



Національний
банк України

Інфляційний звіт (жовтень 2021)

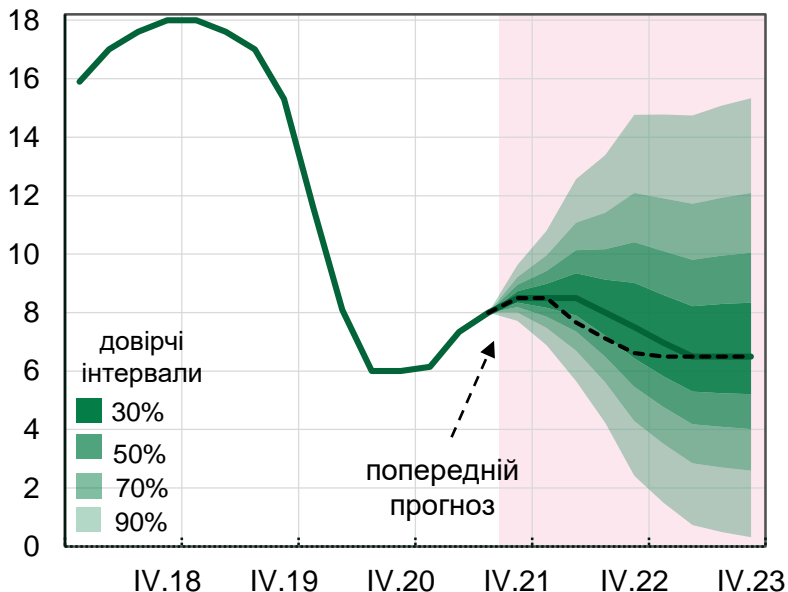
Київ

2 листопада 2021 року



21 жовтня Правління Національного банку України ухвалило рішення зберегти облікову ставку на рівні 8.5% річних

Облікова ставка, %



Розподіл думок серед членів КМП щодо рівня облікової ставки (21.10.2021)



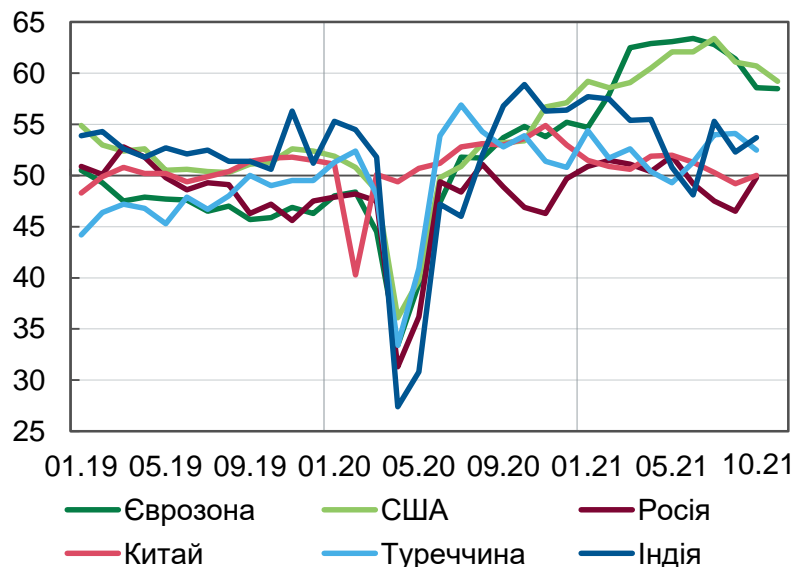
Показники*	2019	2020	2021	2022	2023
Реальний ВВП, зміна у %	3.2	-4.0	3.1 (3.8)	3.8 (4.0)	4.0 (4.0)
ІСЦ, зміна у %	4.1	5.0	9.6 (9.6)	5.0 (5.0)	5.0 (5.0)
Базовий ІСЦ, зміна у %	3.9	4.5	7.1 (7.3)	3.3 (4.0)	4.0 (4.0)
Сальдо поточного рахунку, % ВВП	-2.7	3.4	-1.0 (-0.4)	-2.6 (-2.8)	-4.0 (-4.2)
Міжнародні резерви, млрд. дол.	25.3	29.1	31.1 (31.3)	30.2 (31.6)	29.6 (31.7)

Головне

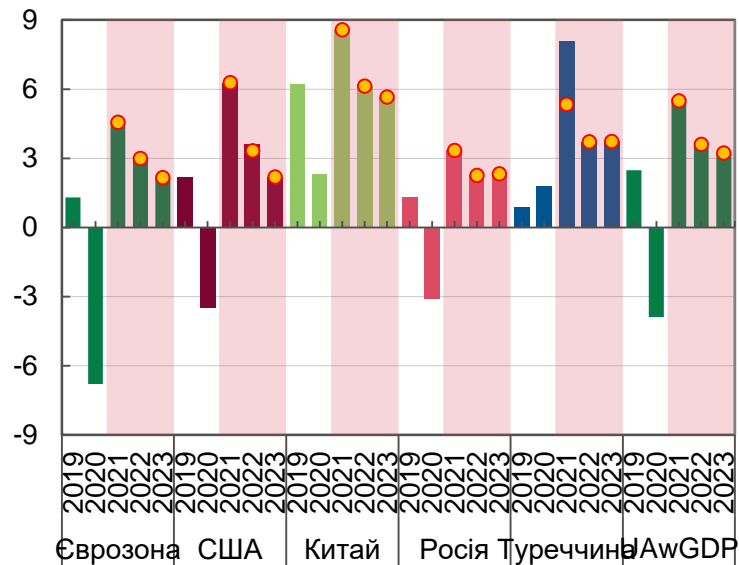
- **Глобальне зростання уповільнюється та буде нестійким зокрема через дефіцит сировини й комплектуючих**
- **Ціновий тиск на світових товарних ринках додатково підживлюватиметься стійким попитом, тому корекція буде повільною та з різною швидкістю. Інфляція у світі зберігатиметься високою до вирішення проблем із пропозицією. Вона знижуватиметься до цільових рівнів протягом 2022 року**
- **У відповідь на інфляційний тиск все більше ЦБ переходитимуть до жорсткішої монетарної політики. Це посилить конкуренцію серед ЕМ за капітал**
- **Восени інфляція в Україні досягла піку. Надалі інфляційний тренд розвернеться через ефекти від ревальвації обмінного курсу, значну пропозицію с/г продукції, попередні кроки з посилення монетарної політики. Інфляція досягне цілі 5% наприкінці 2022 року**
- **Посилюється ризик енергетичної кризи в Україні. Прямий вплив на інфляцію обмежений до кінця опалювального сезону, але тиск збільшиться через канал собівартості**
- **Наразі триває пожвавлення економічної активності, підтримуване високим споживчим та інвестиційним попитом, а також рекордним урожаєм. Зростання ВВП прискориться у наступні роки завдяки відновленню світової економіки та сприятливим умовам торгівлі, однак у короткостроковій перспективі стримуватиметься карантинном та високою вартістю газу**
- **Дефіцит ПР у 2021 році буде незначним завдяки високим експортним цінам та урожаюм. У 2022-23 роках дефіцит ПР розширюватиметься на тлі погіршення умов торгівлі, зростання внутрішнього попиту та зміцнення РЕОКу гривні**
- **Зниження облікової ставки очікується не раніше другого півріччя 2022 року та відбудуватиметься більш поступово, ніж прогнозувалося**

Економіки країн-ОТП увійшли в стадію повільнішого та вразливішого зростання

PMI обробної промисловості окремих країн



Реальний ВВП окремих країн-ОТП України, % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

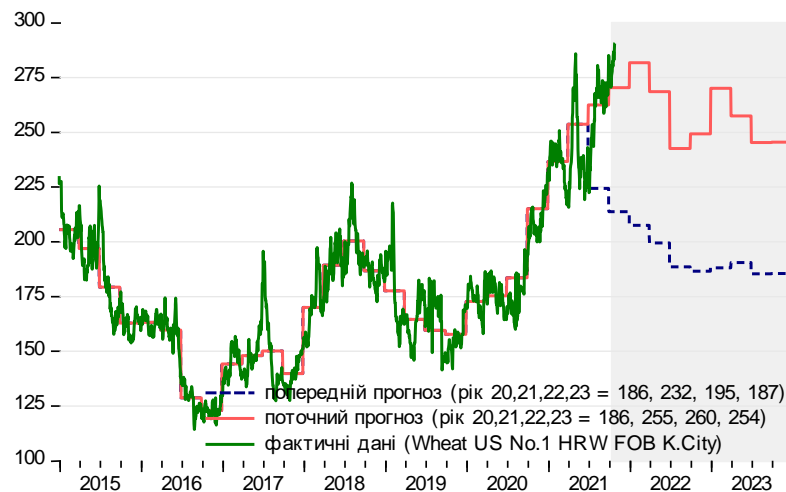
- Темпи економічного відновлення сповільнилися через фактори пропозиції, тоді як попит залишався значним
 - Поширення Delta, насамперед у Азії (провідні постачальники комплектуючих), призвело до посилення карантинних заходів
 - У вересні, вперше з червня 2020 року, знизилися обсяги нових замовлень у виробництві (відповідно до PMI)
 - Про збереження значного попиту свідчить безпрецедентне збільшення обсягів невиконаних замовлень
- Перехід економік країн-ОТП у стадію повільнішого зростання зумовлений поступовим згортанням стимулів, дефіцитом сировини й комплектуючих, новими спалахами пандемії

Ціни на світових товарних ринках будуть високими. Корекція відбуватиметься повільно

Світові ціни на сталь, дол./т.



Світові ціни на пшеницю, дол./т.



Світові ціни на залізну руду, дол./т.



Світові ціни на кукурудзу, дол./т.



Ціни на енергоносії переглянуто у вищій бік на прогностичному горизонті

Ціна на нафту, Brent, дол. за бар.



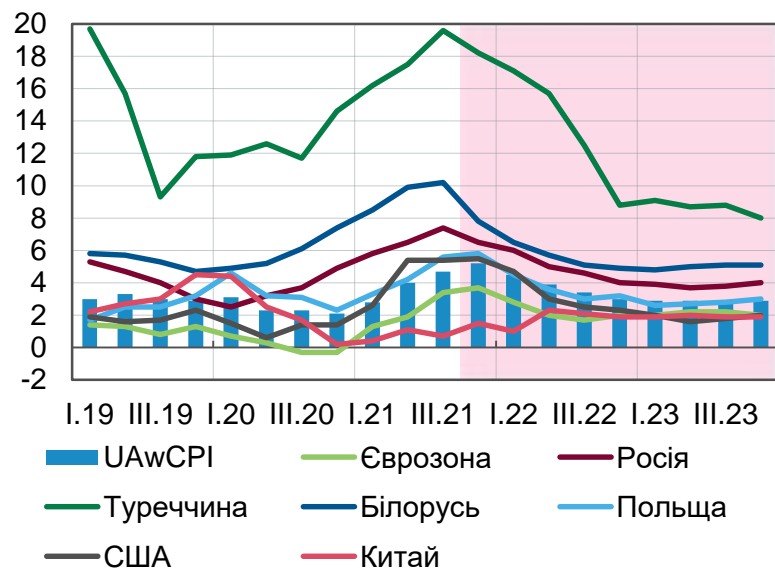
Ціна на газ, дол. за 1000m³.



- Ціни на нафту повільно коригуватимуться на тлі нарощування пропозиції
- Природний газ залишатиметься дорогим до завершення опалювального сезону в Європі

Світова інфляція зростає через подорожчання енергоносіїв та перебої в ланцюгах поставок

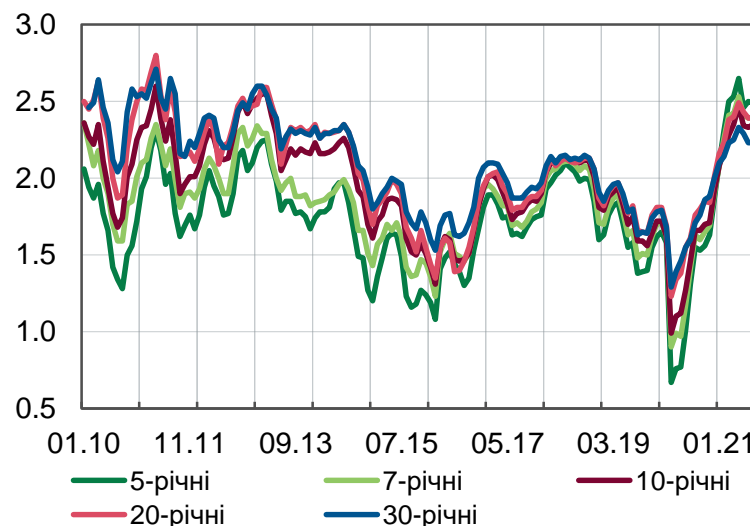
UAWCPI та ІСЦ в окремих країнах – ОТП України на кінець періоду, % р/р



Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

- До початкових драйверів інфляції (швидке відновлення попиту на тлі дії стимулів) додалися також ефекти від перенесення вартості перевезень та дефіциту матеріалів та комплектуючих
- Глобальна інфляція уповільнюватиметься до досягнення цільових рівнів наприкінці 2022 року

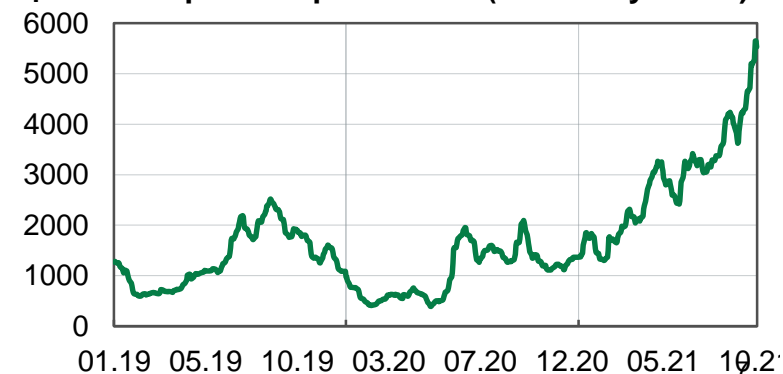
Ринкові інфляційні очікування* у США, %



* Різниця дохідності між базовими та індексованими на інфляцію державними цінними паперами США.

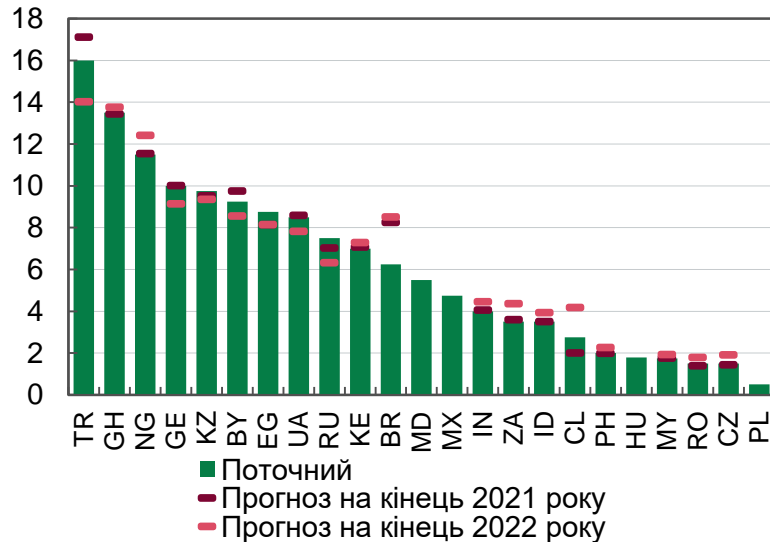
Джерело: ФРБ Сент-Луїса.

Ціни на морські перевезення (Baltic Dry Index)



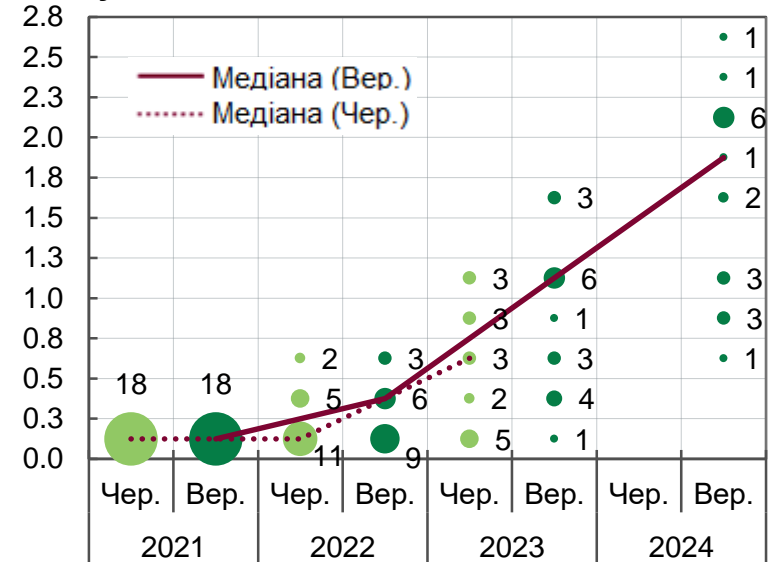
Жорсткіші глобальні фінансові умови загострюватимуть конкуренцію між ЕМ за потоки капіталу

Ключові процентні ставки в окремих країнах ЕМ, %



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

Кількість учасників FOMC, що очікують відповідну ставку

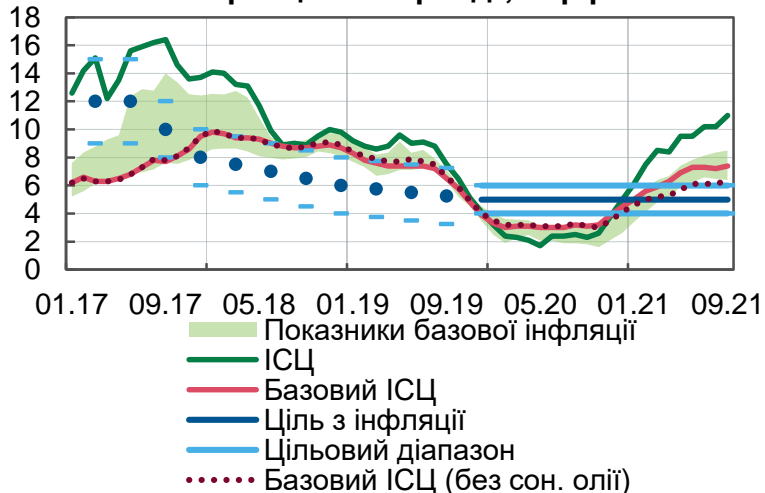


Джерело: ФРС.

- У вересні-жовтні до країн ЕМ, які посилювали монетарну політику, додалися ЦБ Польщі (неочікувано, вперше за 9 років), Румунії, Пакистану, Колумбії, Азербайджану. Окремі ЦБ (Угорщини, Чехії, Казахстану, Уругваю та Бразилії) сигналізували про готовність продовжити підняття ставок найближчим часом
- ЦБ Норвегії та Нової Зеландії підвищили базові ставки та сигналізували про можливість подальшого посилення монетарної політики
- ФРС може розпочати поступове скорочення QE вже в листопаді 2021 року. Підвищення процентної ставки ФРС очікується у другому півріччі 2022 року

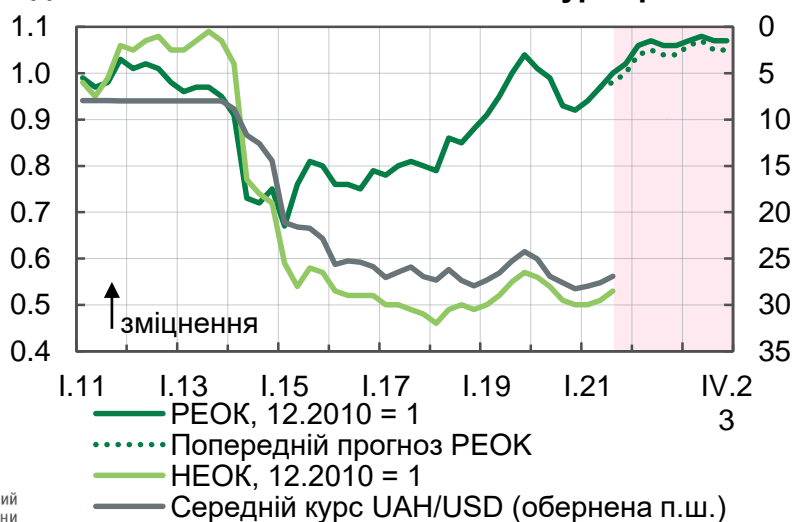
Зміцнення гривні є одним з основних факторів стримування інфляції

Основний інфляційний тренд*, % р/р



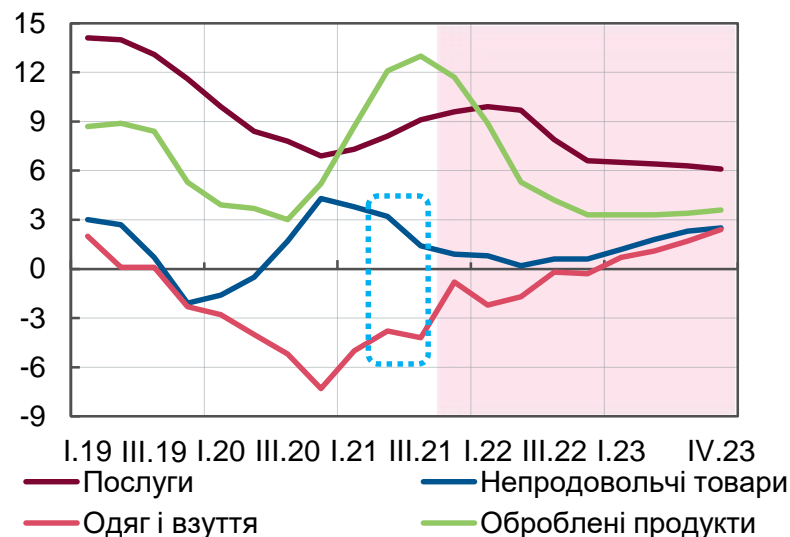
* Детальніше – в "Інфляційному звіті" за січень 2017 року (стор. 20-21). Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Індекси РЕОК і НЕОК та обмінний курс гривні



Джерело: IFS, розрахунки НБУ.

Компоненти базового ІСЦ на кінець періоду, % р/р

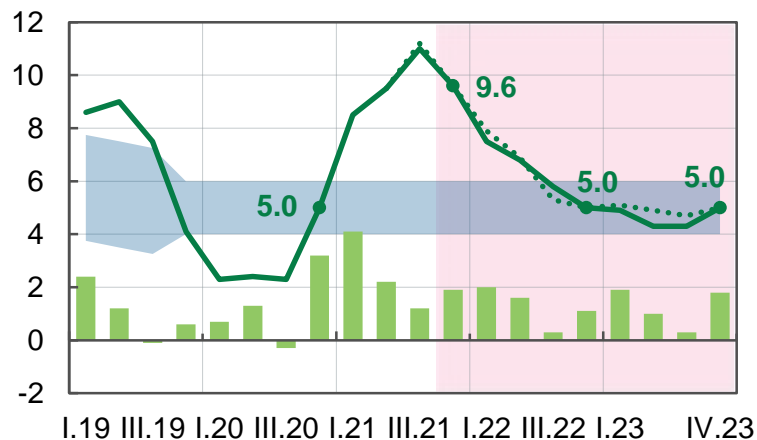


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- Послуги прискорилися понад прогноз (липень) через стійкий споживчий попит та зростання виробничих витрат
- Останній фактор також вплинув на подорожчання більшості продуктів харчування
- Утім, базова інфляція залишалася нижчою липневого прогнозу завдяки міцнішій гривні та швидшому, ніж очікувалося здешевленню соняшникової олії на світових ринках

Інфляція досягла свого піку 10-11% восени. Надалі вона поступово сповільнюватиметься до 5% в 2022 році

ІСЦ, % р/р

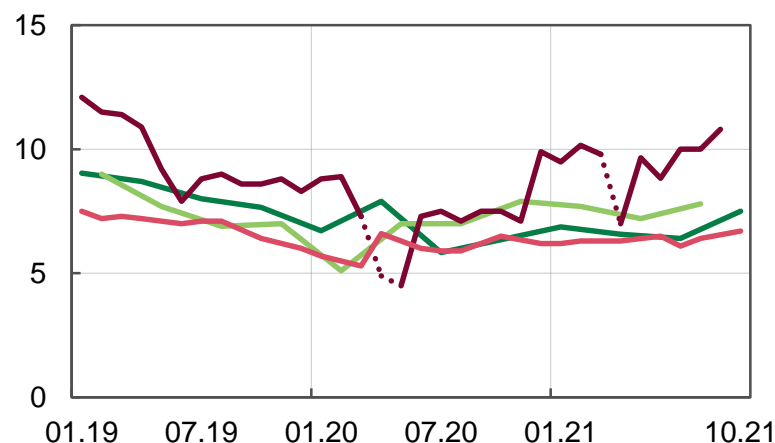


Цільовий діапазон Зміна за квартал
Річна зміна

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- Інфляція у вересні стрімко зростає (до 11% р/р) передусім за рахунок зростання цін на продукти харчування та послуги. Інфляційні очікування продовжували погіршуватися
- Надалі інфляція поступово сповільнюватиметься завдяки вичерпанню ефектів низької бази порівняння, збереженню сприятливої ситуації на валютному ринку та високому цьогорічному врожаю сільськогосподарських культур
- Інфляційний тиск також стримуватиметься дією попередніх кроків НБУ з посилення монетарної політики
- Стрімкішому сповільненню інфляції завадять вищі, ніж раніше очікувалося, ціни на енергоносії в найближчі кілька кварталів, споживчий попит та витрати на оплату праці

Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %

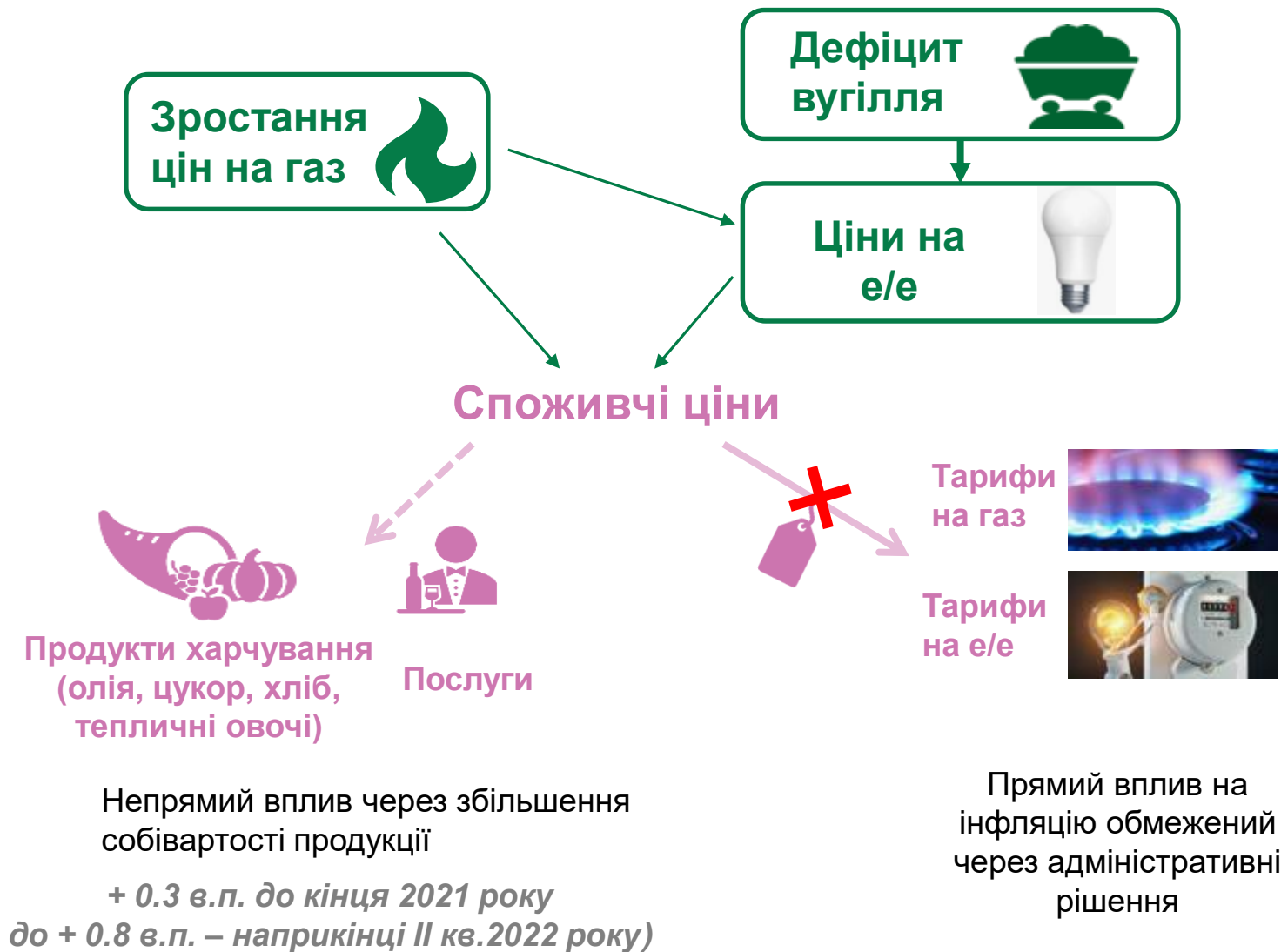


Банки Підприємства
Домогосподарства Фінансові аналітики

* Пунктирні лінії – зміна методу опитування

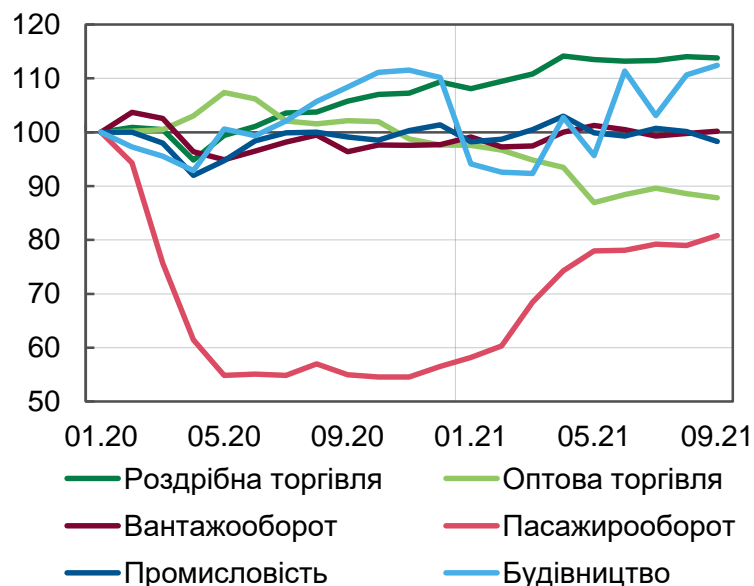
Джерело: НБУ, GfK Ukraine, Info Sapiens.

Енергетична криза в Європі та її загроза в Україні посилюють тиск на інфляцію попри обмежений прямий вплив на тарифи



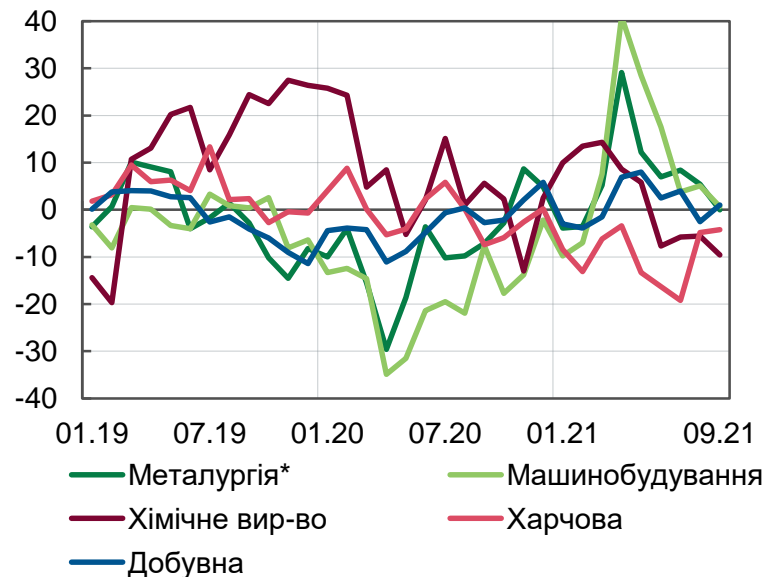
Відновлення економічної активності залишається нерівномірним за секторами

Виробництво в окремих видах діяльності, с/с, індекс 01.2020=100%



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Виробництво в окремих видах промисловості, % р/р

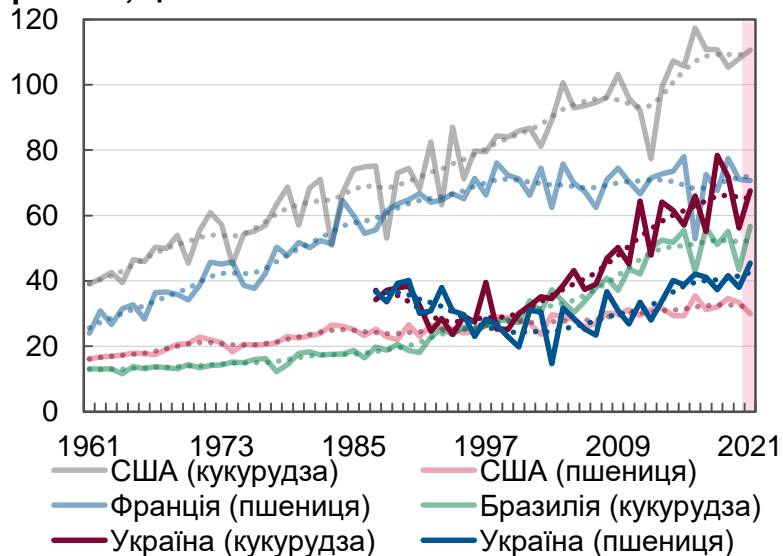


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- Рекордний урожай ранніх зернових підтримав також харчову промисловість, торгівлю, транспорт (проте зростання останнього стримували низькі обсяги транзиту газу)
- Споживчий попит підтримував високі темпи зростання роздрібної торгівлі та пасажирообороту, а жвавий інвестиційний попит сприяв відновленню зростання будівництва та машинобудування
- Попри сприятливу зовнішню кон'юнктуру, відновлення в промисловості стримувалося обмеженими виробничими потужностями в окремих секторах промисловості на тлі недостатнього інвестування у минулі періоди. Додатково стримувало зростання економіки посилення цінового тиску з боку виробничих витрат

Вставка. Ефекти рекордних урожаїв на економіку України

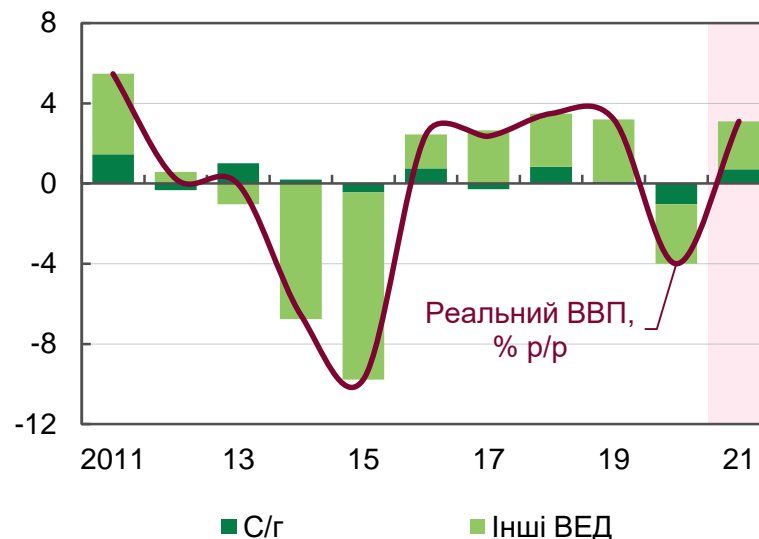
Урожайність пшениці та кукурудзи в окремих країнах*, ц/га



* Пунктирні лінії – HP фільтр.

Джерело: FAO, USDA, ДССУ, розрахунки НБУ.

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

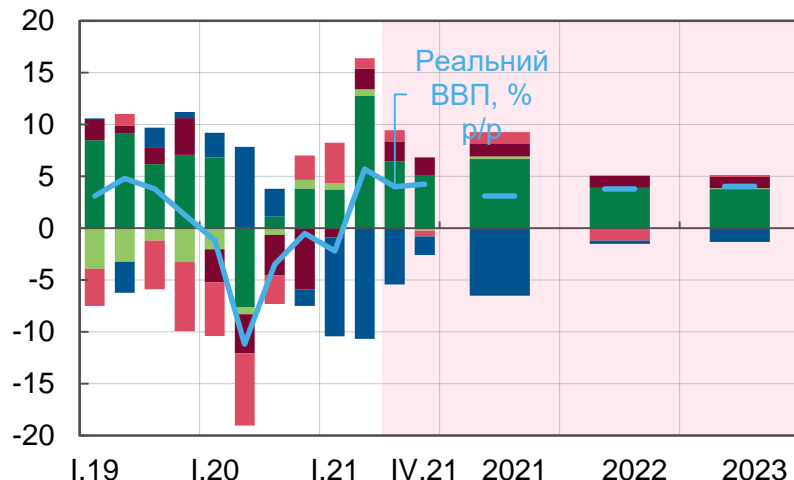


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- У 2021 році очікується черговий рекорд урожаю (81 млн т зернових та зернобобових культур за оцінкою НБУ), що матиме прямий додатний внесок у ВВП (0.8 в.п.)
- Це матиме позитивний вплив й на низку суміжних видів діяльності (згідно з таблицею "витрати-випуск", кожна гривня, вироблена в с/г, зумовлює загальне збільшення випуску продукції в економіці на 2.5 грн), а також стабільні надходження експортної виручки (за період з 2005 року по 2020 рік частка продукція с/г та харчової промисловості в експорті товарів зростає з 13% до 49%)
- Водночас попри значне зростання продуктивності в рослинництві за останнє десятиріччя, агросектор і надалі стикається зі значними викликами (недоінвестування, вплив кліматичних змін тощо), що стримує реалізацію його потенціалу

ВВП України зростатиме через глобальне відновлення та сприятливі умови торгівлі

Внески у річну зміну ВВП за категоріями кінцевого використання, в. п.



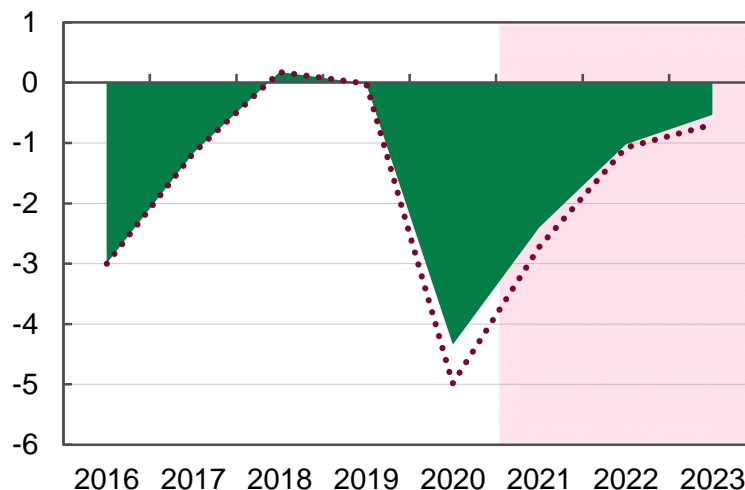
■ Приватне споживання* ■ Споживання СЗДУ
■ Інвестиції (ВНОК) ■ Зміна запасів
■ Чистий експорт

* Вкл. некомерційні організації, що обслуговують домогосподарства.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- У першому півріччі 2021 року відновлення економіки було слабшим, ніж очікувалося
- У III кв. 2021 року економічна активність пошвавилася, підтримувана стійким зростанням споживчого та інвестиційного попиту, а також рекордним врожаєм ранніх зернових
- В базовий сценарій прогнозу закладено 1 міс. карантин червоних зон, що знижує річний ВВП на 0.2 в.п. у 2021 році. В разі жорсткого карантину ефект погіршиться ще на 0.3 в.п.
- Прогноз зростання реального ВВП знижено з огляду на триваліший та суттєвіший вплив пандемії та наслідки різкого підвищення цін на газ (зростання вартості енергетичних ресурсів стримуватимуть зростання ВВП на 0.1 в.п. у 2021 році та 0.4 в.п. у 2022 році)

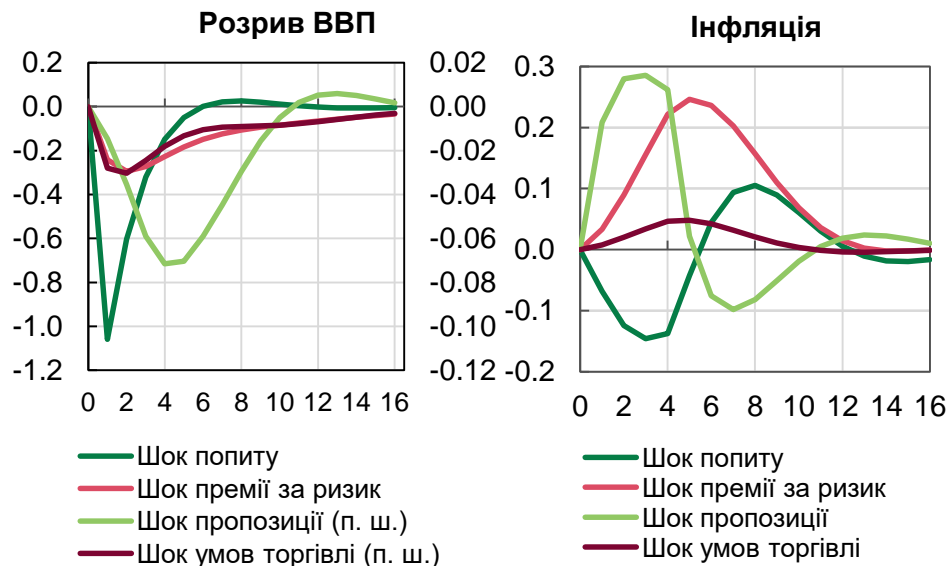
Розрив ВВП, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

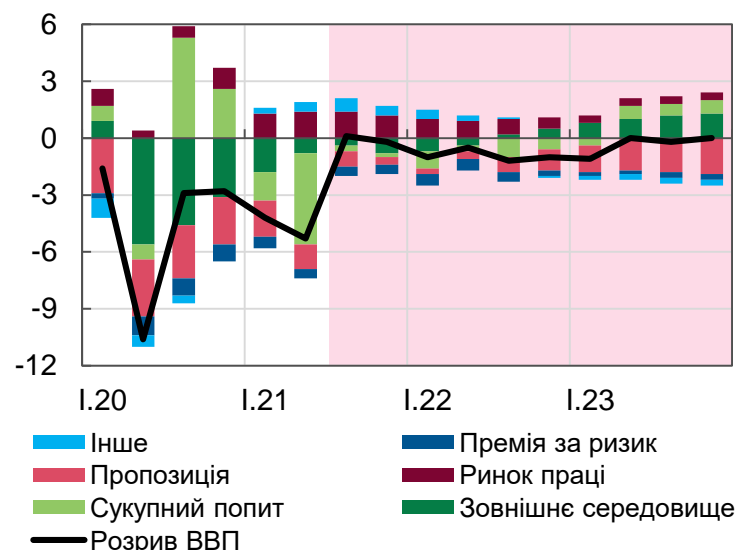
Вставка. Оцінка факторів, що впливають на розрив ВВП

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



Джерело: розрахунки НБУ.

Декомпозиція розриву ВВП за факторами впливу, в.п.

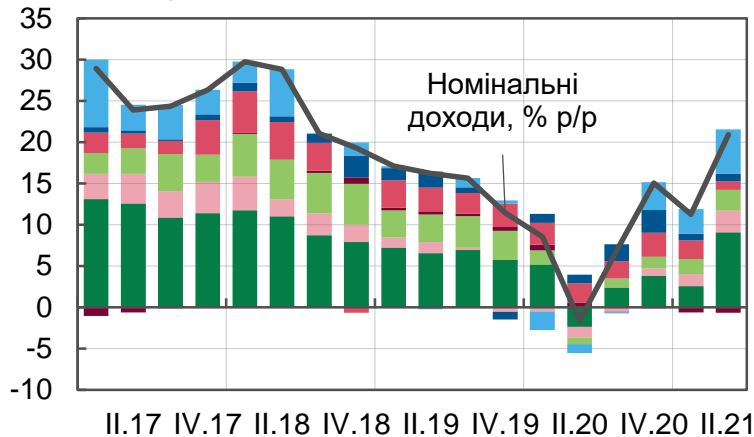


Джерело: розрахунки НБУ.

- Розуміння природи шоків в економіці є важливим для зваженої монетарної політики
- Різнопрямлені реакції розриву ВВП та інфляції (лівий графік) на шоки вимагають різних дій монетарної політики: на шок попиту реакція однозначна, а от у випадку шоку пропозиції монетарна політика має бути більш балансуною
- Для аналізу факторів, що визначають динаміку розриву ВВП, використовується декомпозиція на шоки (правий графік). Вона показує, що суттєвим драйвером падіння економічної активності у II кварталі 2020 року був пригнічений зовнішній попит, а неочікувано сильний внутрішній попит відіграв ключову роль у відновленні в другій половині 2020-го року. Ринок праці сприяє економічному зростанню як на історії, так і на прогнозі

Споживчий попит підтримується збільшенням доходів домогосподарств, зокрема за рахунок заробітних плат

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

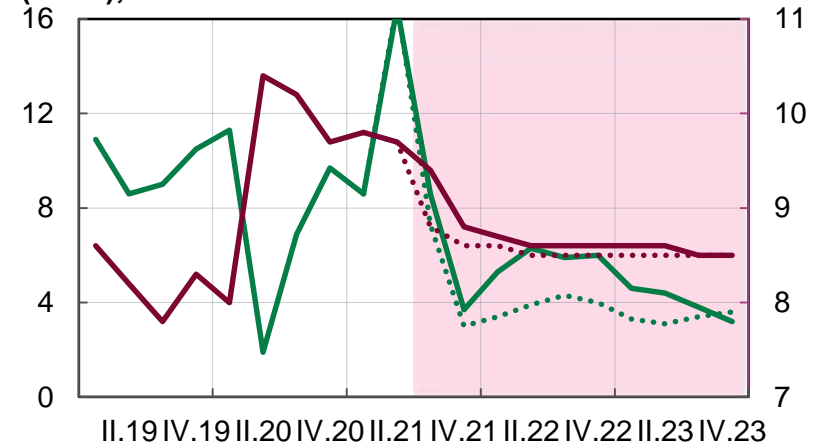


- Соц. трансф. в натурі
- Соц. допомоги
- Прибуток та зміш. дохід
- Оплата праці в Україні
- Інші поточні трансф.
- Доходи від власності
- Оплата праці з-за кордону

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- Однак, крім підтримки попиту, зростання зарплат – це також вищі витрати для бізнесу
- Фактори зростання зарплат:
 - пожвавлення економічної активності
 - підвищення МЗП та доплати в бюджетних секторах
 - відновлення тиску з боку міграції
 - структурні диспропорції на ринку праці (невідповідність кваліфікаційних навичок пошукачів роботи вимогам працедавців)
- На прогнозному горизонті стійке економічне зростання та менший тиск з боку потенційних карантинів стимулюватиме зростання зарплат і повернення безробіття до свого природного рівня. Утім, заробітні плати зростатимуть повільніше, ніж у 2021 році

Середня зарплата, % р/р та рівень безробіття (МОП), %

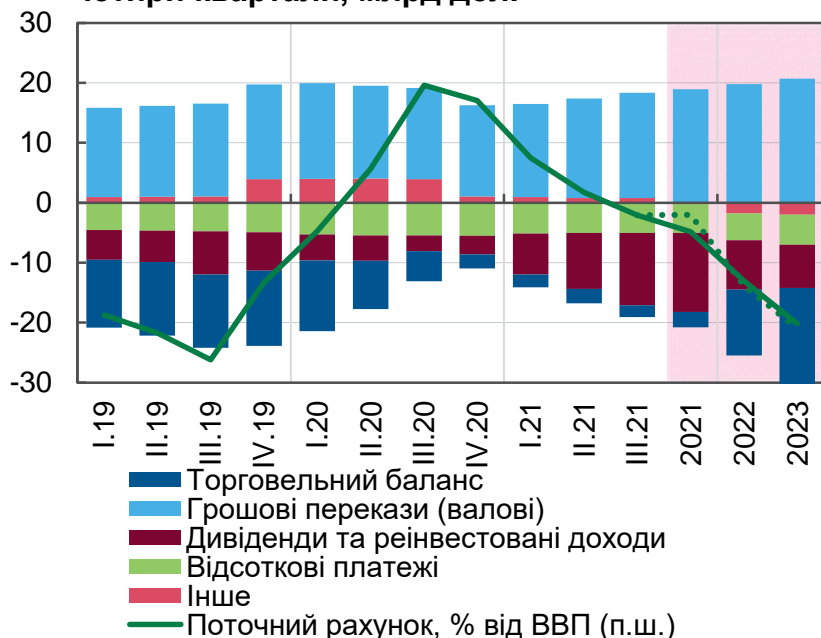


- Реальна заробітна плата
- Рівень безробіття за методологією МОП, с/с (п.ш.)

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

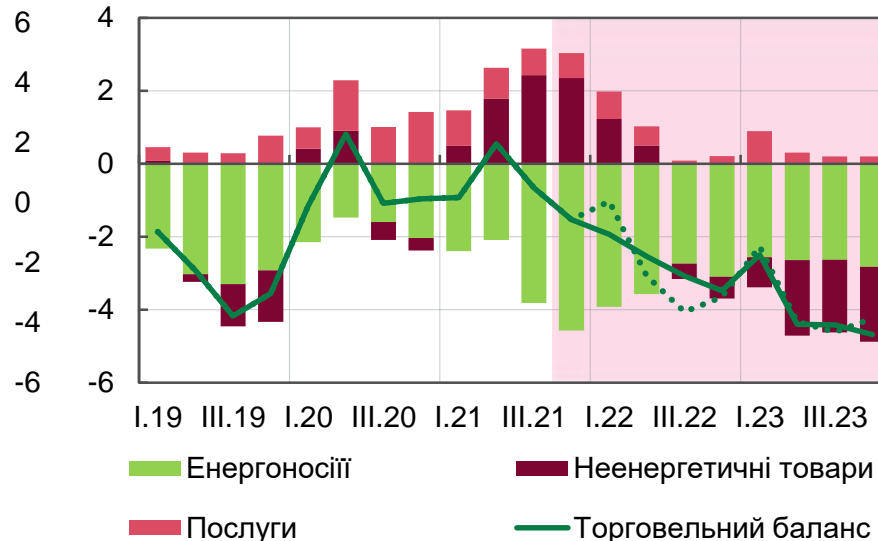
У 2021 році дефіцит ПР зумовлюється зростанням виплат за доходами від інвестицій, надалі він розшириться до 4% ВВП

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



Джерело: розрахунки НБУ.

Торговельний баланс, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

- Попри збереження високих світових цін на експортні товари дефіцит торгівлі товарами в III кварталі збільшився насамперед через зростання імпорту енергоносіїв. Разом із значними виплатами дивідендів та обсягами реінвестованих доходів це призвело до формування від'ємного сальдо поточного рахунку
- У цілому за рік дефіцит ПР буде незначним (1% ВВП) завдяки високим експортним цінам та урожаюм. Надалі від'ємне сальдо рахунку поточних операцій поступово розширюватиметься до 3–4% ВВП унаслідок погіршення умов торгівлі, зростання внутрішнього попиту та зміцнення РЕОКу гривні

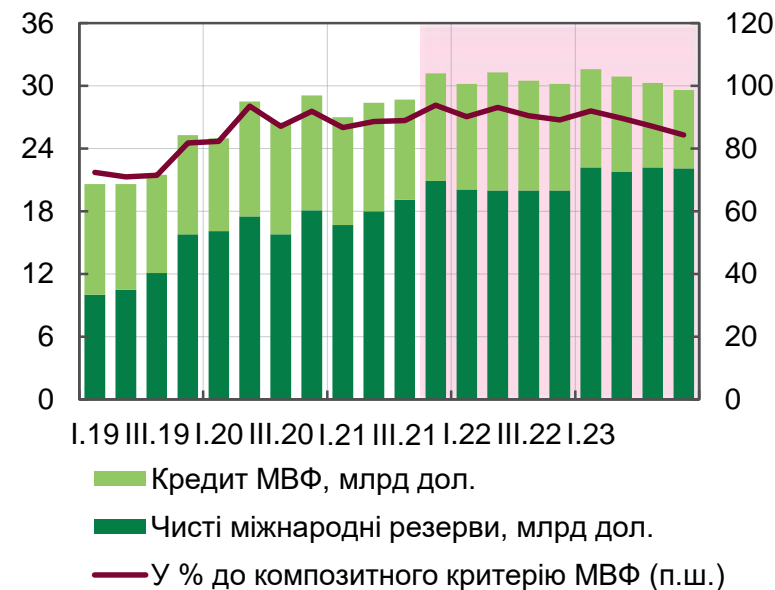
За поліпшення макроекономічної ситуації приплив капіталу відновиться, резерви становитимуть 30–31 млрд дол.

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



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

Валові міжнародні резерви

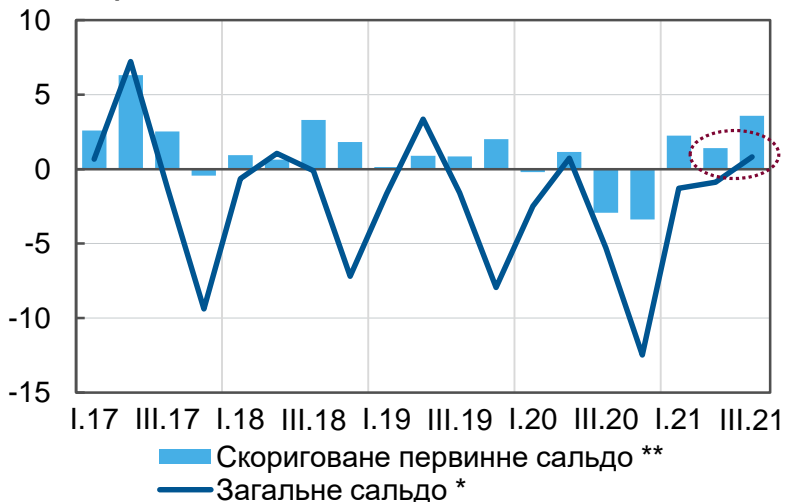


Джерело: розрахунки НБУ.

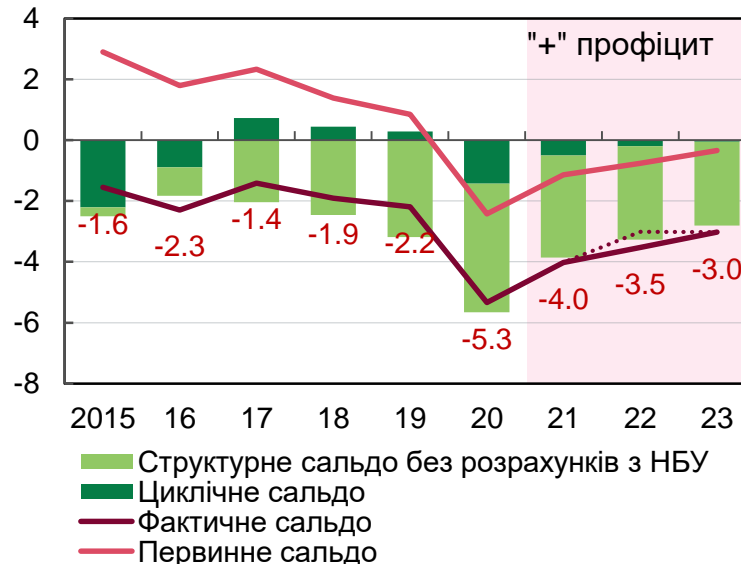
- Відплив капіталу за фінансовим рахунком у III кварталі 2021 року зумовлений насамперед значними плановими виплатами за борговими зобов'язаннями державного сектору
- Надалі очікується відновлення припливу за рахунок зростання інтересу нерезидентів до ОВДП та надходжень ПІІ в акціонерний капітал
- Приплив капіталу повністю фінансуватиме дефіцит поточного рахунку, що разом із надходженнями від МВФ підтримуватиме резерви на рівні 30–31 млрд дол.

Фіскальна політика у III кв. 2021 року залишалася стриманою. Дефіцит бюджету скорочуватиметься у 2021-2023 роках

Сальдо СЗДУ за різними вимірами, % ВВП та % потенційного ВВП



Сальдо зведеного бюджету, % ВВП



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

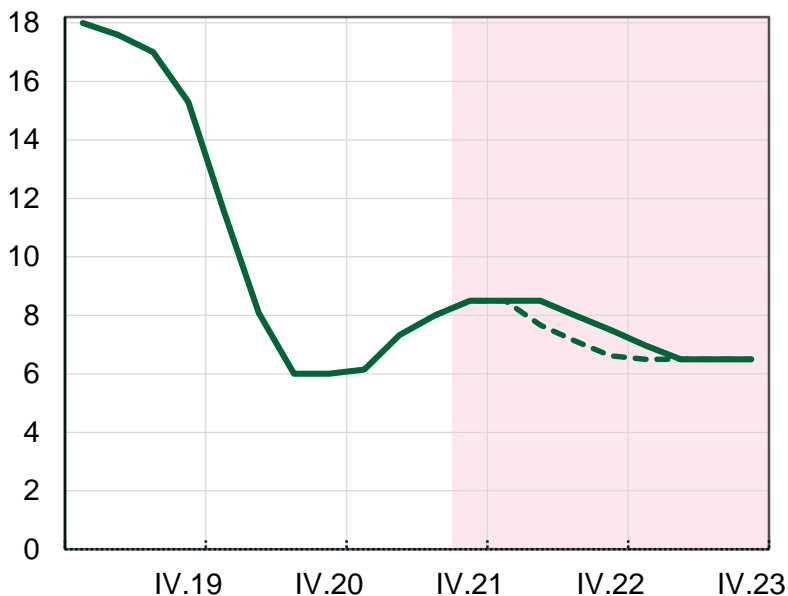
** Циклічно скориговане первинне сальдо (% від потенційного ВВП) – різниця між сезонно скоригованими доходами, у структурі яких податкові надходження коригуються на циклічні зміни ВВП, та сезонно скоригованими первинними видатками. З доходів вираховано одноразові надходження: кошти від спецконфіскації,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

Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

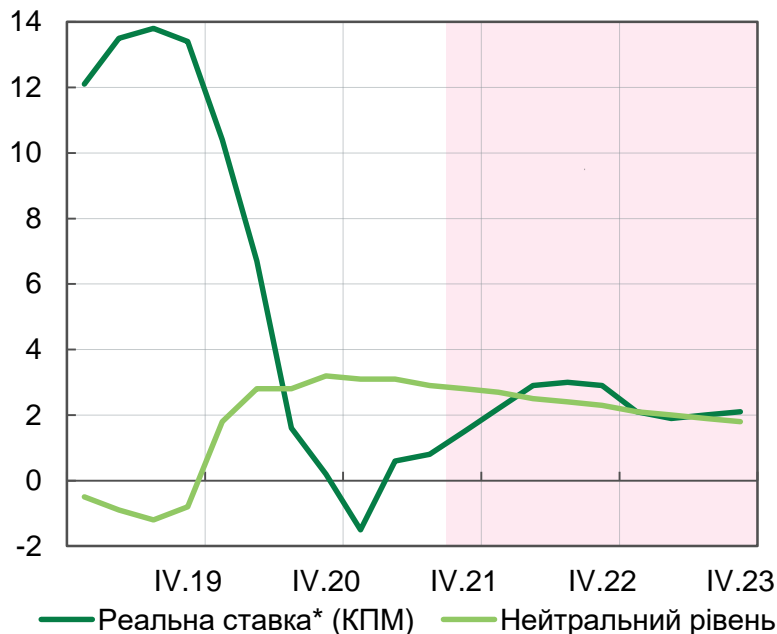
- Зведений бюджет виконано з профіцитом та додатне значення скоригованого первинного сальдо збільшилося, що свідчить про стриманість фіскальної політики
- Податкові надходження державного бюджету зростали високими темпами, тоді як видатки збільшувалися порівняно помірно
- До кінця року фіскальна політика пом'якшиться, хоча дефіцит очікується меншим, ніж заплановано в 2021 р. (близько 4% ВВП). Надалі триватиме помірна фіскальна консолідація

Облікова ставка у наступному році знижуватиметься пізніше та поступовіше, ніж прогнозувалося раніше

Перегляд прогнозу облікової ставки, %



Реальна процентна ставка та її нейтральний рівень, %



* Дефльована на інфляційні очікування, отримані на основі КПМ.

Перегляд траєкторії ставки зумовлений необхідністю нівелювання в середньостроковій перспективі інфляційного тиску, який виникатиме внаслідок:

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

Вставка. Учасники ринку раціонально реагують на динаміку прогностної траєкторії облікової ставки

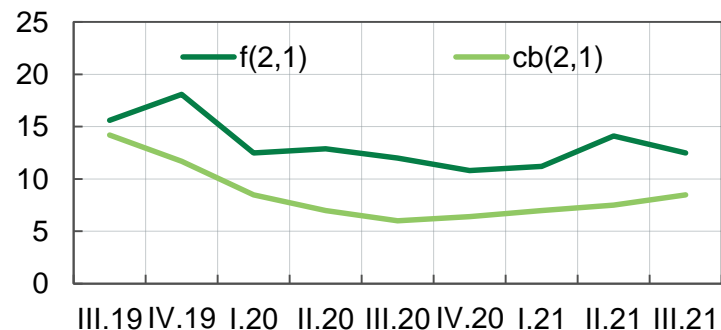
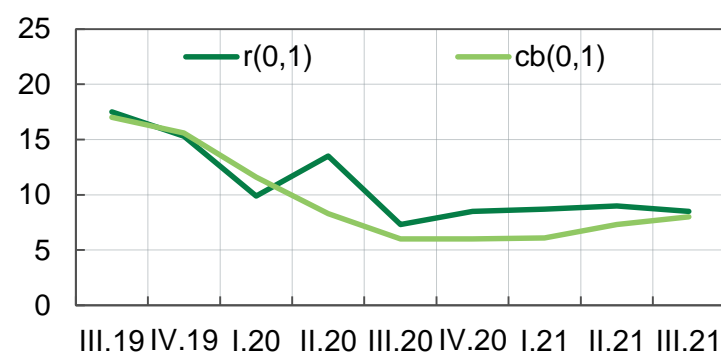
Облікова ставка: очікування фінансових аналітиків та фактичний рівень, %



- Різниця між очікуваннями та фактичною ставкою (п.ш.)
- Ставка після рішення
- Медіанний прогноз ICUбарометр
- - - Медіанний прогноз фінансових аналітиків

Джерело: розрахунки НБУ, ICU

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



- Динаміка очікувань фінансових аналітиків демонструє поліпшення розуміння учасниками ринку логіки прийняття монетарних рішень
- Графічний аналіз свідчить про наявність трансмісії прогнозу ключової ставки у ринкові ставки, особливо у короткостроковому періоді
- В умовах зростання турбулентності на ринку вплив окремих структурних чинників є суттєвішим порівняно із ключовою ставкою

Ризики

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