомогу від ЄС та кредит від Світового банку. Це компенсувало вплив капіталу внаслідок виходу нерезидентів із гривневих державних цінних паперів у другій половині року. Приватний сектор розміщував єврооблігації та нарощував заборгованість за торговими кредитами. Також протягом 2021 року реінвестування доходів було одним з основних джерел припливу капіталу до приватного сектору, хоча їх обсяг суттєво знизився наприкінці року.

У 2022–2024 роках очікується помірне збільшення чистого припливу капіталу до приватного сектору, попри очікуване загострення конкуренції за капітал серед ЄМ. Припливу сприятиме зниження премії за ризик на тлі поступової деескалації геополітичної напруженості, а також посилення монетарної політики. Ці самі чинники забезпечать поступове відновлення помірного інтересу нерезидентів до державних цінних паперів. Утім, надходження ПІІ залишатимуться досить стриманими через прохолодний інвестиційний клімат. Поступова деескалація геополітичної напруженості та продовження співпраці з МВФ полегшать доступ до міжнародних ринків капіталу. Крім того, це сприятиме зменшенню рівня невизначеності щодо економічної політики та вразливості економіки, що зумовлюватиме зниження премії за ризик. Це дасть змогу утримати помірну вартість фінансування дефіциту бюджету в наступні роки.

Порівняно з попереднім прогнозом приплив капіталу за фінансовим рахунком майже не змінився: зниження прогнозу ПІІ у 2022 році компенсується більшими залученнями підприємствами торгових і короткострокових кредитів для імпортних закупівель.

**Рівень резервів коливатиметься в межах 28–29 млрд дол. протягом 2022–2024 років**

Зовнішня позиція України залишається стійкою. Валовий зовнішній борг в абсолютному вимірі протягом 2021 року майже не змінився, проте завдяки значному зростанню номінального ВВП його відносні показники поліпшилися. Станом на кінець III кварталу борг знизився до 69% ВВП. Скорочення заборгованості приватного сектору компенсувало зростання боргу державного сектору, зумовлене здебільшого надходженнями в межах глобального розподілу СПЗ. Завдяки цим надходженням та активній співпраці з міжнародними партнерами Україна не лише успішно пройшла період значних виплат за валютним боргом, а й наростила резерви. Станом на кінець року резерви збільшилися до 30.9 млрд дол., що забезпечує фінансування 3.8 місяця майбутнього імпорту і відповідає близько 95% від мінімально необхідного рівня резервів за композитним критерієм МВФ.

Подальше їх зниження до 28–29 млрд дол. буде зумовлено скороченням державних залучень з огляду на зменшення фінансування дефіциту бюджету. Це відповідатиме близько 80–90% від мінімально необхідного рівня за критерієм достатності МВФ.

### Вставка 3. CBAM – загроза чи шанс модернізації для економіки України?

У 2021 році ЄС презентував дизайн реформи екологічної політики. Найважливішим для України став механізм прикордонного вуглецевого коригування (далі – CBAM), який охоплюватиме близько 20% українського експорту товарів до ЄС, а тому безпосередньо впливатиме на його динаміку. За умови збереження поточного технологічного рівня виробництва втрати українського експорту від CBAM становитимуть близько 100 млн дол. на рік, лівова частка яких припаде на електроенергію та металургію. Утім, втрати можуть бути більшими через перегляд поточного механізму, запланований на лютий 2022 року, та появу аналогічних механізмів регулювання в інших країнах. Передбачений перехідний період дає змогу третім країнам адаптуватися до нових правил, здійснити екологічну модернізацію своїх виробництв і таким чином уникнути втрат.

**Сутність та цілі CBAM.** У 2019 році ЄС затвердив амбітну стратегію "Європейський Зелений Курс". Її метою є перетворення Європи на перший у світі кліматично-нейтральний континент до 2050 року. ЄЗК передбачає реформу чинної в ЄС з 2005 року системи торгівлі викидами для європейських виробників (далі – СТВ ЄС). У межах цього інструменту існує система безкоштовних квот, після вичерпання яких виробники купують дозволи на викиди шляхом аукціонів. Отримані від проведення аукціонів кошти можуть бути спрямовані на екомодернізацію виробництв. Однак наявність безкоштовних квот СТВ ЄС зумовлює мляве нарощування екологічних інвестицій усередині ЄС і не стимулює їх за кордоном. А аукціони впливають на ціну товарів виключно для європейських виробників, оскільки імпортери не беруть у них участі.

У липні 2021 року Європейська комісія оприлюднила пакет законодавчих пропозицій "Fit for 55". Одним із його ключових елементів став CBAM, кінцевою метою якого є вирівнювання ціни на викиди CO<sub>2</sub> для європейських виробників, що вже купують їх у межах СТВ ЄС, та імпортерів. Фактично, цей механізм поширив дію СТВ ЄС і на імпортні товари. Безпосереднє зобов'язання щодо здійснення платежів за CBAM покладатиметься на компанії, що імпортують продукцію до ЄС, а не на експортерів. Імпортери будуть зобов'язані купувати в уповноважених державних органах спеціальні CBAM-сертифікати, ціна яких розраховуватиметься на щотижневій основі як середня аукціонна ціна квот на викиди в СТВ ЄС.

Утім, механізмом CBAM передбачено перехідний період. Протягом 2023–2025 років імпортери будуть зобов'язані лише щокварталу звітувати до спеціально уповноважених органів країн ЄС про фізичні обсяги імпорту, прямих та непрямих викидів CO<sub>2</sub>, а також вуглецевих податків, сплачених за кордоном. При цьому для експортерів із третіх країн передбачено можливість надання європейським імпортерам верифікованих фактичних даних про викиди CO<sub>2</sub> для розрахунку платежів за CBAM. У випадку відсутності таких даних використовуватимуться стандартні орієнтири. Повноцінний запуск CBAM заплановано на 2026 рік, він враховуватиме лише прямі викиди CO<sub>2</sub>, тобто ті, які здійснюються безпосередньо в процесі виробництва кінцевої продукції.

**Сфера охоплення CBAM.** Згідно з регламентом Єврокомісії CBAM поширюватиметься на п'ять видів продукції: металургію, електроенергію, добрива, цемент та алюміній. Товари зазначених груп забезпечили близько 20% українського експорту до ЄС, що за 2018–2020 роки становило в середньому 3.2 млрд дол. на рік. Із них лівову частку займає металургійна продукція.

**Графік 1. Експорт до ЄС товарів, на які поширюватиметься CBAM, млрд дол.**



Джерело: розрахунки НБУ.

Критично важливою для третіх країн стала стаття 31 регламенту CBAM, якою передбачено, що обсяг необхідних імпортерам CBAM-сертифікатів залежатиме від розподілу безкоштовних квот у СТВ ЄС. Таким чином, платежі за CBAM здійснюватимуться імпортерами пропорційно частці викидів, фактично оплачених європейськими виробниками у рамках СТВ ЄС. Так за даними Європейського агентства з навколишнього середовища у 2020 році металургійні підприємства купили лише близько 4% здійснених викидів, цементні – 11%, виробники добрив та алюмінію – близько 20%. Решту викидів було здійснено в межах отриманих безкоштовних квот. Дія цього механізму поширюватиметься на період до 2036 року, але протягом цього часу обсяг безкоштовних квот щороку зменшуватиметься на 10%. Це дасть змогу третім країнам адаптуватися до нових правил і стримуватиме зростання вартості імпортованої продукції. Винятком є електроенергія через майже повну відсутність безкоштовних квот.

**Визначення обсягу платежів за CBAM для України.** Наразі в Україні проведено низку досліджень<sup>23</sup>, обсяги платежів за якими значно варіюються залежно від методики розрахунку (урахування норм статті 31,

<sup>23</sup> Дослідження [КШЕ](#), [GMK Center](#), [ресурсно-аналітичного центру "Суспільство і довкілля"](#) та багато інших.

розподіл квот, перенесення на кінцеву ціну тощо). Для розрахунків НБУ використано середні обсяги поставок відповідних груп товарів за 2018–2019 роки. Припускається, що вуглецева інтенсивність виробництва товарів залишатиметься на рівні 2019–2020 років<sup>24</sup>, законодавче поле залишиться незмінним. Використано два варіанти ціни СВAM-сертифікатів: фактична ціна квот на викиди СТВ ЄС у IV кварталі 2021 року (78.8 дол./т CO<sub>2</sub>) та скоригований консенсус-прогноз<sup>25</sup> ціни у 2026 році (95.2 дол./т CO<sub>2</sub>). З урахуванням норм статті 31 регламенту СВAM та графіка відміни безоплатних квот припускається, що у 2026 році купівля сертифікатів буде необхідною для 20% металургійної продукції, яка постачається в ЄС, 25% цементу, 30% добрив та алюмінію, а також усієї електроенергії.

**Таблиця 1. Оцінка платежів за СВAM для експорту з України у 2026 році, млн дол.\***

Сектор	Експорт до ЄС, млн т	Викиди (мін-макс), т CO <sub>2</sub> /т	Ціна EU ETS – 78.8 дол./т CO <sub>2</sub>		Ціна EU ETS – 95.2 дол./т CO <sub>2</sub>	
			Платежі (мін)	Платежі (макс)	Платежі (мін)	Платежі (макс)
Чорні метали та вироби з них	5.7	1.8-2.3	158.6 (793.1)	207.3 (1036.5)	191.6 (958.2)	250.4 (1252.2)
Алюміній	0.0	4.0-11.5	0.9 (4.6)	2.6 (13.2)	1.1 (5.5)	3.2 (15.9)
Добрива	0.2	1.41-2.0	4.1 (20.6)	5.9 (29.3)	5.0 (24.9)	7.1 (35.4)
Електроенергія, МВт*год	5.4	1.0-1.1	424.6 (4.0)	467.0 (6.7)	512.9 (33.3)	564.2 (49.0)
Цемент	0.5	0.5-0.9	20.2 (20.2)	6.7 (33.3)	4.9 (24.4)	8.0 (40.2)
<b>Усього</b>	–	–	<b>592.3 (1 263.1)</b>	<b>689.5 (1 579.3)</b>	<b>715.5 (1 526.0)</b>	<b>833.0 (1 907.9)</b>

У дужках наведено кумулятивне значення платежів за СВAM у 2035 році, коли він застосовуватиметься до всього обсягу імпорту.

\* На прогнозованому горизонті використано обмінний курс євро/долар у середньому за IV квартал 2021 року.

Джерело: GMK Center, Ukraine’s Greenhouse Inventory 1990-2019, прогнози міжнародних організацій, розрахунки НБУ.

Отже, виплати за СВAM імпортерами, які купуватимуть українські товари, у 2026 році становитимуть 0.6–0.8 млрд дол., залежно від цін на викиди та вуглецевої інтенсивності виробництва. Оскільки СВAM сплачуватимуть імпортери, його вплив на український експорт буде аналогічний митному тарифу: частину буде перенесено на ціни кінцевих споживачів, тоді як інша частина призведе до скорочення поставок або зниження маржинальності експорту. Водночас втрати від СВAM будуть неоднорідними за товарними групами.

**Електроенергія.** Через запровадження СВAM за поточної моделі поставок і рівня вуглецевої інтенсивності вартість української електроенергії більш як удвічі перевищила б імпорту ціну ЄС. Це зумовило б припинення її поставок до ЄС. Однак у 2023 році Україна [планує приєднатися до ENTSO-E, зобов’язавшись відмовитися від вугільної генерації до 2030 року](#). Зменшення частки теплової генерації, яка наразі домінує в поставках і має високий вуглецевий слід (до близько 10%), обмежить втрати для експорту електроенергії на рівні 42-56 млн дол. щороку.

**Металургія.** Поступова ліквідація безкоштовних квот для європейських металургів супроводжуватиметься

синхронним збільшенням кількості сертифікатів, які купуватимуть імпортери сталі. Цей механізм відчутно не вплине на конкурентоспроможність української металургійної продукції на ринку ЄС з огляду на низку причин. По-перше, левову частку платежів за СВAM буде [перекладено на кінцевого споживача](#). По-друге, попри нижчі ставки екологічного податку в Україні його сплачують усі виробники на відміну від європейських. Також поступова ліквідація безкоштовних квот дає більше простору для перенесення на кінцеву ціну для споживача. У результаті втрати української металургії від СВAM становитимуть близько 30–50 млн дол. на рік. Водночас зростання кінцевої ціни на металопродукцію щонайбільше на 10% щороку призведе до певного звуження попиту на неї в ЄС.

**Інші.** Через низьку вуглецеву інтенсивність виробництва цементу, залежність від цін на газ виробництва добрив та майже повну відсутність виробництва алюмінію подібний механізм матиме мінімальний вплив на їх експорт.

**Перспективи та подальші кроки України.** Загальні потенційні втрати від запропонованого ЄС варіанта СВAM для українського експорту оцінюються як помірні – близько 100 млн дол. на рік із 2026 року. З іншого боку, втрати можуть виявитися значно більшими. По-перше, у лютому 2022 року планується чергове засідання Єврокомісії щодо ужорсточення СВAM шляхом розширення переліку товарів, включення непрямих викидів, швидшої ліквідації безкоштовних квот і скорочення перехідного періоду. По-друге, інші країни – ключові торговельні партнери України (Китай, США) планують розробити аналогічні механізми, які можуть виявитися більш жорсткими щодо третіх країн. Зрештою, реалістичним є припущення, що інші країни, з якими Україна конкурує на світових товарних ринках, інтенсифікуватимуть модернізацію своїх виробництв, що може посилити їх конкурентні позиції порівняно з Україною, зокрема враховуючи системне недоінвестування в попередні періоди.

Задля зменшення негативного впливу на експорт України необхідно вживати заходи в напрямі декарбонізації економіки та екологічної модернізації виробництв. Ключовим із них є запровадження національної системи торгівлі викидами, що відповідатиме нормам директиви 2003/87/ЄС. Цей механізм дасть змогу зменшити втрати від СВAM і спрямувати отримані кошти на екомодернізацію. Зважаючи на СВAM українські підприємства (зокрема у секторі ГМК) вже [активно розглядають можливості зниження вуглецевої інтенсивності](#). Водночас критично важливою в контексті декарбонізації є участь держави, зокрема в частині планування та акумуляції ресурсів для реалізації Оновленого національно визначеного внеску України до Паризької угоди. З урахуванням перехідного періоду СВAM може відіграти роль потужного драйвера модернізації українського виробництва.

<sup>24</sup> Оскільки Система моніторингу, звітності та верифікації викидів парникових газів запрацювала в Україні на початку 2021 року, офіційні дані щодо викидів CO<sub>2</sub> поки що недоступні. У ролі мінімальних бенчмарків вуглецевої інтенсивності використано дані Ukraine’s Greenhouse Inventory 1990–2019, максимальних – дані консалтингової компанії GMK Center.

<sup>25</sup> Використано консенсус-прогноз міжнародних організацій на 2030 рік. Ціну на 2026 рік розраховано, виходячи з припущення про її рівномірне підвищення протягом 2021–2030 років.

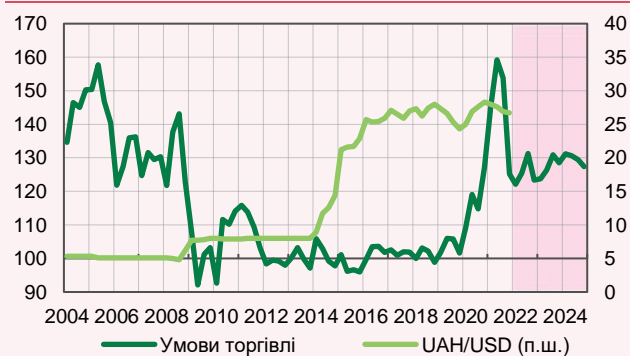
## Вставка 4. Сировинні умови торгівлі та монетарна політика

Україна є малою відкритою економікою зі значною часткою сировинних товарів у зовнішній торгівлі. Тому кон'юнктура світових ринків має значний вплив на ВВП, обмінний курс та інфляцію в Україні, а отже, і на рішення з монетарної політики. Для кількісної оцінки впливу НБУ розраховує індекс сировинних умов торгівлі, який будується на основі найбільших груп експорту та імпорту України<sup>26</sup>. Водночас однакові зміни умов торгівлі можуть по-різному впливати на інфляцію залежно від природи шоку та сили прямих та непрямих ефектів. Відповідно, рекомендації щодо монетарної політики у цих випадках відрізнятимуться.

Зміни умов торгівлі за фіксованого обмінного курсу асиметричні для монетарної політики. Така асиметрія пов'язана із різною реакцією на шоки на валютному ринку. У випадку покращення умов торгівлі експортна виручка та обсяги виробництва зростають, що стимулює внутрішній попит. Центральний банк може стримувати ревальвацію інтервенціями з купівлі валюти достатньо довго. Проте внаслідок таких інтервенцій емітується національна валюта, що посилює інфляцію. Наприклад, у 2005–2008 роках бум на сировинних ринках призвів до зростання інфляції в Україні, що не компенсувалося ревальвацією, яка б спостерігалась за гнучкого курсу.

Водночас у випадку негативного шоку умов торгівлі, експортна виручка знижується. Для протидії девальваційному тиску центральний банк може продавати валюту, але лише в межах наявних обсягів міжнародних резервів. Після вичерпання або зниження резервів до критичних рівнів, фіксація курсу призводить до валютної кризи та значної девальвації. Зокрема, так відбулося в Україні наприкінці 2008 року (див. графік 1). Таким чином за режиму фіксованого обмінного курсу шоки умов торгівлі найчастіше проінфляційні.

Графік 1. Індекс умов торгівлі (I.18 = 100) та обмінний курс



Джерело: розрахунки НБУ.

За гнучкого обмінного курсу економіка має вбудований механізм балансування змін умов торгівлі. Але його дія різниться залежно від природи цінових шоків. Відповідь монетарної політики залежатиме від того, чи впливає ціна відповідного товару на ІСЦ на пряму. Наприклад, зміна ціни на пшеницю прямо впливає на ціни борошна та виробів із нього, а ціна газу – на тарифи ЖКП.

У разі відсутності прямого впливу на споживчі ціни головним каналом є зміна обмінного курсу та сукупного

попиту. Так наприклад у разі зростання цін на метали (див. графік 2) міцніший курс зменшує імпортовану інфляцію. Водночас вищі доходи експортерів сприяють нарощуванню інвестицій та зростанню продуктивності. Це прискорює темпи економічного зростання, однак з часом посилює інфляційний тиск, що частково компенсує ефект від ревальвації. За інших рівних умов, гнучкий обмінний курс стабілізує економіку та знижує інфляцію.

У разі підвищення цін на окремі продовольчі товари (зокрема, зернові та олійні) враховується ще й прямий ефект впливу світових цін на внутрішні. Протягом перших трьох кварталів прямий проінфляційний ефект переважає (див. графік 2). Після його затухання посилюються ефекти від міцнішого обмінного курсу. Через прямий вплив світових цін на ІСЦ монетарна політика в короткостроковому періоді є стриманішою порівняно з ситуацією, коли прямий вплив відсутній, тому позитивний ефект на ВВП буде дещо меншим.

Умови торгівлі у 2021 році стрімко покращилися (див. графік 1) не лише внаслідок зростання цін на світових товарних ринках, а й зміни структури торгівлі сировинними товарами в останні роки. Вага експорту зростала, у тому числі завдяки підвищенню продуктивності в рослинництві, а вага імпорту зменшилася, зокрема завдяки поліпшенню енергоефективності. Співвідношення експорту сировинних товарів до імпорту<sup>27</sup> зросло з 1.2 у середньому за 2010–2014 роки до 2.2 у 2015–2021 рр. Тому підвищення цін на сировинні товари у 2021 році зумовило стрімке поліпшення умов торгівлі для України. Це сприяло зміцненню обмінного курсу гривні та стримувало інфляцію. В умовах фіксованого курсу інфляція була б вищою, а монетарна політика мала б бути жорсткішою.

У 2022 році очікується погіршення умов торгівлі внаслідок зниження експортних цін і високих цін на енергетичні товари. З одного боку, зниження експортних цін, зокрема на продовольство, знизить тиск на внутрішні ціни. З іншого боку, зберігатиметься тиск з боку високих цін на енергетичні ресурси, а погіршення умов торгівлі позначиться на валютному каналі. Це потребуватиме проведення жорсткішої монетарної політики з боку НБУ. У 2023–2024 роках умови торгівлі залишатимуться майже незмінними, що матиме нейтральний вплив на монетарні рішення.

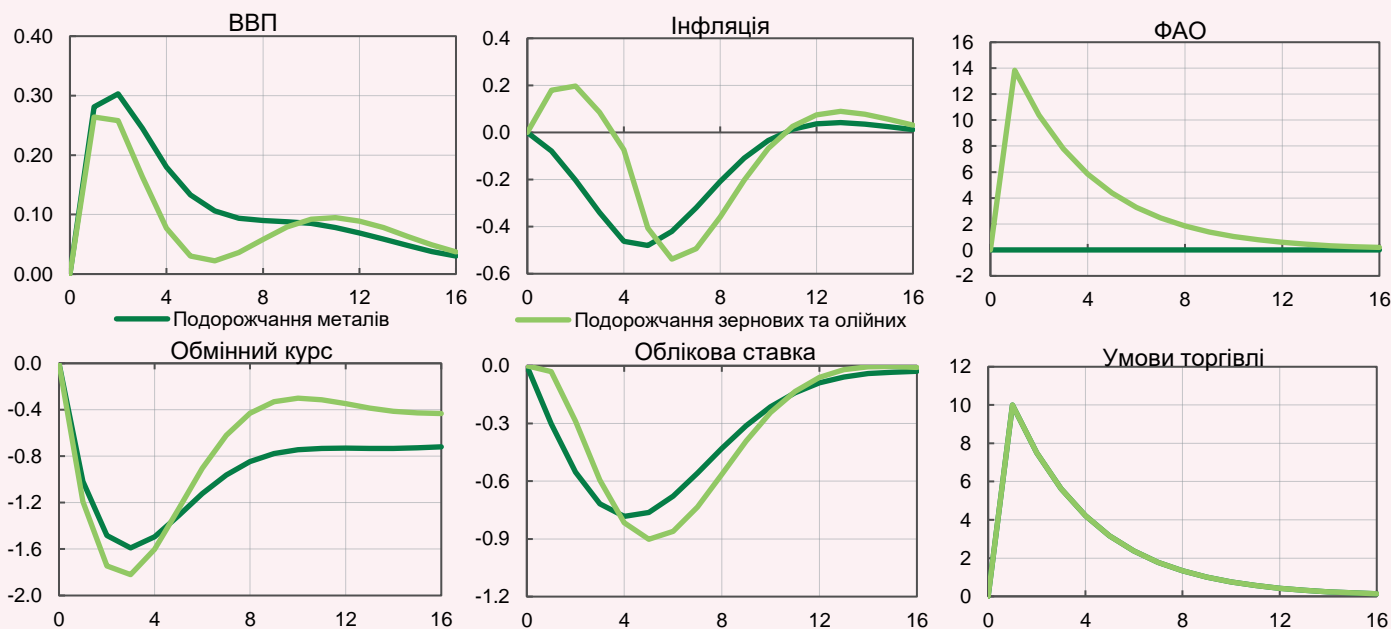
<sup>26</sup> Індекс умов торгівлі розраховується за методологією Пааше та відображає не лише зміну цін, а й структури зовнішньої торгівлі. Розрахунки включають експортні ціни на зернові, соняшникову олію, руду, чорні метали (чотири найбільші підгрупи), імпорти – вугілля, нафтопродукти та природний газ.

<sup>27</sup> Лише тих сировинних товарів, на основі яких розраховано індекс умов торгівлі.

Динаміка агрегованого індексу умов торгівлі дозволяє оцінити вплив на економічну активність зовнішньої цінової кон'юнктури. Але для повного уявлення щодо ефекту на інфляцію та необхідної реакції монетарної політики потрібно аналізувати зміни окремих компонент

індексу, їхні прями та вторинні ефекти на інфляцію. Тому реакція монетарної політики різнитиметься залежно від зміни ціни окремих товарів та наявності прямого та вторинного впливу на інфляцію.

**Графік 2. Функції відгуку основних макроекономічних змінних на 10% шок умов торгівлі за рахунок подорожчання зернових і соняшникової олії або металів**

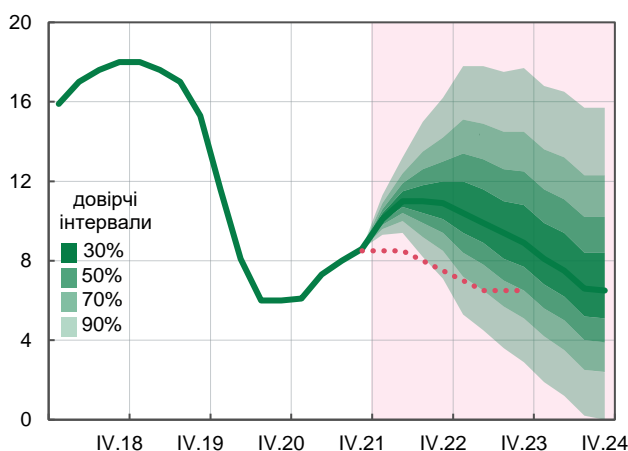


Джерело: розрахунки НБУ.

## 2.6. Монетарні умови та фінансові ринки

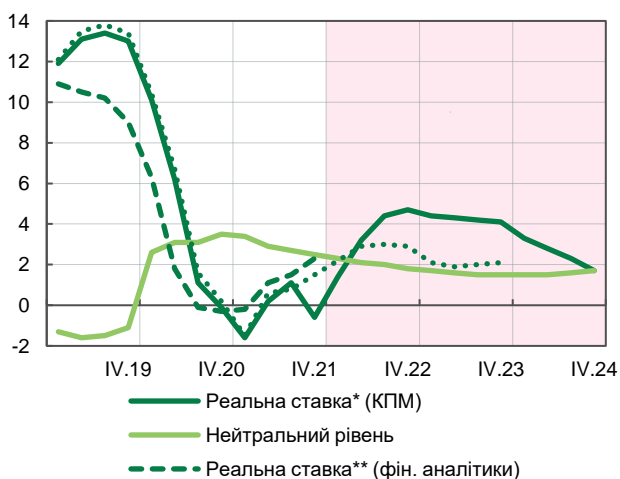
- Реалізація проінфляційних ризиків вимагає подальшого підвищення облікової ставки та переходу до жорсткої монетарної політики вже в першому півріччі 2022 року.
- НБУ розпочне зниження ставки не раніше кінця 2022 року. Проте навіть зі зниженням ставки монетарні умови практично на всьому прогнозованому горизонті залишатимуться помірно жорсткими.
- Погіршення інформаційного середовища на тлі геополітичної напруженості було визначальним чинником послаблення курсу гривні наприкінці 2021 року. Натомість РЕОК гривні надалі зміцнювався через вищу інфляцію в Україні та послаблення валют країн-партнерів. Тренд до його посилення триватиме й надалі через зростання продуктивності, конвергенції зарплат та очікуваного припливу капіталу в умовах посилення монетарної політики НБУ та зменшення премії за ризик після деескалації

Графік 2.6.1. Облікова ставка НБУ, середня, %



Джерело: розрахунки НБУ.

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.

### Жорсткіша монетарна політика – реакція НБУ на посилення проінфляційних викликів

Реалізація низки проінфляційних ризиків, таких як загострення геополітичної напруженості, триваліша та вища інфляція в країнах-партнерах, стрімке зростання цін на енергоносії, зумовила необхідність продовження циклу підвищення облікової ставки. У грудні її було підвищено на 0.5 в. п. – до 9.0%. Для нівелювання реалізованих та наявних проінфляційних ризиків, поліпшення інфляційних очікувань і забезпечення стійкого зниження інфляції до цілі 5% необхідним є подальше посилення монетарної політики у 2022 році.

Зокрема, на січневому засіданні з монетарних питань Правління НБУ підвищило [облікову ставку](#) на 1 в. п. – до 10%. Рішення зумовлено реалізацією значної кількості проінфляційних ризиків, що вимагає посилення монетарної політики НБУ. Очікується, що вже в першому півріччі 2022 року відбудеться перехід до помірно жорстких монетарних умов. Облікова ставка довше, ніж прогнозувалося раніше, утримуватиметься на високому рівні та повільніше знижуватиметься. Так, згідно з поточним прогнозом НБУ розпочне зниження ставки не раніше кінця 2022 року. У результаті помірно жорсткі монетарні умови зберігатимуться до середини 2024 року.

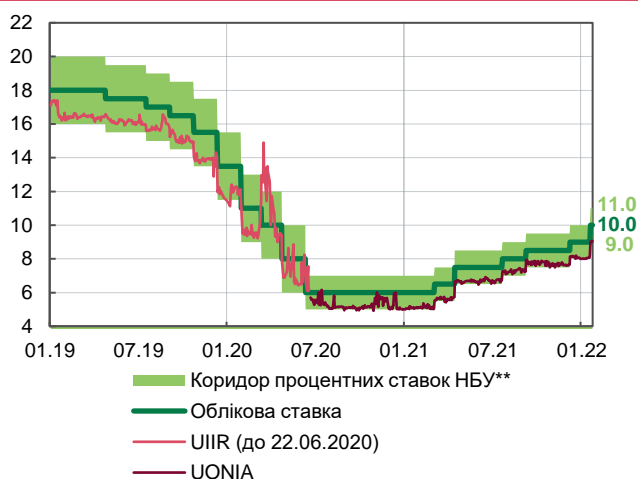
Проведення жорсткої монетарної політики дасть змогу запобігти розкручуванню інфляційної спіралі у 2022 році та сприятиме поверненню інфляції до цілі 5% у 2023 році. Крім того, це частково нівелюватиме вищу премію за ризик, зумовлену геополітичною напруженістю, та посилить позиції України в конкуренції з іншими ЕМ на міжнародному ринку капіталу.

### Підвищення облікової ставки зумовить поступове зростання вартості гривневих ресурсів

Упродовж 2021 року вартість міжбанківських ресурсів зростала, тісно корелюючи з динамікою ключової ставки. Водночас збереження значного рівня ліквідності в банківській системі утримувало UONIA практично на рівні нижньої межі в коридорі ставок НБУ. Із січня 2022 року НБУ [осучаснив підходи](#) до її розрахунку Зміни, серед іншого, дають змогу нівелювати ризик потенційного надмірного впливу на індикатор невеликих за обсягом операцій окремих банків за ставками, що суттєво відрізняються від середніх на ринку.

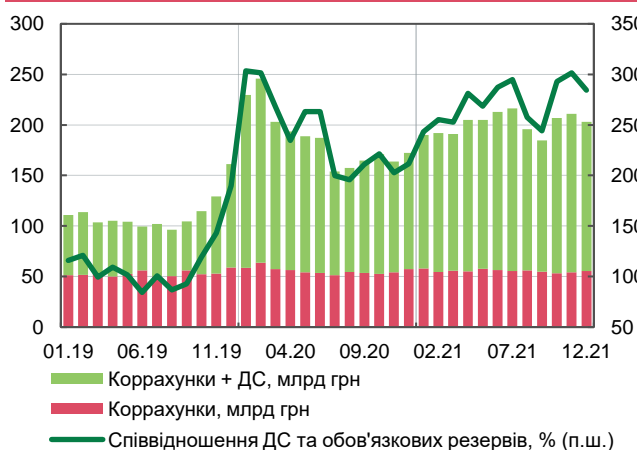


**Графік 2.6.3. Процентні ставки НБУ та UIIR/UONIA\*, %**



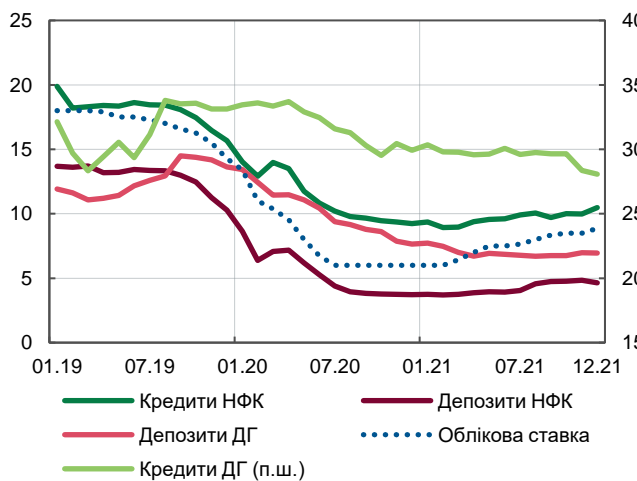
\* Останні дані – за 25.01.2022.  
 \*\* Верхня межа – процентні ставки за кредитами овернайт, нижня – за ДС овернайт.  
 Джерело: НБУ.

**Графік 2.6.4. Ліквідність банківської системи, середньоденна за місяць**



Джерело: НБУ.

**Графік 2.6.5. Середньозважені гривневі процентні ставки за новими кредитами та депозитами, %**



Джерело: НБУ.

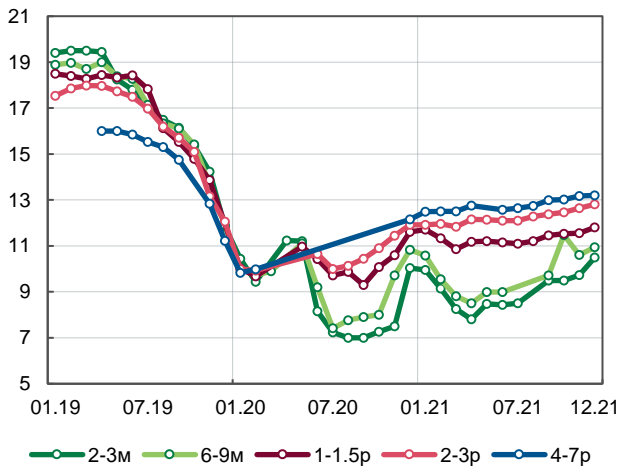
Обсяг ліквідності банківської системи у IV кварталі 2021 року збільшився – середньоденні залишки коштів на коррахунках і ДС становили близько 207 млрд грн (у попередньому кварталі 199 млрд грн). Головним чинником зростання ліквідності було значне нарощення видатків урядом, що характерне для кінця року. Утім, відтермінування бюджетних виплат практично до останніх днів року поряд із традиційним зростанням попиту на готівку вже з початку грудня призвело до виникнення епізодичної потреби окремих банків у рефінансуванні.

Значний структурний профіцит ліквідності банківської системи послаблює дію монетарної трансмісії за процентним каналом. Для її посилення шляхом управління структурним профіцитом ліквідності в банківській системі НБУ підвищить у лютому на 2 в. п. норматив обов'язкових резервів за поточними рахунками в гривні, а також за коштами в іноземній валюті. Це дасть змогу стимулювати більш строкові залучення за одночасного збереження ролі обов'язкових резервів у дедоларизації. За розрахунками НБУ таке підвищення нормативу дасть змогу додатково зв'язати близько 25 млрд грн вільної ліквідності банків. Також у березні буде розглянуто питання щодо запровадження інших заходів із регулювання структурного профіциту ліквідності банківської системи.

Поступово реагували на підвищення облікової ставки й ставки банків за клієнтськими операціями. Водночас через значний обсяг ліквідності банківської системи та млявий відгук державних банків, політика яких є визначальною на ринку депозитів, ставки за гривневими депозитами домогосподарств почали реагувати на підвищення облікової ставки зі значним лагом та доволі помірно – збільшилися на 0.25 в. п. (на 0.6 в. п. за строковими) із серпня до грудня 2021 року. Динаміка індикативної ставки ["Український індекс ставок за депозитами фізичних осіб"](#) свідчить про збереження цієї тенденції і на початку 2022 року. Ставки за депозитами НФК реагували дещо жвавіше, збільшившись на 0.9 в. п. протягом 2021 року. Це пояснюється зростанням конкуренції за ресурси, оскільки їх вартість перебуває на досить низькому рівні і є відчутно нижчою від вартості залучення депозитів домогосподарств.

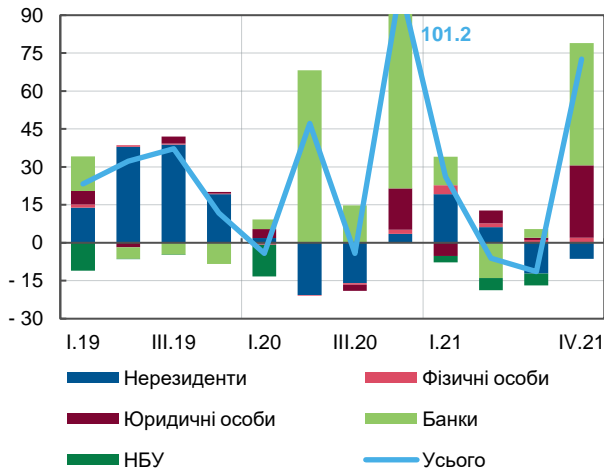
Вартість кредитів для НФК, особливо на короткі строки, залишалася чутливою до зміни облікової ставки. Середньозважена ставка за гривневими кредитами зросла з 9% у березні (початок циклу посилення монетарної політики) до 10.5% у грудні. Вартість кредитів домогосподарствам і надалі визначалася переважно кон'юнктурними чинниками. Так, акційні пропозиції окремих великих банків, а також активне використання населенням пільгового періоду кредитування під час розпродажів та свят призвели до відчутного зниження середньозваженої ставки в листопаді-грудні.

**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.

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



\* На умовах "тод", "том", "спот".

Джерело: НБУ.

**Значні потреби уряду у фінансуванні зумовили збільшення дохідності гривневих ОВДП та активізації цього сегмента ринку**

З вересня поступово зростала дохідність ОВДП за всіма строками розміщення з огляду на значні потреби уряду у фінансуванні. Зростання дохідності паперів із довгими строками обігу, ймовірно, було пов'язано з погіршенням інфляційних очікувань. Головними покупцями гривневих ОВДП у IV кварталі 2021 року залишалися вітчизняні інвестори. Найближчим часом інтересу з боку іноземних інвесторів до гривневих ОВДП не очікується, зважаючи на збереження несприятливого інформаційного середовища. За умови поступової деескалації безпекової ситуації приплив коштів може відновитися в другій половині року, утім навіть тоді він залишатиметься досить стриманим з огляду на очікування високої ризик-премії.

Велика потреба у фінансуванні зумовила також значні обсяги розміщень ОВДП на короткі терміни (до 6 місяців), що підвищило боргове навантаження на першу половину 2022 року. В умовах посилення монетарних умов як у світі, так і в Україні, очікується подальше збільшення дохідності державних цінних паперів.

**Погіршення інформаційного середовища на тлі геополітичної напруженості негативно позначилося на валютному ринку наприкінці 2021 року**

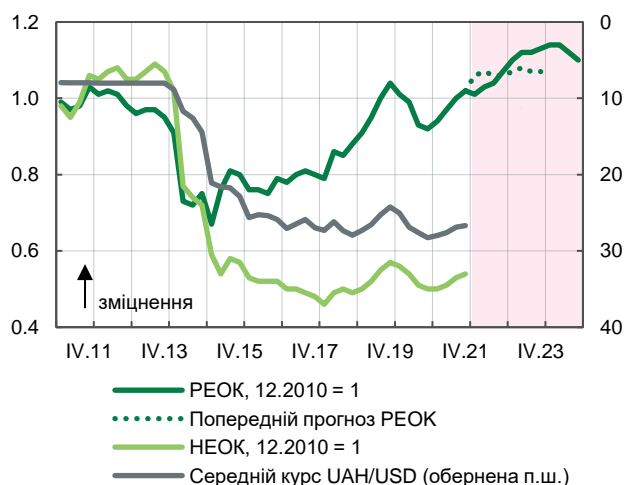
Протягом IV кварталу 2021 року на валютному ринку епізоди ревальвації та девальвації змінювали один одного, що відобразилося у зростанні волатильності обмінного курсу гривні до долара. НБУ виходив на ринок як з купівлею, так із продажем іноземної валюти. Сальдо інтервенцій НБУ у IV кварталі 2021 року залишилося додатним (0.9 млрд дол.) передусім завдяки сприятливій ситуації в жовтні та першій половині листопада. Інформаційне нагнітання навколо потенційної воєнної агресії значно зменшило ризик-апетит на українські активи та сформувало девальваційний тиск на гривню. Така ситуація спонукала НБУ прийняти рішення утриматися в найближчі квартали від планових щоденних інтервенцій із купівлі іноземної валюти для поповнення резервів.

Основними продавцями іноземної валюти у IV кварталі 2021 року були підприємства АПК, гірничо-металургійного комплексу та великі державні компанії. Пропозицію іноземної валюти також генерували надходження від експорту ІТ-послуг і зростання обсягів переказів від трудових мігрантів. Водночас значно підвищилася обсяги купівлі іноземної валюти з метою репатріації дивідендів.

За підсумками IV кварталу 2021 року офіційний обмінний курс гривні до долара девальвував на 2.6%. Незважаючи на це, в річному вимірі він залишався міцнішим, а враховуючи також вищу, ніж у країн-партнерів інфляцію, тривало й зміцнення РЕОК гривні.

Тренд до посилення РЕОК триватиме й у 2022-2023 роках. Це буде зумовлено зростанням продуктивності в економіці, конвергенцією зарплат на тлі трудової міграції та припливом капіталу в умовах посилення монетарної політики НБУ та зменшення премії за ризик. За оцінками НБУ, РЕОК гривні наприкінці 2021 року був близьким до свого рівноважного рівня,

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



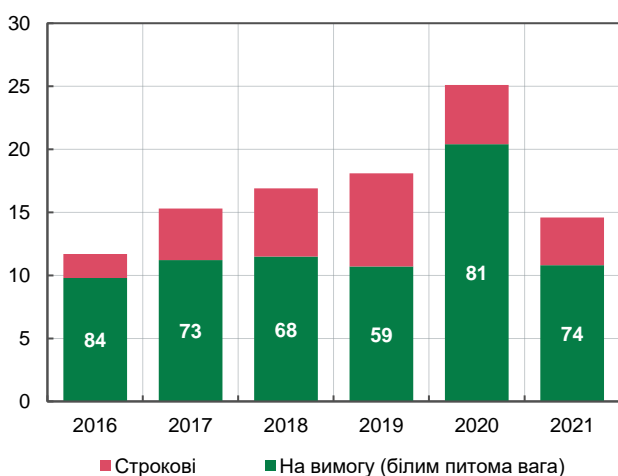
Джерело: IFS, розрахунки НБУ.

**Графік 2.6.10.** Депозити і кредити в національній валюті, 12.2018 = 100



Джерело: НБУ.

**Графік 2.6.11.** Зростання гривневих депозитів домогосподарств, % р/р\*



\* Листопад до листопада відповідного року.

Джерело: НБУ.

однак на прогнозованому горизонті зміцнюватиметься та генеруватиме додатковий дезінфляційний тиск. У 2024 році РЕОК дещо послабиться на тлі низької інфляції та пом'якшення монетарної політики та знову наблизиться до свого рівноважного рівня. Така траєкторія РЕОК гривні стимулюватиме помірне розширення дефіциту поточного рахунку у 2022 році, який у 2021 році був дещо менший за свій рівноважний рівень. У результаті на прогнозованому горизонті поточний рахунок знову повернеться до рівноваги (див. розділ 2.5 "Платіжний баланс").

У межах заходів із подальшої лібералізації руху капіталу з грудня 2021 року НБУ [збільшив](#) із 10% до 15% ліміти відкритої довгої та короткої валютної позиції банків. Це сприятиме розширенню можливості останніх у проведенні операції в межах валютної позиції. Крім того, було [оновлено](#) підходи до розрахунку та оприлюднення офіційного та довідкового значення курсу гривні, які набрали чинності з 04 січня 2022 року.

### Кредитна активність банків зростає

Кредитна активність банків продовжує активно відновлюватися. За даними [Огляду банківського сектору](#), темпи зростання кредитів у корпоративному та іпотечному сегментах були найвищими за останні 10 років. Залишки за гривневими кредитами НФК за 11 місяців 2021 року підвищилися на 21.2%. Протягом жовтня-листопада 2021 року найбільше зросли гривневі кредити підприємствам переробної промисловості, а також оптової та роздрібною торгівлі.

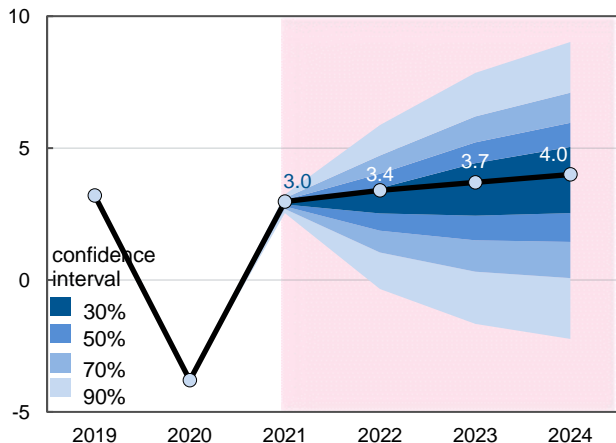
Залишки за гривневими кредитами домогосподарств з початку року підвищилися майже на третину. У листопаді зростання споживчих кредитів становило 28.3% р/р, у тому числі на придбання транспортних засобів – 35.8% р/р. Кредити на придбання, будівництво та реконструкцію нерухомості зросли на 45.9% р/р. Банки [зберігають позитивні очікування](#) щодо перспектив кредитування та планують пом'якшувати стандарти як для іпотеки, так і для споживчих позик.

Восени 2021 року гривневі депозити НФК надалі зростали високими темпами, відновився приплив коштів на депозити домогосподарств, хоч і залишався стриманим. Це пояснюється поступовим вичерпанням потенціалу поточних дохідностей депозитів, які є нижчими за інфляційні очікування домогосподарств. За таких умов посилюються стимули до пошуку альтернативних інструментів інвестування або збільшення витрат на споживчі потреби. Таким альтернативним інструментом інвестування зокрема стали ОВДП через їх вищу дохідність порівняно з депозитами. Обсяг зростання гривневих ОВДП у власності фізичних осіб у 2021 році становив 8.1 млрд грн, що є відчутною величиною порівняно з приростом строкових депозитів. Як результат у 2021 році основний внесок у зростання гривневих депозитів домогосподарств і надалі забезпечували депозити на вимогу, хоча відносний внесок строкових коштів дещо збільшився порівняно з попереднім роком.

## Частина 3. Ризики прогнозу

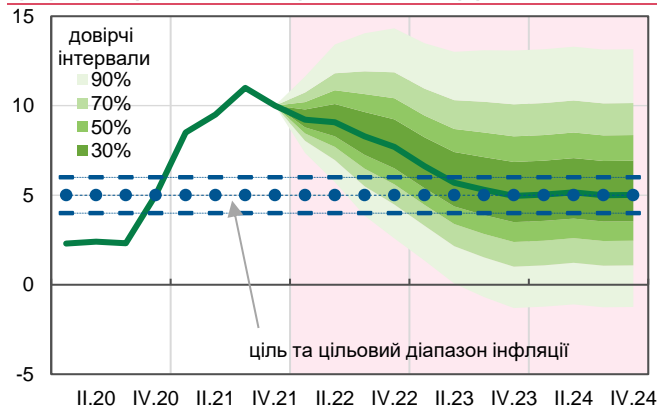
- Основним припущенням макропрогнозу залишається продовження співпраці з МВФ, необхідність якої особливо актуалізується за посилення геополітичних ризиків.
- Ключовими ризиками для прогнозу залишаються ескалація Росією військового конфлікту та довший і суттєвіший, ніж очікувалося раніше, ціновий сплеск у світі.
- Національний банк оцінює баланс ризиків для свого базового прогнозу інфляції та процентної ставки як зміщений угору.

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%.

Подальший прогрес у співпраці з МВФ є одним з основних чинників, які сприятимуть стійкішому економічному розвитку. Фінансування МВФ суттєво підтримало українську економіку в 2020–2021 роках. Співпраця з Фондом матиме не менш вагоме значення і надалі – особливо в умовах нинішнього погіршення інформаційного фону на тлі напруженої геополітичної ситуації та посилення конкуренції країн із ринками, що розвиваються за іноземний капітал через жорсткіші монетарні умови у світі. Зокрема співпраця з Фондом буде підтвердженням продовження послідовної макроекономічної політики та структурних реформ, що здешевлюватиме доступ до ринкового та приватного фінансування. Призупинення програми може зумовити значне подорожчання або ускладнення доступу до зовнішніх джерел фінансування, а здійснення значних залучень на внутрішньому ринку призведе до зростання їх вартості і посилення конкуренції між урядом і бізнесом за кошти банків. Це загрожуватиме повноцінному відновленню кредитування через фіскальне витіснення, що призведе до сповільнення економічного відновлення. Додатково можуть суттєво погіршитися інфляційні та девальваційні очікування. Такий розвиток подій потребуватиме від НБУ проведення жорсткішої монетарної політики, ніж у базовому сценарії макропрогнозу.

Найвагомішим ризиком для української економіки, та відповідно для даного макропрогнозу є подальше зростання геополітичної напруженості та можлива ескалація військового конфлікту на території України. Нагнітання інформаційного фону навколо потенційної воєнної агресії Росії вже відобразилося в падінні вартості українських активів та посиленні девальваційного тиску. Національний банк закладає у базовий сценарій припущення про повільне, однак поступове зниження премії за ризик унаслідок деескалації, після проходження піку у I кварталі. Більш тривале збереження геополітичної напруженості може вкрай негативно вплинути на очікування населення, бізнесу та інвесторів. Також це буде значною перешкодою для інвестицій в економіку та ускладнюватиме залучення зовнішнього фінансування. У випадку подальшої ескалації інформаційного фону погіршаться й очікування всіх економічних агентів, що посилює девальваційний тиск на гривню з подальшим перенесенням на інфляцію. Дії НБУ в такому випадку можуть включати прискорене підвищення облікової ставки та збільшення обсягів інтервенцій з продажу валюти.

		Ймовірність настання ризику		
		Низька <15%	Середня 15–25%	Висока 25–50%
Ступінь впливу на базовий сценарій	Слабкий		Накопичення фінансових дисбалансів в енергетичному секторі	
	Помірний		Зниження врожаю основних с/г культур  Посилення карантинних заходів	Посилення трудової міграції і тривале зростання витрат бізнесу
	Сильний	Швидке (одноразове) наближення вартості енергоносіїв до ринкових рівнів	Гальмування співпраці з МВФ  Світова стагфляція	Ескалація геополітичного напруження  Погіршення умов торгівлі  Відплив капіталу з ЕМ

Вагомим ризиком залишається й подальше розгортання світового інфляційного сплеску, у тому числі через збереження високих цін на енергоносії та продовольство. Деякі країни, у тому числі торговельні партнери України, лише наближаються до пікових значень інфляції. Подальша цінова динаміка у світі істотно залежатиме від швидкості реакції провідних центральних банків на інфляційні виклики. Зволікання призведе до зростання зовнішнього цінового тиску. Натомість занадто швидке посилення монетарної політики ключовими центробанками містить ризики значного відпливу капіталу з країн із ринками, що розвиваються. За такого сценарію НБУ проводитиме жорсткішу політику задля збереження привабливості гривневих активів.

Зберігаються ризики появи та поширення нових варіантів коронавірусу, для боротьби з якими може знадобитися запровадження жорстких карантинних обмежень, навіть в умовах зростання частки вакцинованих. Базовий сценарій макропрогнозу наразі не передбачає посилення карантинних заходів і базується на успішному продовженні вакцинації в Україні. Проте поява нових варіантів коронавірусу на тлі все ще недостатнього рівня вакцинації створює ризики додаткових економічних втрат у 2022 році, а також потребу у фіскальних стимулах. Нові спалахи пандемії з більшою вірогідністю сильніше пригнічуватимуть ділову активність, ніж скорочуватимуть споживчий попит. Це супроводжуватиметься посиленням інфляційного тиску та зумовлюватиме необхідність проведення жорсткішої монетарної політики.

Іншим зовнішнім ризиком є стрімке погіршення умов торгівлі. У разі падіння світових цін на основні товари українського експорту з нинішніх досить високих рівнів або ж тривалого збереження високих цін на енергоносії посиляться девальваційний тиск на обмінний курс гривні. Це спонукатиме НБУ до жорсткішої монетарної політики для усунення інфляційного тиску.

Базовий сценарій даного макропрогнозу побудований на припущенні щодо відсутності суттєвих шоків з боку пропозиції продовольства. Тому ще одним ризиком є значне зниження врожаю зернових, олійних і плодоовочевих культур в Україні через несприятливі погодні умови чи дефіцит добрив. У цьому випадку суттєвіше зросте продовольча інфляція, уповільниться економічне зростання через зниження випуску в сільському господарстві. Скорочення обсягів експорту зернових і валютної виручки аграріїв сформує девальваційний тиск на обмінний курс гривні та прискорюватиме інфляцію. Реакція монетарної політики відобразатиме баланс між потребою в зниженні інфляційного тиску та мінімізацією втрат для економіки.

Пожавлення трудової міграції на тлі поступового згасання пандемії може посилити диспропорції на внутрішньому ринку праці та призвести до більшого зростання витрат бізнесу на оплату праці, що згодом теж позначиться на споживчих цінах. Це потребуватиме

жорсткішої монетарної політики задля приведення інфляції до цілі.

Додаткову невизначеність для базового сценарію макропрогнозу генерують адміністративні рішення щодо встановлення вартості енергоносіїв (насамперед природного газу, опалення та електроенергії) для населення. Швидке приведення тарифів на ЖКП до економічно обґрунтованих рівнів усуне дисбаланси в енергетичному секторі, однак може створити значний інфляційний тиск та призвести до погіршення очікувань. За такого сценарію внесок адміністративно-регульованих цін у споживчу інфляцію може бути вищим ніж у базовому. Натомість відтермінування рішень щодо підвищення тарифів на ЖКП продовжуватиме акумулювати квазіфіскальні дисбаланси в енергетичному секторі: енергокомпанії (насамперед державні) нестимуть значні збитки, які покриватимуться з бюджету. Крім того, це акумулюватиме і відкладатиме ціновий тиск на майбутнє. Подальші рішення з монетарної політики НБУ враховуватимуть усю нову інформацію про плани уряду щодо змін тарифів для населення.

Припущення прогнозу

Показники		2019*	2020*	2021		2022		2023		2024
				факт	попе- редні	поточні	попе- редні	поточні	попе- редні	поточні
Реальний ВВП країн - ОТП України (UAwGDP)	% р/р	2.5	-3.9	5.8***	5.6	3.9	3.5	3.1	3.2	2.8
ІСЦ торговельних партнерів (UAwCPI)	% р/р	2.9	2.1	7.0	5.2	4.8	3.0	3.4	2.9	3.0
Світові ціни:**										
Сталь, Steel Billet Exp FOB Ukraine	дол./т	411	389.4	615.0	614.1	562.1	562.1	509.9	509.9	497.4
	% р/р	-17.2	-5.2	57.9	57.7	-8.6	-8.5	-9.3	-9.3	-2.5
Залізна руда, China import Iron Ore Fines 62% FE	дол./т	93.8	108.9	161.1	169.4	111.3	128.8	94.2	95.0	83.9
	% р/р	34.6	16.1	47.9	55.6	-30.9	-24.0	-15.4	-26.2	-10.9
Пшениця, No.1 Hard Red Winter, ordinary protein, Kansas City	дол./т	164	186.2	263.5	255.3	277.5	260.0	261.6	254.1	256.6
	% р/р	-11.7	13.3	41.5	37.1	5.3	1.8	-5.7	-2.3	-1.9
Кукурудза, Yellow #2 Delivery USA Gulf	дол./т	170	165.4	263.1	258.3	228.9	219.6	205.4	195.4	205.4
	% р/р	3.5	-2.8	59.1	56.2	-13.0	-15.0	-10.3	-11.0	0.0
Нафта, Brent	дол./бар.	64.2	42.3	70.5	69.4	74.3	67.1	68.9	62.4	67.4
	% р/р	-9.6	-34.1	66.7	64.1	5.4	-3.3	-7.3	-7.0	-2.2
Газ, Netherlands TTF	дол./1000м3	161	115.0	569.4	540.2	856.3	475.1	420.2	253.6	266.1
	% р/р	-43.5	-28.7	395.1	369.7	50.4	-12.1	-50.9	-46.6	-36.7
Транзит газу	млрд м3	89.6	55.8	41.6	45.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
Урожай зернових та зернобобових	млн т	75.1	64.9	84.6	81.0	76.5	75.0	76.5	75.0	76.5
Мінімальна зарплата**	грн	4173	4815	6042	6042	6550	6550	7176	7176	7665

\* Фактичні дані.

\*\* У середньому за рік.

\*\*\* Попередня оцінка НБУ

Макроекономічний прогноз (Січень 2022)

Показники	2021								2022				2023				2024									
	2018	2019	2020	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 10.2021	I	II	III	IV	поточний прогноз	прогноз 10.2021	I	II	III	IV	поточний прогноз						
<b>РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше</b>																										
Номинальний ВВП, млрд грн	3560	3977	4222	1009	1169	1498	1724	5400	5190	1260	1406	1693	1841	6200	5750	1359	1536	1863	2043	6800	6300	1501	1689	2038	2223	7450
Реальний ВВП	3.5	3.2	-3.8	-2.2	5.7	2.7	5.0	3.0	3.1	5.5	6.1	2.6	0.6	3.4	3.8	1.8	3.0	4.2	5.2	3.7	4.0	4.8	4.3	3.8	3.3	4.0
Дефлятор ВВП	15.4	8.2	10.3	20.7	26.4	25.5	24.5	24.2	20.1	18.4	13.4	9.8	6.2	11.0	6.7	6.0	6.0	5.7	5.5	5.8	5.4	5.4	5.4	5.3	5.3	5.3
ІСЦ (середнє за період)	10.9	7.9	2.7	-	-	-	-	9.4	9.3	-	-	-	-	8.7	6.7	-	-	-	-	5.8	4.6	-	-	-	-	5.1
ІСЦ (на кінець періоду)	9.8	4.1	5.0	8.5	9.5	11.0	10.0	10.0	9.6	9.2	9.1	8.3	7.7	7.7	5.0	6.6	5.7	5.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.2	5.0	5.0	5.0
Базова інфляція	8.7	3.9	4.5	5.9	7.3	7.4	7.9	7.9	7.1	8.1	7.2	6.8	5.9	5.9	3.3	4.9	4.3	4.2	3.8	3.8	4.0	3.5	3.8	3.8	3.8	3.8
Небазова інфляція	10.7	4.8	5.9	12.4	12.6	16.6	13.5	13.5	13.1	10.7	11.6	10.2	10.1	10.1	7.4	8.9	7.4	6.7	6.3	6.3	6.2	6.7	6.6	6.3	6.3	6.3
Сирі продукти	3.3	3.9	4.1	11.8	5.1	14.2	11.8	11.8	9.8	8.7	8.7	5.9	5.2	5.2	3.4	4.3	4.1	3.7	3.9	3.9	3.7	4.5	4.3	3.5	3.5	3.5
Адміністративно регульовані ціни	18.0	8.6	9.9	13.0	18.0	17.1	13.6	13.6	14.6	12.2	14.1	14.1	14.7	14.7	11.3	13.7	10.7	9.5	8.7	8.7	8.3	8.8	8.7	8.7	8.6	8.6
ІЦВ (на кінець періоду)	14.2	-7.4	14.5	26.3	39.1	45.1	62.2	62.2	37.0	44.4	34.6	23.2	2.0	2.0	5.0	0.3	0.8	1.6	2.5	2.5	5.0	3.6	4.1	4.3	4.5	4.5
Номинальна заробітна плата (у середньому за період)	24.8	18.4	10.4	16.6	27.1	20.8	16.3	20.0	19.2	16.2	16.8	14.9	13.3	15.2	12.9	11.8	10.8	9.5	9.0	10.2	8.8	9.1	8.9	8.9	8.9	8.9
Реальна заробітна плата (у середньому за період)	12.5	9.8	7.4	8.6	16.5	9.4	5.4	9.8	9.1	6.2	7.4	5.8	5.1	6.1	5.9	4.5	4.3	4.0	3.8	4.1	4.0	3.9	3.7	3.7	3.7	3.7
Безробіття, % (МОП, у середньому за період)	8.8	8.2	9.5	-	-	-	-	9.8	9.4	-	-	-	-	9.1	8.6	-	-	-	-	8.9	8.6	-	-	-	-	8.7
<b>ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР</b>																										
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	-67.8	-87.3	-224	-	-	-	-	-187	-209	-	-	-	-	-200	-203	-	-	-	-	-206	-190	-	-	-	-	-203
% від ВВП	-1.9	-2.2	-5.3	-	-	-	-	-3.5	-4.0	-	-	-	-	-3.2	-3.5	-	-	-	-	-3.0	-3.0	-	-	-	-	-2.7
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд грн	-75.4	-89.2	-243	-	-	-	-	-195	-209	-	-	-	-	-201	-203	-	-	-	-	-207	-192	-	-	-	-	-204
% від ВВП	-2.1	-2.2	-5.8	-	-	-	-	-3.6	-4.0	-	-	-	-	-3.2	-3.5	-	-	-	-	-3.0	-3.0	-	-	-	-	-2.7
<b>ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)</b>																										
Поточний рахунок, млрд дол.	-6.4	-4.1	5.3	-0.6	0.5	-0.9	-1.3	-2.3	-1.9	-0.8	-1.7	-3.5	-1.7	-7.6	-5.7	-1.5	-2.4	-3.5	-1.9	-9.3	-9.5	-1.5	-2.1	-3.6	-2.2	-9.3
Експорт товарів та послуг, млрд дол.	59.2	63.6	60.7	16.3	19.2	21.9	24.1	81.5	80.3	21.5	20.5	20.1	21.5	83.5	79.6	18.7	18.6	19.7	21.4	78.4	75.4	19.1	19.1	20.3	22.1	80.5
Імпорт товарів та послуг, млрд дол.	70.6	76.1	63.1	17.2	18.8	22.9	25.6	84.5	82.9	22.7	24.2	25.4	25.8	98.1	90.6	22.1	23.5	25.3	26.2	97.0	91.4	22.6	24.3	26.2	27.4	100.5
Приватні грошові перекази в Україну, млрд дол.	11.1	11.9	12.0	3.4	3.8	4.0	3.9	15.0	14.3	3.7	4.1	4.1	4.4	16.2	15.0	3.8	4.3	4.3	4.6	17.0	15.7	4.0	4.5	4.5	4.8	17.8
Фінансовий рахунок, млрд дол.	-9.3	-10.1	3.3	0.4	-0.8	0.7	-3.1	-2.7	-2.3	0.1	-1.2	-3.2	-1.4	-5.7	-4.9	-3.4	-1.7	-4.1	-1.7	-10.9	-11.5	-3.3	-2.8	-4.1	-2.1	-12.3
Зведений баланс, млрд дол.	2.9	6.0	2.0	-1.0	1.3	-1.6	1.8	0.5	0.4	-0.8	-0.5	-0.3	-0.3	-1.9	-0.9	1.8	-0.8	0.7	-0.2	1.5	2.0	1.8	0.7	0.5	-0.1	3.0
Валові резерви, млрд дол.	20.8	25.3	29.1	27.0	28.4	28.7	30.9	30.9	31.1	30.0	30.8	29.7	29.2	29.2	30.2	30.3	29.3	28.9	28.2	28.2	29.6	29.1	29.4	29.1	28.7	28.7
Місяців імпорту майбутнього періоду	3.3	4.8	4.1	3.6	3.6	3.5	3.8	3.8	4.1	3.7	3.8	3.7	3.6	3.6	4.0	3.7	3.6	3.5	3.4	3.4	3.7	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3
<b>МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)</b>																										
Грошова база, %	9.2	9.6	24.8	2.1	8.2	8.1	11.2	11.2	14.4	4.0	9.0	9.9	13.5	13.5	8.2	-1.3	2.7	3.4	7.0	7.0	6.4	-2.0	2.0	2.5	5.9	5.9
Грошова маса, %	5.7	12.6	28.6	0.1	3.4	4.1	12.0	12.0	10.7	1.2	4.6	5.8	11.7	11.7	12.5	0.6	3.9	5.7	11.6	11.6	10.9	0.3	4.1	5.9	11.9	11.9
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	2.8	2.8	2.3	-	-	-	-	2.6	2.5	-	-	-	-	2.7	2.5	-	-	-	-	2.6	2.5	-	-	-	-	2.6



## Абревіатури та скорочення

ВВП	Валовий внутрішній продукт	ПДВ	Податок на додану вартість
ВДВ	Валова додана вартість	ПДФО	Податок та збір на доходи фізичних осіб
ГМК	Гірнично-металургійний комплекс	ПІІ	Прямі іноземні інвестиції
ДКСУ	Державна казначейська служба України	РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ДМСУ	Державна митна служба України	СЗДУ	Сектор загального державного управління
ДС	Депозитні сертифікати	СНД	Співдружність незалежних держав
ДСЗУ	Державна служба зайнятості України	СПЗ	Спеціальні права запозичення
ДССУ	Державна служба статистики України	США	Сполучені Штати Америки
ЄКР	Єдиний казначейський рахунок	ТЕС	Теплові електростанції
ЄС	Європейський Союз	ФОП	Фізична особа-підприємець
ЄЦБ	Європейський центральний банк	ФРС	Федеральна резервна система США
ЖКП	Житлово-комунальні послуги	ЕСРІ	Індекс зміни світових цін на товари українського експорту
ІСЦ	Індекс споживчих цін	ЕМ	Emerging Markets, країни, ринки яких розвиваються
КПМ	Квартальна прогнозна модель	ІТ	Інформаційні технології
МВФ	Міжнародний валютний фонд	Omicron	Варіант коронавірусу
МЗП	Мінімальна заробітна плата	PMI	Purchasing Managers' Index, індекс ділової активності
МОП	Міжнародна організація праці	UAwCPI	Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України
МФУ	Міністерство фінансів України	UAwGDP	Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України
НБП	Національний банк Польщі	UIIR	Український індекс міжбанківських ставок
НБУ	Національний банк України		
НЕОК	Номинальний ефективний обмінний курс		
НПЗ	Нафтопереробний завод		
ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики		
ОЗДП	Облігації зовнішньої державної позики		
ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти		
ОТП	Основні торговельні партнери		
тис.	тисяча	в. п.	відсотковий пункт
млн	мільйон	бар.	барель
млрд	мільярд	р/р	у річному вимірі, річна зміна, до відповідного періоду попереднього року
грн	гривня	кв/кв	до попереднього кварталу, у квартальному вимірі
долар, дол. п.	долар США пункт	с/с	у сезонно скоригованому вимірі
		м/м	до попереднього місяця, у місячному вимірі
б. п.	базисний пункт	п. ш.	права шкала