

Макроекономічний прогноз

20 квітня 2021

Зміст

Резюме	3
Підсумки 2020 року	5
Економічна активність	5
Інфляційний розвиток	10
Ринок праці	12
Фіскальна політика	13
Монетарна політика	15
Платіжний баланс	16
Прогноз на 2021-2023 роки	17
Консенсус зовнішніх прогнозів	17
Припущення прогнозу КШЕ	18
Базовий сценарій	19
Сценарій посилення притоку зовнішніх інвестицій	21
Сценарій дорогої енергії	22
Сценарій “без МВФ”	23

Резюме

Світ. Довгоочікуване позбавлення від пандемії коронавірусу шляхом вакцинації відкладається щонайменше до кінця 2021 року. Відповідно, карантинні обмеження скасовуватимуться повільно та малими кроками, що ще довго стримуватиме відновлення після кризових подій 2020-го. Найповільніше з кризи виходитимуть країни Євросоюзу, прогнозовані темпи зростання від МВФ та ЄЦБ можна трактувати як такі, що означають завершення рецесії в ЄС не раніше кінця 2023 року. Європейські країни, США, як утім й інші намагатимуться пришвидшити вихід з кризи через продовження підтримки зі сторони як фіскальної¹ так і монетарної політики, рух процентних ставок вгору почнеться не раніше кінця 2021-го, кількісне пом'якшення триватиме принаймні до середини 2022 року. Експансійна політика провідних країн світу вже відображається на сировинних ринках, ціни на які, у очікуванні зростання попиту та знецінення долара США, зростають значними темпами з кінця 2020.

Економічне зростання в Україні. Основна частина зростання припадатиме на закриття рецесійного циклу внаслідок коронавірусної кризи. Поза цим, економіка зростатиме невисокими, близьким до 3.5-4.0%, темпами. Виштовхнути економіку поза зону помірності можуть допомогти виключно реформи та масивні інвестиції. Випереджаюче порівняно з енергоносіями зростання цін на основні експортні товари стане першим у часовому вимірі фактором відновлення економіки України. Вищі обсяги експорту та фіскальне стимулювання сприятимуть поживленню внутрішнього споживання. З другої половини цього року передбачуване подальше подорожчання нафти та газу підштовхуватиме інфляцію та применшить позитивні для економіки умови торгівлі. Незначно обмежуватиме економічну активність падіння приватного інвестування у 2020 році, негативні ефекти якого будуть протиставлені позитивним результатам програми Великого будівництва. У цілому, відновлення буде швидким – у 2021-му ВВП зросте на 4.7%. Помірна фіскальна політика у наступному році та повільніше відновлення економіки ЄС призведе до невисоких (2.7%) темпів зростання. Передбачається, що посилення притоку іноземних інвестицій у 2021-2022 році, виявить сильніший вплив у 2023-2024 рр., ВВП зростатиме темпами на рівні 3.7%.

Галузі-драйвери. Криза визначила найстійкіші та перспективні у найближчому часі сектори — це сільське господарство, гірничо-металургійний комплекс, хімічна промисловість та інформаційні технології. Хоча результати вказаних галузей засвідчують про високий потенціал й без державної підтримки, Уряд, наприклад, посилює пряму підтримку сільського господарства, зокрема через пом'якшення податкових умов (зниженням ПДВ до 14%). Додатковим стимулом могло би стати просування земельної реформи, але очевидно, її питання розтягнеться на кілька років. Високий людський потенціал та вміле використання податкової системи сприятиме продовженню бурхливого розвитку ІТ, підтримка через спеціальні кредитні програми на зразок "5-7-9" зумовить розвиток продуктової частини галузі та відповідно вищі доходи. Металургія та видобування розвиватиметься за рахунок вищого зовнішнього попиту та відносно невисоких цін на енергоносії, але їх позитивний ефект вичерпається до кінця 2021 року.

Ринок праці. Ризиком для відновлення ділової активності може стати посилення відтоку трудової міграції до ЄС та відповідно необхідність підняття заробітної плати внаслідок зниження пропозиції робочої сили, однак цього слід очікувати не раніше повернення економічної активності в європейських країнах до потенційного рівня. Підняття мінімального рівня оплати праці збільшить витрати підприємств та зростання цін випуску, але вищий дохід

¹ Пакет допомоги у США становитиме \$1.9 трлн.

працюючих підтримає попит.

Фіскальна політика. Продовження програм розвитку інфраструктури та недостатнє зростання державних доходів створюватиме потребу в додаткових запозиченнях протягом 2021 року, а тому – високі реальні ставки по ОВДП. Дефіцит бюджету в 2021 році закладено на рівні 5.5% ВВП. В подальшому очікується підтримання суттєвих запозичень для підтримки програм розвитку економіки, однак з курсом на поступову нормалізацію дефіциту, оскільки виплати по обслуговуванню боргу можуть зрости із-за ВВП-варрантів.

Обмінний курс та платіжний баланс. Привабливість державних цінних паперів для зовнішніх інвесторів стимулюватиме притік іноземного капіталу. Разом із доходами від експорту, притік валюти сприятиме невеликому укріпленню обмінного курсу в першій половині 2021 року. Зменшення темпів експорту та відновлення імпорту переверне поведінку на помірну девальвацію темпами до 4% на рік. Таким чином, на кінець 2023 року гривня сягне позначки у 31.0 грн за дол.США.

Співпраця з МВФ. Ми оцінюємо як слабку ймовірність відновлення програми з МВФ, оскільки Уряд концентрується більшою мірою на прямій підтримці галузей економіки та структурних перетвореннях в них, підтримуючи високий дефіцит бюджету та надаючи меншої уваги судовій та антикорупційним реформам, таким чином зміщуючи акценти порівняно з МВФ щодо мір найближчого часу. З іншої сторони, міжнародні резерви є достатніми для обслуговування боргів у 2021 році, а рівень вільної ліквідності у світі залишатиметься високим, що створює можливості для ринкових запозичень.

Інфляція та монетарна політика. Зростання вартості енергоносіїв та продовольства призведе до короткострокового цінового сплеску — у 2021 році інфляція зросте до 7.7%. Зважаючи на відносно нейтральні для інфляції ефекти від коливань обмінного курсу, швидкоплинність шоків пропозиції та продовження рецесії, Національний банк достатньо повільно збільшуватиме ставку, яка досягне нейтрального рівня лише наприкінці 2023 року. Існує ймовірність того, що підтримання високої пропозиції грошей (26% зростання за 2020 рік) як засіб стимулювання економічної активності у наших умовах швидко транслюється у інфляцію, але можливо це відбудеться рівномірно та інфляція наблизиться до цільового рівня вже у 2022 році.

Підсумки 2020 року

Економічна активність

Пандемія коронавірусу найсильніше вразила сферу послуг, зокрема додана вартість готельної галузі та сектору інших послуг у 2020 році впала на рекордні 29% та 23% відповідно. Обмеження на пересування, зокрема майже повна зупинка транспорту навесні 2020 року, призвели до падіння доданої вартості у транспортному секторі на 16%.

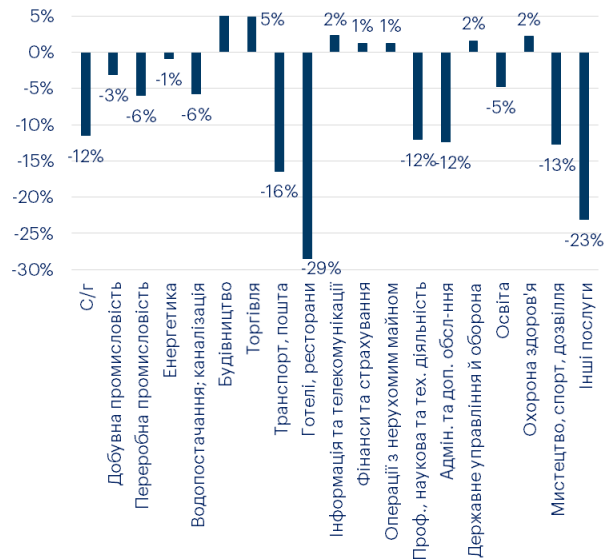
Утім причинами падіння активності в сфері послуг стали не лише примусові обмеження, а й інші наслідки пандемії, насамперед погіршення очікувань щодо доходів. Це вплинуло на структуру споживання та у цілому зменшувало витрати на дозвілля та відпочинок, а також й на довгострокові вартісні товари.

Криза вдарила не лише по секторах послуг, але темпи падіння у інших галузях, зокрема у промисловості, енергетиці та сільському господарстві були відчутно меншими.

Серед галузей, що утримали зростання, слід відзначити будівництво. З другого кварталу активно продовжувалася реалізація державної програми «Велике будівництво», що полягає у реконструкції та зведенні нових об'єктів інфраструктури. Як результат, обсяги виробництва інженерних споруд у 2020 році зросли майже на 15%. Згідно з оголошеними планами Уряду, у 2021-22 роках активний розвиток державної інфраструктури продовжиться.

За напрямками будівництва житлових та нежитлових будівель спостерігалось падіння. У цьому вбачається й статистичний ефект, оскільки реформа ДАБІ призвели до припинення постачання даних щодо нових об'єктів, а також гальмувала отримання дозволів та введення в експлуатацію нових об'єктів. Хоча житлове будівництво у третині областей України продовжувало зростати, у цілому по країні показники знизилися на 19%. Гірші очікування щодо доходів применшували попит на житло. Однак у другому півріччі житлове будівництво

Рис. 1. Зміна ВДВ в секторах економіки у річному вимірі*



*вказано зміну ВДВ за січень-вересень 2020 р. порівняно з відповідним періодом попереднього року

Рис. 2. Динаміка випуску будівництва

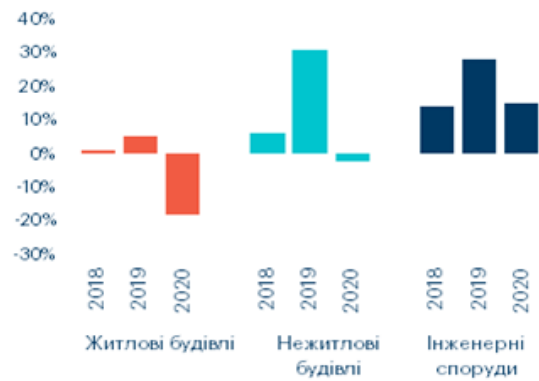
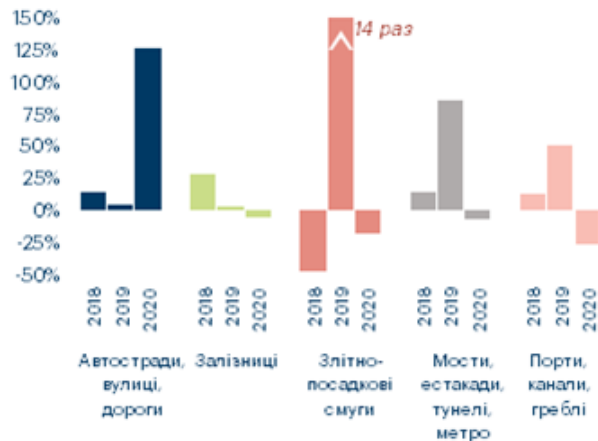


Рис. 3. Динаміка будівництва транспортних об'єктів



поволі виходило з кризи (у 4-му кварталі зросло на 4.3% кв/кв за винятком сезонного фактору). Хоча будівельні компанії, згідно з опитуваннями ДССУ, все ще зберігали песимізм, їх активність у 2021 році має істотно позбавитися. Зокрема, має зрости інтерес населення до первинного ринку житла завдяки подальшому приросту доходів та доступній іпотечі – в разі запуску нової урядової іпотечної програми (з відсотковою ставкою в межах 7% річних).

Промислове виробництво у 2020 році скоротилося на 5.2%. Наприкінці року уже спостерігалось зростання у річному вимірі (у грудні – на 4.8%), однак воно пояснювалося низькою базою порівняння – частина галузей промисловості перебували в кризовому стані ще з 2019 року. Більшості вітчизняних промислових виробників доведеться значно оптимізувати свою діяльність задля компенсації втрат попереднього року.

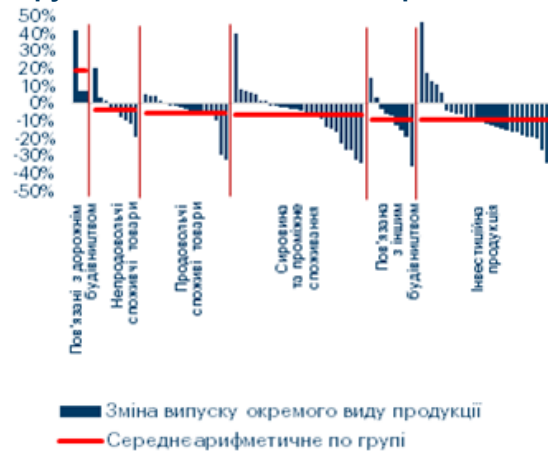
Значного скорочення діяльності у 2020 році зазнали виробники продукції інвестиційного призначення, випуск загальної інвестиційної продукції та засобів виробництва будівельної галузі скоротилися найбільше. Погляд на сезонно скориговані індекси дає зрозуміти, що відновлення у виробництві товарів інвестиційного призначення практично зупинилося на рівні, досягнутому в середині 2020 року. В подальшому динаміка випуску цих галузей залежатиме від швидкості відновлення інвестиційного попиту. Накопичені на рахунках підприємств кошти (рис. 11) створюють можливість інтенсифікації капіталовкладень у разі нормалізації бізнес очікувань.

Відносно глибоке падіння до середини року спостерігалось у галузях, які виробляють сировину та іншу продукцію проміжного споживання. Ці товари домінують у сукупному випуску, тому швидке відновлення внутрішнього та зовнішнього попиту на таку продукцію зумовило кращі умови для вітчизняної промисловості, порівняно з багатьма розвиненими економіками. Відновлення світового попиту

Рис. 4. Промисловий випуск

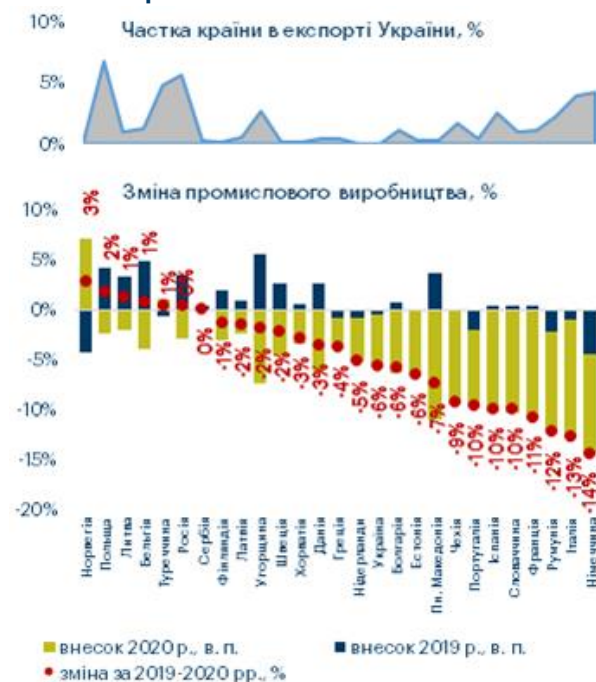


Рис. 5. Випуск за окремою промпродукцією, згрупованою відповідно до призначення*



*групування виконано згідно з оцінками експертів КШЕ

Рис. 6. Промислове виробництво в Україні та окремих країнах-торговельних партнерах в 2019-2020 роках*



*для країн Європи, крім України та Росії, за 2020 рік відображено зміну промислового виробництва у січні-листопаді порівняно з відповідним періодом попереднього року

в 2021 році сприятиме подальшому прискоренню вітчизняного експорту.

Наприкінці 2020 року істотно поліпшилася зовнішня кон'юнктура для гірничо-металургійного комплексу, надавши можливість наростити випуск металургам, виробникам руди та коксу. У гіршому випадку ціни на руду та метали залишаться на досягнутому рівні, однак ймовірним є подальший рух вгору, що стимулюватиме виробництво відповідної продукції в Україні.

В умовах зростаючих доходів населення виробники споживчих товарів зазнали порівняно незначного скорочення випуску в 2020 році. Натомість, змогли наростити випуск ті галузі, які постачають продукцію для потреб дорожнього будівництва – виробники цементу, бітуму, асфальту, широкого переліку кар'єрної продукції, хімічних речовин тощо.

Врожай зернових і зернобобових у 2020 році становив 65,4 млн тонн – унаслідок гірших погодних умов він був майже на 10 млн тонн менше минулорічного. Високі показники рентабельності рослинництва у минулому сприяли капіталовкладенням аграріїв у попередні роки. Однак протягом останніх кількох років рентабельність падає, а врожай 2020 року, вочевидь, лише поглибить таку тенденцію. Враховуючи також невизначеність, пов'язану зі стартом ринку землі з 1 липня 2021-го, ймовірним є послаблення інвестиційної активності в секторі сільського господарства. Зокрема за січень-вересень 2020 року капіталовкладення аграрних підприємств падали у річному вимірі на 43.2% р/р навіть попри значне фінансування програмою "Доступні кредити 5-7-9%" (у 2020 році 55% кредитів у рамках цієї програми були видані сектору сільського господарства).

У тваринництві криза, виражена швидким скороченням поголів'я ВРХ, триває уже багато років. У 2020 році поштовху до поглиблення кризи надали наступні фактори: по-перше, внаслідок скорочення споживання ресторанних послуг населенням відбулося падіння попиту закладів харчування на м'ясо; по-друге, зниження врожаю призвело до

Рис. 7. Валовий збір окремих культур в 2019-20 роках, млн. т

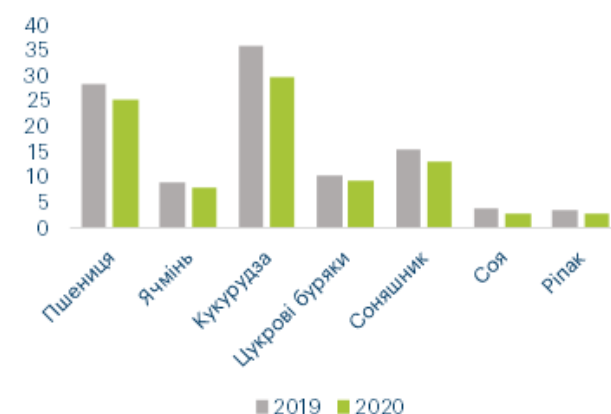
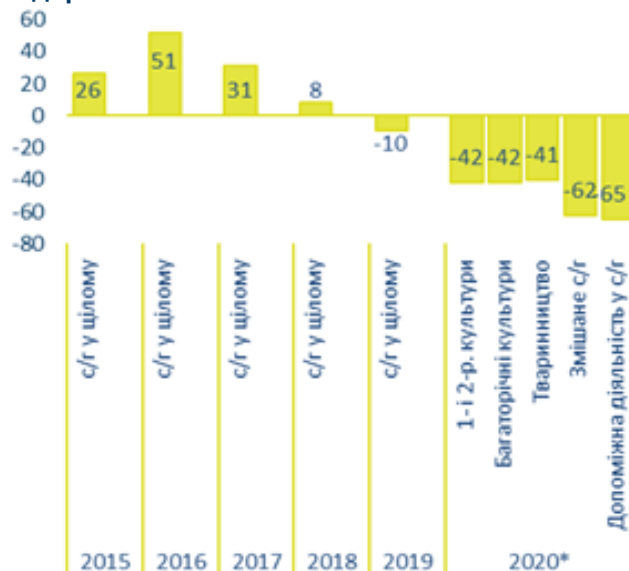


Рис. 8. Кількість сільськогосподарських тварин на кінець 2020 року порівняно з кінцем 2019 року



Рис. 9. Капітальні інвестиції аграрних підприємств



*за січень-вересень 2020 року

подорожчання кормової бази та ще більше погіршило від'ємні показники рентабельності у галузі тваринництва; насамкінець, протягом 2020 року сталося одночасне зростання імпорту та падіння експорту м'яса та їстівних субпродуктів. Ще одним вагомим фактором, який формує очікування фермерів, є наближення старту ринку землі, що може ще більше сконцентрувати ресурси на більш рентабельному рослинництві. У 2020 році зростання поголів'я спостерігалось лише у вирощуванні свиней, зокрема, завдяки відновленню зовнішнього попиту.

Роздрібний товарооборот практично невпинно зростає з 2016 року. У другому кварталі 2020 року жорсткі карантинні заходи та обережність населення скували споживчу активність населення (див. рис. 10). Однак у подальшому попит відновився й рівень роздрібногo товарообороту повернувся до раніше сформованого тренду. Як результат, в цілому за рік оборот роздрібногo торгівлі збільшився на 8.4%.

Ключову підтримку для споживчого попиту надало зростання заробітних плат на 10.4%, а також урядові заходи соціальної підтримки на період карантину. Зростаючі доходи в умовах обмеженої мобільності підвищили схильність населення до заощаджень (див. рис. 11), зокрема у формі банківських депозитів. В 2021 році доходи домогосподарств продовжать зростати, а раніше накопичені заощадження перетворюються на додатковий попит у разі завершення пандемії.

Є низка чинників, які надали відчутний поштовх роздрібному товарообігу у минулому році, однак у 2021 році матимуть протилежний вплив. Зокрема, у попередньому році практично зникла можливість зовнішнього туризму, що перенаправило витрати на внутрішні напрями. У разі зниження ризиків пандемії в поточному році бюджет домогосподарств може бути переглянутий на користь поїздок за межі України.

Зростання роздрібногo товарообігу, як у 2020 році, так і в попередні роки, було досить нерівномірним у розрізі регіонів

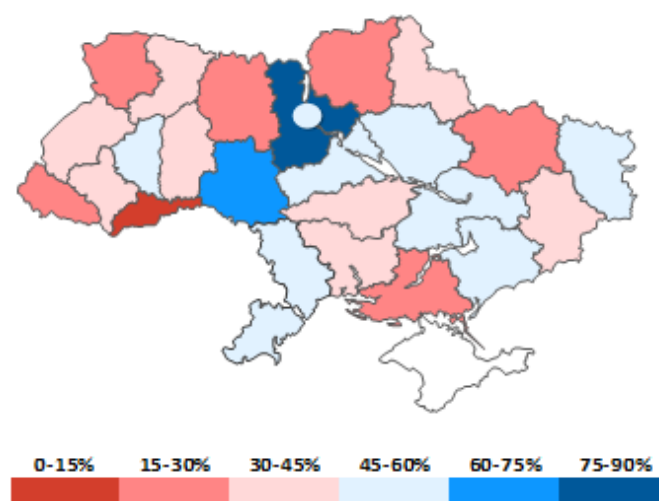
Рис. 10. Динаміка роздрібногo торгівлі



Рис. 11. Депозити нефінансових корпорацій та населення, % річна зміна



Рис. 12. Теплова карта зростання роздрібногo товарообігу за 2016-2020 роки



(див. рис. 12). До 2019 року розвиток роздрібного товарообігу в бідніших регіонах, вочевидь, був обмежений трудовою міграцією – зниження кількості населення стримувало розвиток торгівлі. З іншого боку, внаслідок такої міграції скорочувалася пропозиція робочої сили, що підвищило темпи зростання заробітних плат у відповідних областях. У 2020 році міграційні процеси сповільнилися, а темпи зростання заробітних плат корелювали з продуктивністю регіонів (див. рис. 13).

Галузь пасажирських перевезень, як найбільш вразлива до епідеміологічної кризи, наприкінці року залишалася у стані стагнації. Як і очікувалося, прискорене поширення вірусу COVID-19 позначилося на мобільності населення та, відповідно, на пасажирських перевезеннях наприкінці року. У квітні пасажирооборот становив лише 5% від докризового рівня, а в кінці року ледь сягав половини такого рівня.

Обсяги вантажообігу за 2020 рік знизилися на 14.3%. Обороти вантажу трубопровідним транспортом скоротилися внаслідок меншого транспортування газу на фоні переповнених підземних сховищ в ЄС та Україні, однак холодні січень-лютий 2021 року та відновлення промислового попиту мають стимулювати послуги перекачки газу вітчизняним трубопроводом. Автомобільний вантажообіг скоротився внаслідок падіння зовнішньої торгівлі з ЄС та зниження попиту на транспортні послуги з боку аграріїв через менший урожай. Ці фактори також мають змінити напрямок впливу у 2021 році. Скорочення ще одного вагомого за своїми обсягами – залізничного вантажообігу – пояснювалося також зменшенням перевезення зернових, а також кризою у вітчизняній вугільній галузі, на якій позначилося зменшення виробітку теплової генерації. Як і для промисловості, значну підтримку транспортному сектору надала програма “Великого будівництва”.

Рис. 13. Зміна заробітних плат за регіонами та ВВП на одну особу у відповідних регіонах

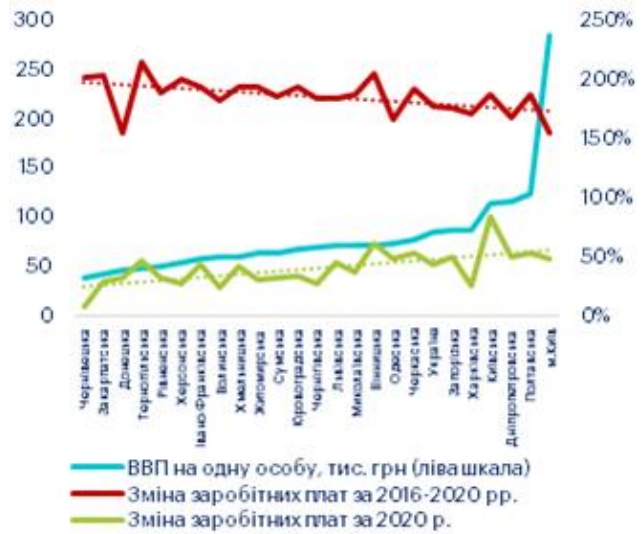
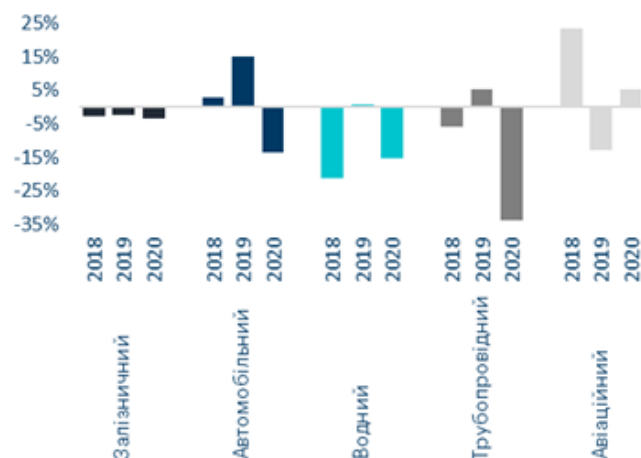


Рис. 14. Транспорт: пасажирооборот



Рис. 15. Транспорт: вантажооборот



Інфляційний розвиток

2020 рік для більшості країн світу став роком низької споживчої інфляції. Падіння цін на сировинних ринках знизило собівартість виробництва окремих споживчих товарів. Карантинні заходи обмежили попит на деякі послуги, що здебільшого стримувало їх подорожчання. І насамкінець, населення почало більше заощаджувати та змінило власні погляди на корисність певних товарів, а отже відбувся перерозподіл інфляційного тиску всередині споживчого кошику. Наприкінці року ці фактори були майже нівельовані, оскільки світ поволі повертався до нормального життя, на сировинних ринках спостерігалася корекція, а отже споживчі ціни рухалися вгору.

Отже, споживча інфляція в Україні практично протягом усього 2020 року коливалася нижче цільового діапазону НБУ ($5\% \pm 1$ в. п), однак наприкінці року темпи прискорилася до 5.0% (абсолютної цілі НБУ), а з початком нового року – до 6.1% у річному вимірі.

Тим не менше, споживча інфляція в Україні мала свої особливості. У споживчому кошику українців основне місце (42%, рис. 19) займають продовольчі товари, що не є характерним для розвинених економік та багатьох економік, які розвиваються. Отже, інфляція в Україні сильно залежить від показників аграріїв. Низька врожайність у рослинництві в 2020 році з невеликим часовим лагом почала рухати вгору ціни на широкий перелік харчової продукції. Станом на січень цукор, яйця та соняшникова олія були на 55%, 52% та 26% (відповідно) дорожчими, ніж рік тому. При цьому подорожчання яєць також було пов'язане з гіршим урожаєм, оскільки він призвів до стрімкого подорожчання кормової бази для тварин. У разі сприятливих умов для рослинництва ближче до кінця 2021 року можна очікувати корекцію у цінах на продукти з екстремальними значеннями інфляції.

Інфляція непродовольчих товарів і послуг здебільшого мала спільне з іншими країнами пояснення. Зокрема,

Рис. 16. Річна споживча інфляція в окремих країнах світу

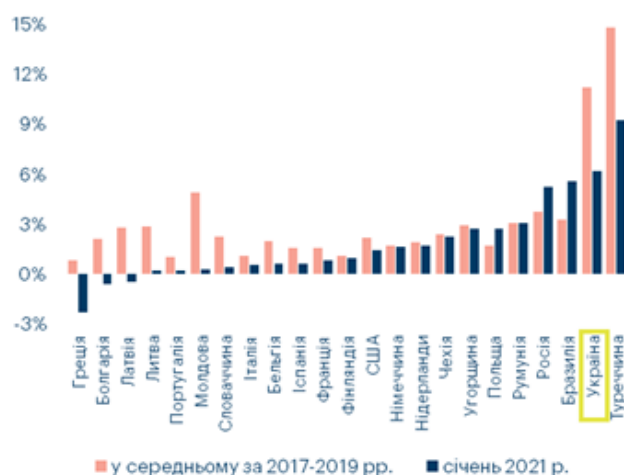


Рис. 17. Річна споживча інфляція та цільовий діапазон НБУ

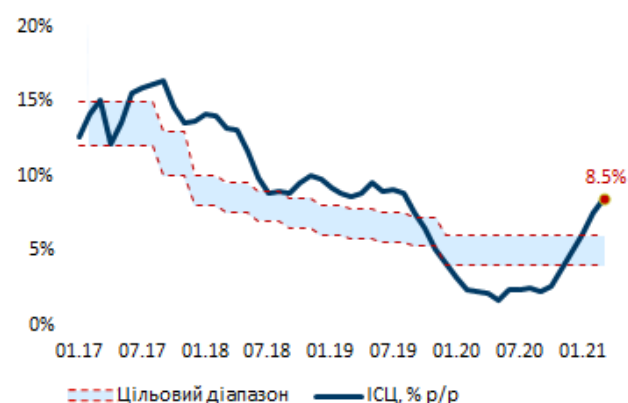
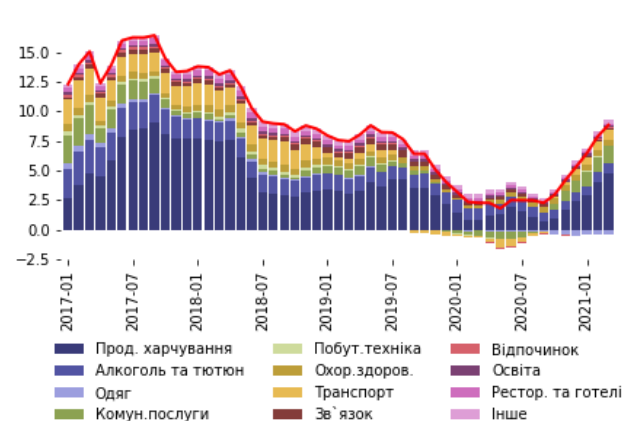


Рис. 18. Внесок у річну споживчу інфляцію, в.п.



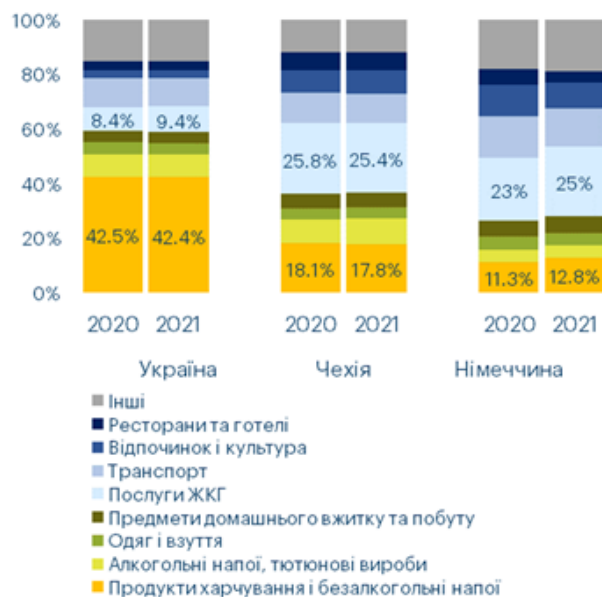
вищезазначене відновлення світових цін на енергетичні товари кардинально змінило цінову картину серед послуг житлово-комунального господарства – після суттєвого падіння всередині року їх вартість була серед лідерів за зростанням (18% у річному вимірі). Дорожчав широкий перелік послуг, однак через велику вагу у споживанні найбільш відчутною стала інфляція газу та електроенергії (35% та 37% відповідно).

Подорожчання газу для побутових споживачів могло виявитися значно більшим, якби не адміністративні заходи Уряду, який практично заморозив ціну до кінця опалювального сезону на рівні 6,99 грн. за кубометр. Однак у подальшому існують високі ризики стрімкого підвищення вартості газу для населення, що пов'язано з поверненням до ринкових механізмів ціноутворення на цьому ринку. Форвардні ціни на газ на хабі TTF вказують на очікування, що ціни в Європі залишаться високими протягом найближчих двох років. Крім того, прогнозоване відновлення світової промисловості у 2021 році не дасть цінам суттєво просісти в середині року, коли зазвичай нижчий попит викликає корекцію у цінах на газ. Отже, за нашими оцінками, у разі відсутності нових механізмів для стримування подорожчання газу для населення, у короткостроковому періоді існує потенціал до інфляції газу до 50% (рис. 21).

У 2020 році відбувся сплеск попиту на окремі товари та послуги медичного призначення. Крім того, через підвищені ризики оплата праці працівників сектору охорони здоров'я зросла найбільше в економіці (за 2020 рік – на 54%). Як наслідок ціни на послуги та товари цього сектору станом на січень 2021 року зросли на 8.2% у річному вимірі.

Перегляд структури споживання на персональному рівні, викликані особистою обережністю і карантинними обмеженнями, зумовили різке падіння попиту на послуги. Бізнес сфери послуг опинився в ситуації, коли попиту недостатньо навіть для покриття постійних витрат, що змушувало

Рис. 19. Вагова структура споживчого кошика для розрахунку інфляції на початку 2020 та 2021 років*



*вказано вагову структуру станом на січень 2020 року та січень 2021 року

Рис. 20. Річна зміна цін на окремі товарні групи у січні 2021 року

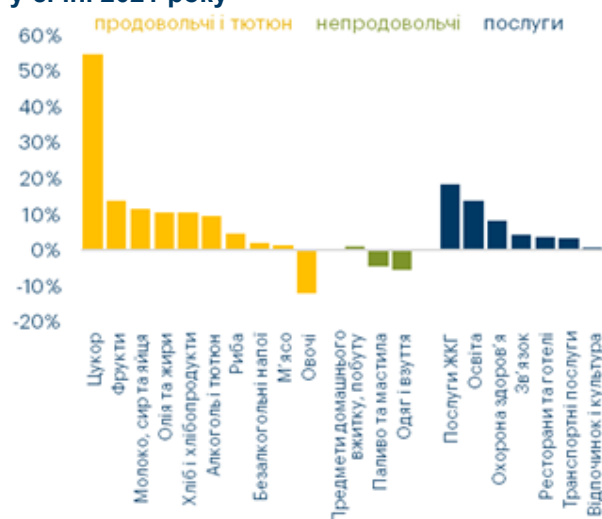


Рис. 21. Індекси цін на природний газ на європейській біржі та в Україні (01.2020=100)



піднімати ціни. Готельно-ресторанний бізнес був практично єдиним напрямом, який виходив зі скрутної ситуації й через зниження оплати праці.

В нових умовах життя домогосподарства менше витрачали на одяг та взуття, тому продавці таких товарів змушені були поступатися в ціні для приваблення клієнтів – сезонно скоригований індекс вартості одягу та взуття майже невпинно рухався вниз, а здешевлення у річному вимірі становило 5.7%. Якщо допустити швидку та успішну вакцинацію у 2021 році, то населення може повернутися до звичайної споживчої поведінки, що означає відновлення попиту та цін на предмети одягу і взуття.

У регіональному розрізі найвищою була інфляція на Луганщині, Херсонщині та Черкащині (рис. 23). Найнижчими темпами зростали ціни на Вінниччині, Тернопільщині, Житомирщині. Регіональні відмінності в інфляції здебільшого пояснювалися динамікою цін на фрукти та овочі.

Джерело: розрахунки КШЕ на основі даних ДССУ та Powernext

Рис. 22. Сезонно скориговані індекси цін, 01.2020=100

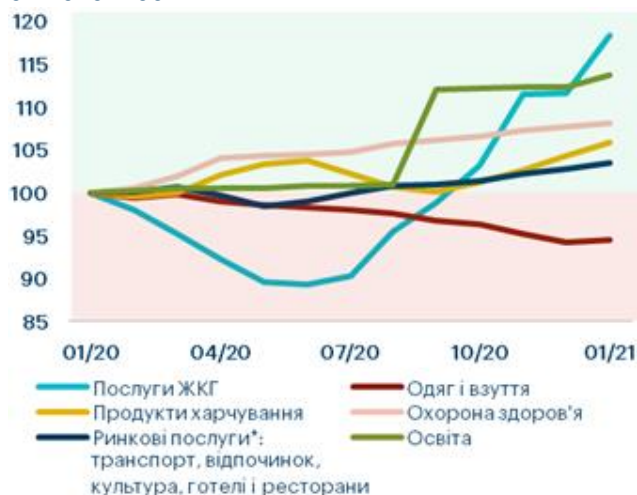
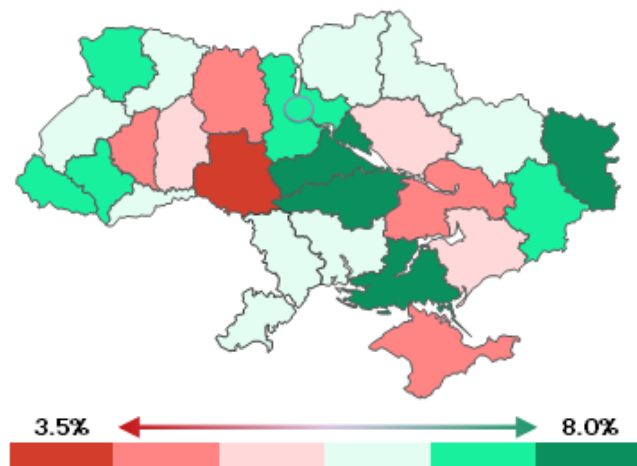


Рис. 23. Теплова карта: річна споживча інфляція у різних регіонах (станом на січень)

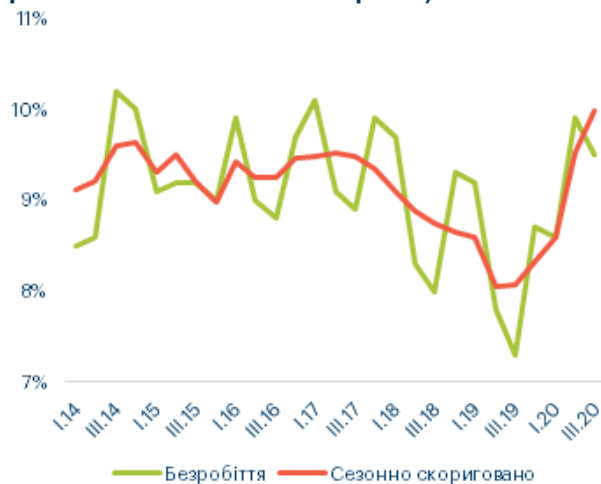


Ринок праці

Падіння загальної економічної активності, періодичні карантинні обмеження призвели до зростання рівня безробіття до 10% (станом на 3-й квартал 2020 року, сезонно скоригований показник).

Число безробітних (сезонно скориговане) зросло навіть у 3-му кварталі, коли економіка відновлювалася, а отже деякі роботодавці звільняли працівників на фоні невіправданих очікувань швидкої та повної корекції в попиті на їх продукцію та послуги. І знову таки мала місце пасивність самих безробітних, які не поспішали з пошуком роботи на фоні незатухаючої пандемії.

Рис. 24. Рівень безробіття за МОП (у % до робочої сили віком 15–70 років)



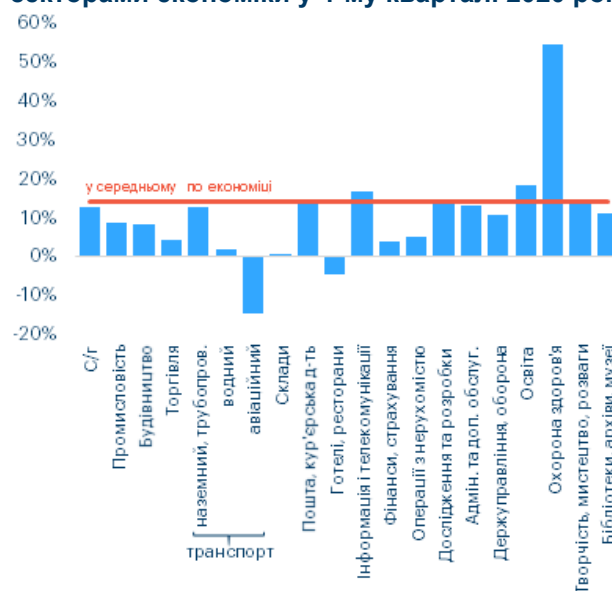
Особливістю кризи 2020 року стало одночасне вивільнення робочої сили та зростання рівня заробітних плат. Безумовно, свій внесок зумовило підвищення розміру мінімальної заробітної плати Урядом, яке відбувалося двічі протягом року та в цілому становило 20% (на початку 2021 року мінімальну заробітну плату було підвищено ще на 20%). Крім заробітної плати, слід відмітити зростання деяких інших доходів населення, зокрема, було посилено соціальний захист безробітних, пенсіонерів. Наприкінці року Уряд надав одноразову матеріальну допомогу в розмірі 8 тис. грн найманим працівникам, які втратили частину заробітної плати внаслідок запровадження карантинних обмежень. Також запроваджено доплати медичним працівникам за роботу з ліквідації COVID-19. Високі ризики для окремих категорій медичних працівників та зростаючий попит на медичні товари і послуги пояснювали найбільший приріст заробітних плат у секторі охорони здоров'я (рис. 26).

Специфічний вплив коронавірусної кризи пояснював динаміку заробітної плати і в інших секторах. Частина секторів змушена була призупиняти діяльність, а частина навіть нарощувала активність. Ризик захворіти при частих фізичних контактах могла бути причиною підвищення оплати праці в певних секторах послуг. З іншого боку роботодавці в секторі авіаційних перевезень та сфері готельно-ресторанного бізнесу були єдиними, хто вимушено знижував заробітну плату.

Рис. 25. Темпи зростання середньої заробітної плати



Рис. 26. Річна зміна заробітних плат за секторами економіки у 4-му кварталі 2020 року



Фіскальна політика

Минулий рік став одночасно часом випробувань й можливостей для фіскальної політики. Падіння економічної активності зменшило доходи бюджету, Уряд також збільшив видатки для стимулювання економіки, як наслідок дефіцит розширився до 5.3% ВВП.

Відповіддю на поширення коронавірусу в Україні стало створення спеціального коронавірусного фонду, що мав покривати очікувані великі витрати у сфері охорони

здоров'я. Як виявилось, потреба у фінансуванні медицини виявилася значно перебільшеною, кошти були перенаправлені на програми стимулювання економіки, зокрема, інфраструктурні проекти. Водночас, Уряд вдавався до програм підтримки бізнесу, таких як компенсація частини зарплат робітників у зв'язку з зупинкою діяльності підприємств, портфельні гарантії (державою покривалося до 80% кредиту), виплати для фізичних осіб-підприємців і безробітних та ін. Вказані заходи вимагали масштабних поточних видатків, які в цілому за підсумком 2020 року були на 17% вищими порівняно з попереднім роком.

Капітальні видатки були перерозподілені на проекти розвитку інфраструктури, у цілому зросли менше порівняно з поточними (на 8%), а більшою частиною стали рекордні витрати на оновлення доріг та штучних споруд.

Падіння економіки знижувало окремі податкові надходження, проте помірна девальвація гривні та ефективніше адміністрування податкових зборів дали можливість компенсувати втрати. Як результат, доходи зведеного бюджету зросли на 7%.

Дефіцит збільшився із 81 млрд. грн в 2019 році до 217 млрд. грн в 2020 році. По відношенню до ВВП зростання було також значним – з 2% до 5.3% відповідно. Масштаб коронавірусної кризи та боротьби з нею відображає показник первинного сальдо, що за останні роки змінився з профіциту на значний дефіцит (рис. 29).

Високий дефіцит відповідно зумовив нарощування державного боргу – його рівень, включно з гарантованим, зріс у кінці 2020 року до майже 63% відносно ВВП, за вирахуванням гарантованого – становив 56.8%.

З огляду на прийнятий Закон "Про Державний бюджет України на 2021 рік" пріоритети бюджетної політики в поточному році не зазнали істотних змін порівняно з минулим роком. Коронавірус продовжує поширюватися, єдиним способом його

Рис. 27. Видатки зведеного бюджету України за економічною класифікацією, млрд. грн



Рис. 28. Доходи зведеного бюджету України за окремими статтями, млрд. грн

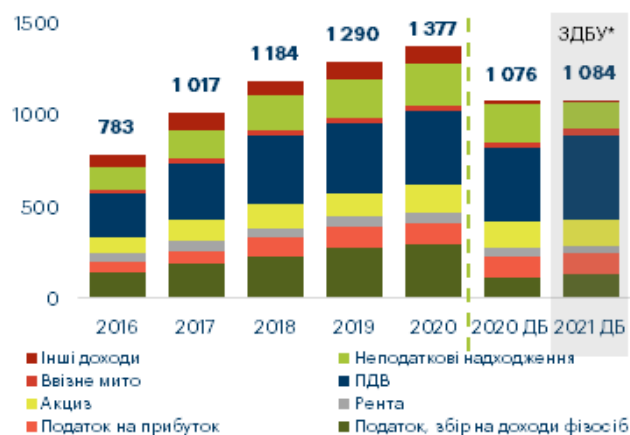


Рис. 29. Сальдо зведеного бюджету України



зупинити є вакцинація, що вимагає значних видатків на закупівлю вакцин, як і на охорону здоров'я у цілому. Передбачається, що видатки на медицину зростуть на 36,8% порівняно з 2020 роком. Все ще актуальними залишаються заходи підтримки вразливих до поточної кризи сфер економіки. Практично незмінними будуть видатки на триваючу програму розбудови дорожньої інфраструктури.

Монетарна політика

Притік іноземної валюти (частково внаслідок державних зовнішніх запозичень) та розширення внутрішнього кредиту Уряду прискорило збільшення випуску гривні в обіг. Так, за станом на січень 2021 року обсяг готівки в обігу був на 39% вищою, ніж рік тому. Грошова маса у широкому вимірі (М3) збільшилася на 25% у річному вимірі. У цьому вбачається інфляційний ризик, але виплата зовнішнього боргу у 2021 року має частково звузити грошову масу.

Зростання грошових агрегатів цілком узгоджувалося зі переключенням монетарної політики НБУ (у формі облікової ставки) від жорсткої у 2019 до стимулюючої у 2020. Протягом кількох місяців (з грудня 2019 до червня 2020 року) базова ставка була знижена з 13,5% річних до 6,0% річних – й на такому рівні вона зберігалася з середини 2020 року. Низька інфляція також зміцнювала впевненість у необхідності зниження ставки. Тим не менше, кредитні ставки банків практично не реагували на зміну політики, водночас депозитні ставки опустилися значно нижче рівня облікової ставки, відображаючи зростання ризиків

Рис. 30. Монетарні агрегати, % річна зміна

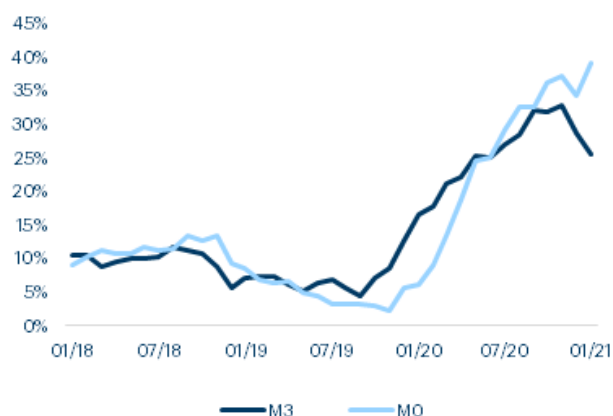


Рис. 31. Відсоткові ставки за новими кредитами, наданими секторам економіки



кредитування та більші відрахування у резерви на покриття ризиків та втрат позик минулих періодів. Так, ставки за кредитами для населення опустилися лише до рівня близько 30% річних, водночас більш чутливими до монетарного пом'якшення були ставки для бізнесу – вони опустилися до рівня близько 9% річних.

У 2020 році гривня знецінилася відносно долара США та євро після значного укріплення у 2019, що також було узгодженим з помякшенням монетарної політики. На початок 2021 року порівняно з початком 2020-го гривня девальвувала відносно долара США на 17%. Знецінення останнього зумовило також більшу девальвацію гривні відносно євро - на 28%. Дозволяючи курсу рухатися гнучко, НБУ досить помірно втручався на валютному ринку, крім березня минулого року, коли панічні настрої погрожували перетворитися у надмірну девальвацію. За нашими оцінками, знецінення 2020 року повернуло реальний ефективний обмінний курс гривні до рівноважного значення.

Менші кредитні ставки, тим не менше, не змогли стримати падіння попиту на кредити. Банківські позики бізнесу та населенню в кінці 2020 року знижувалися однаковими темпами – близько 3%.

В умовах невизначеності щодо майбутнього учасники економіки збільшили схильність до заощадження. Усі сектори, за винятком сектору загальнодержавного управління, наростили свої депозити на банківських рахунках. Наприкінці 2020 року корпоративні депозити та депозити населення були приблизно на чверть вищими минулорічного рівня. Відчутно зросли депозити фізичних осіб-підприємців (на 64%), що пояснюється, в тому числі, зростаючою кількістю таких підприємців.

Рис. 32. Курси гривні до долара США та євро



Рис. 33. Обсяги банківських кредитів, наданих секторам економіки, млрд. грн

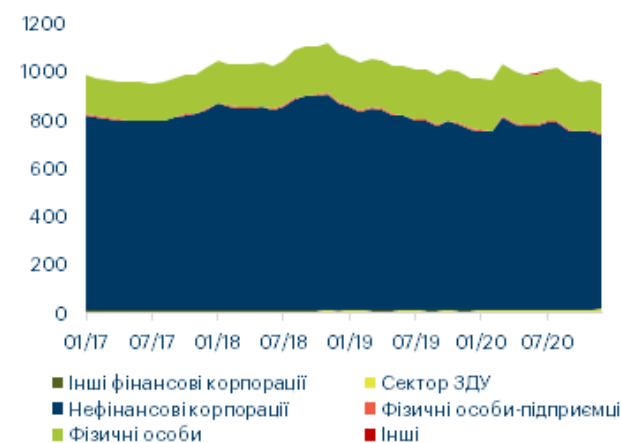
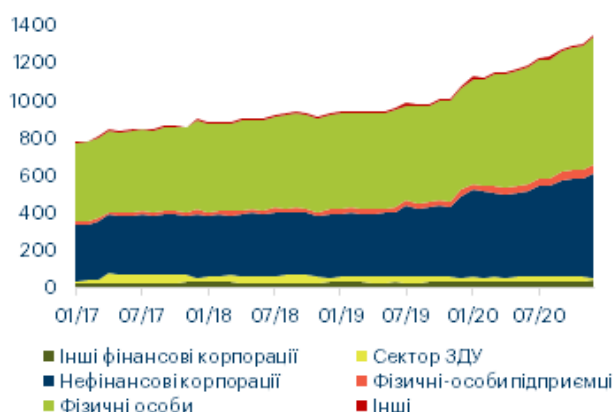


Рис. 34. Обсяги банківських депозитів, залучених у секторів економіки, млрд. грн



Платіжний баланс

Падіння внутрішнього попиту позитивно відобразилося на балансі товарів та послуг. Скорочення як споживчого так й інвестиційного імпорту зумовило зменшення негативного сальдо торгівлі

товарами, зокрема у другому кварталі 2020 року баланс звузився майже до нуля. Закриття кордонів призвело до зупинки туризму та відповідно до суттєвого покращення балансу послуг.

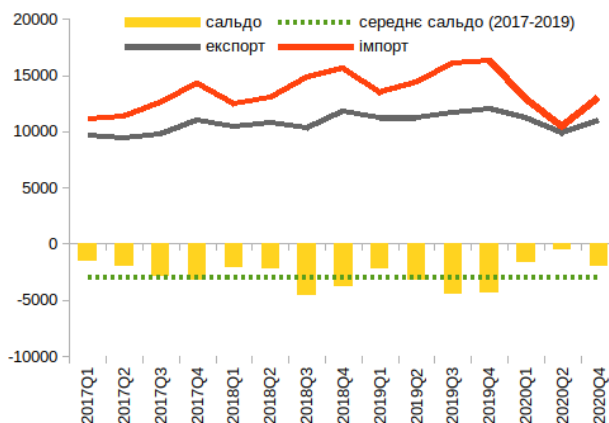
Скорочення виплат інвестицій сприяло покращенню сальдо первинного доходу, зважаючи на відносно сталі помірні розміри надходжень від оплати праці.

Високими, незважаючи на економічну кризу, залишалися також надходження від трудових мігрантів, що сприяло утриманню сальдо доходів на рівні не нижчому й за вдалі роки.

Виплата державних боргів в середині року зумовлювала розширення негативного внеску портфельних інвестицій. Сальдо прямих іноземні інвестиції в другій половині року було незначущим для сукупного балансу.

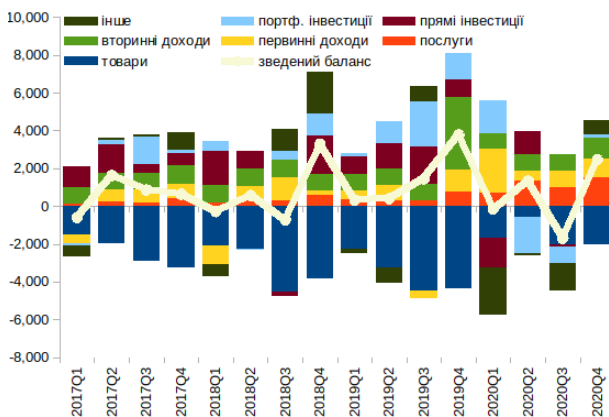
У цілому в 2020 році зовнішні потоки виявилися у профіциті, що сприяло зростанню міжнародних резервів НБУ. У кінці січні 2021 року вони становили 28.8 млрд. дол. США або ж (за даними НБУ) приблизно 4.7 місяці імпорту.

Рис. 35. Зовнішня торгівля товарами



Джерело даних: НБУ

Рис. 36. Внески до сальдо платіжного балансу



Джерело даних: НБУ

Прогноз на 2021-2023 роки

Консенсус зовнішніх прогнозів

Економічний розвиток: згідно з консенсусом, у 2021 році ВВП зросте на 4.2%. Відновлення зовнішнього попиту підтримує експорт, а фіскальні та монетарні стимули активізують приватне споживання.

Інфляція: зростання ІСЦ у 2021 році (у річному вимірі) очікується на рівні 7.7%. Підвищення соціальних стандартів та зростання цін на енергоносії – ключові ризики.

Курс гривні до долара США: 27.0 грн/дол (факт) та 28.5 грн/дол – середні курси у 2020 та 2021 відповідно. Ймовірне укріплення курсу у першій половині 2021 року на тлі покращення платіжного балансу,

Рис. 37. Прогнози зростання ВВП

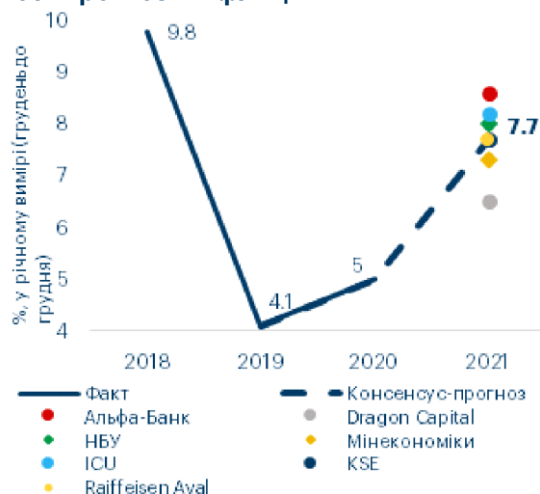


зміниться девальвацією у другій половині року.

Дефіцит зведеного бюджету: 4.8% ВВП у 2021 році через відновлення сталого зростання економіки та обмежені можливості для фінансування дефіциту.

Ставка рефінансування НБУ: зростання з 6.0% на кінець 2020 року до 7.5% на кінець 2021 року внаслідок посилення монетарної політики НБУ у відповідь на прискорення інфляції.

Рис. 38. Прогнози інфляції

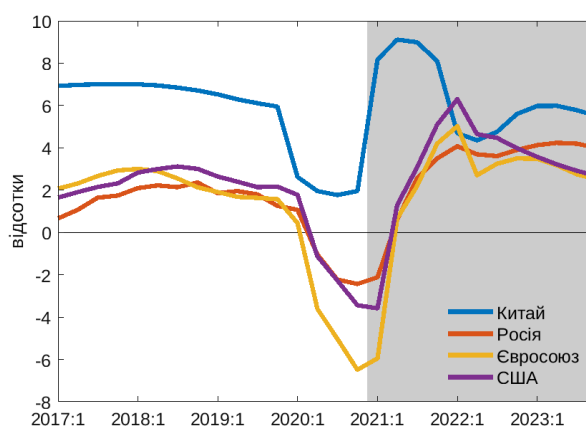


Припущення прогнозу КШЕ

Щедрі монетарні та фіскальні міри сприятимуть поверненню попиту в основних країнах-торгівельних партнерах до колишніх рівнів, однак затягування з вакцинацією гальмуватиме процес відновлення. Значна частина відновлення припаде на 2021 рік, починаючи з 2022 року темпи розвитку зменшаться.

Відновлення країн Європейського союзу буде найповільнішим та триватиме до трьох років, що в свою чергу стримуватиме економічне зростання й в Україні. У 2021 році ВВП Китаю, за даними МВФ, збільшиться на рекордні 8.2%, США - 5.1% (дані Conference Board), ЄС - на 5%.

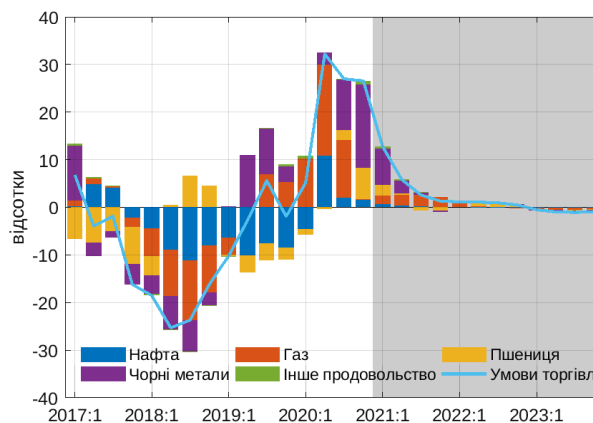
Рис. 39. Середньорічні темпи зміни ВВП країн-торгових партнерів



Джерело: модельна апроксимація даних МВФ, Єврокомісії та світових аналітичних центрів

Різке подорожчання металів та зернових з другої половини 2020 року з порівняно меншим зростанням ціни нафти формує сприятливі для України умови торгівлі у 2021 році. У подальшому вплив цін сировини буде незначущим.

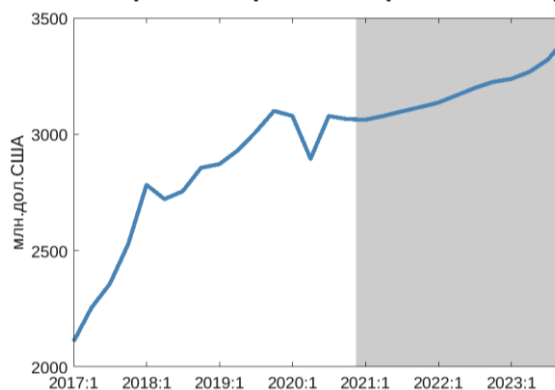
Рис. 40. Внески до індикатора умов торгівлі



Джерело: дані МВФ, власні розрахунки

Стимування трудової міграції до ЄС внаслідок карантину як і падіння ділової активності в ЄС, обмежуватиме подальше зростання переказів із-за кордону, які значно підтримували економіку в 2017-2019 рр. З врахуванням інфляції - у реальному вимірі - суми переказів в 2021 році незначно знизяться.

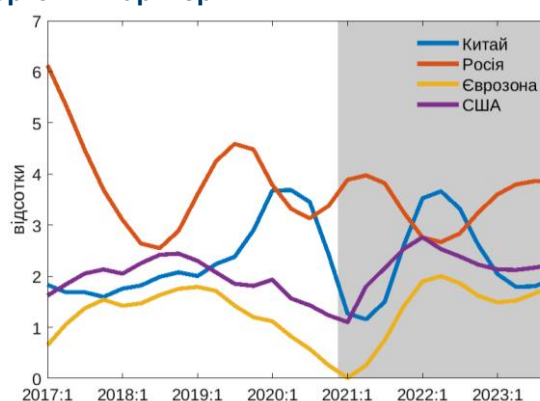
Рис. 41. Приватні грошові перекази до України



Джерело: історія - НБУ, прогноз - власні розрахунки

Очікується повернення звичної інфляції в США та Єврозоні та прискорення зростання цін у Китаї наприкінці 2021. Це та знецінення долара США до світових валют у 2021 році стимулюватиме прискорення зовнішньої інфляції для України, що також зростатиме за рахунок вищих цін на імпорتنі енергоносії.

Рис. 42. Середньорічні темпи інфляції країн-торгових партнерів

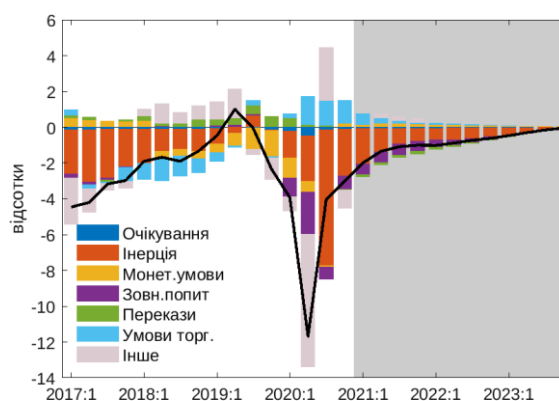


Джерело: модельна апроксимація даних МВФ, Єврокомісії та світових аналітичних центрів

Базовий сценарій

Економічна активність. Покращення умов торгівлі у другій половині минулого року, відновлення після ковідного потрясіння й жорстких весняних локдаунів зовнішнього та внутрішнього попиту допомогло пом'якшити кризу – падіння ВВП у 2020-му зменшилося до 4% порівняно з консенсус-прогнозом у 5% ще наприкінці року. Позитивно сприяли зростанню й монетарні умови, характер яких з третього кварталу 2020 змінився на м'який, однак вони відігравали другорядну роль. Відносно нейтральною виявилася допомога у вигляді переказів в Україну, що радше є приємним сюрпризом з огляду на значне падіння економіки Євросоюзу.

Рис. 43. Фактори економічного циклу (відхилення ВВП від тренду) в Україні



Джерело: власні розрахунки

Поступовий вихід світу з коронавірусної кризи та внутрішні фіскальні стимули (заплановано дефіцит у розмірі 5.5% ВВП) допоможуть поживленню економічної активності, таким чином у 2021 році ВВП

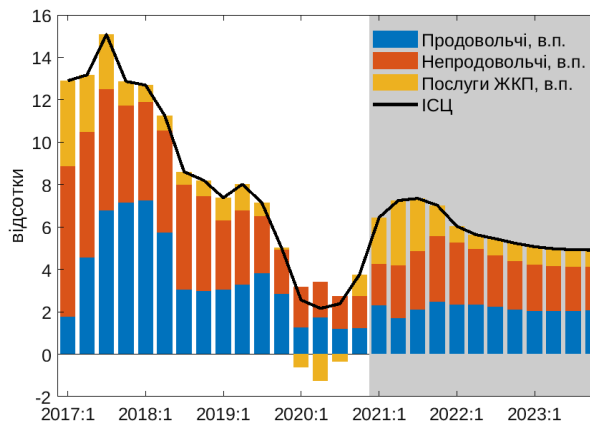
зросте на 4.7%. Утім, зростання буде приглушеним внаслідок значного падіння інвестицій в 2020 році та відповідно, падіння потенційних можливостей української економіки.

Повільне відновлення європейських країн буде стримувати розвиток економіки у 2022 році, відповідно ВВП зросте лише на 2.7%, але довгострокові ефекти від інфраструктурних проектів та сильніший притік іноземних інвестицій сприятимуть прискоренню зростання у 2023 році до 3.7%.

Інфляція. Вищий попит на продовольство у світі та регіональна нестача у пропозиції окремих продовольчих товарів обумовить вищі порівняно з 2020 роком ціни харчових продуктів. Відміна пільгового тарифу на електроенергію та відміна обмеження ціни на газ з другого кварталу означатиме більший внесок цін послуг ЖКГ. Вказані шоки пропозиції матимуть тимчасовий характер, але стимулюватимуть інфляцію, яка в 2021 зросте до 7.7%. В наступні роки інфляція залишатиметься близькою до рівня у 5% (цільового рівня НБУ) як результат помірного передбачуваного зростання енергоносіїв та невисоку девальвацію обмінного курсу.

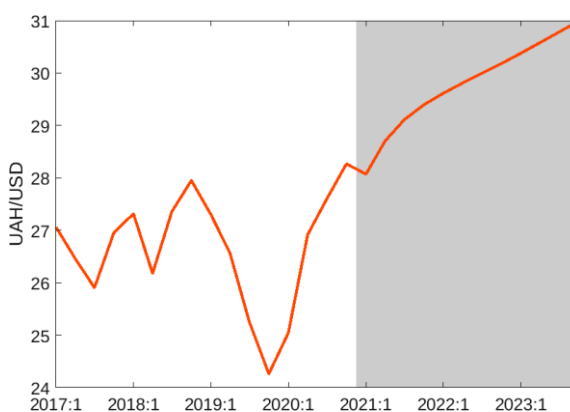
Обмінний курс. Зростання світового попиту на продовольство та обмеження пропозиції у маркетинговому 2020/2021 році внаслідок посушливих умов, сприяє прискоренню темпів українського експорту. Попит на метали також виявився незвично високим. Інша складова торгівлі, імпорт, у 2020 році значно впав, й відновлюватиметься повільно. Як наслідок, торговий баланс звужується до нетипових для України значень. Тому навіть звичний притік капіталу сприятиме невеликому укріпленню у першому кварталі 2020. Сильніше відновлення імпорту та помірніший експорт у другій половині року переверне поведінку курсу на помірну девальвацію. У кінці 2021 року курс гривні до долара становитиме

Рис. 44. Внески до споживчої інфляції



Джерело: дані ДССУ, власні розрахунки

Рис. 45. Обмінний курс, грн./дол.США

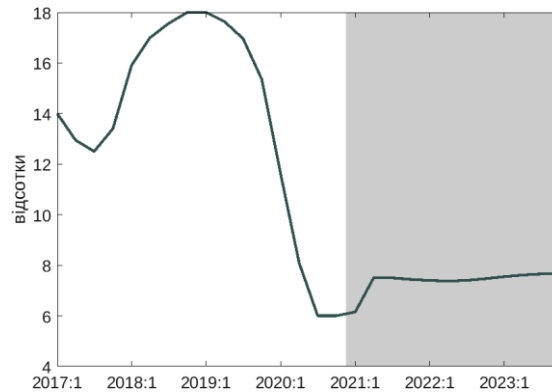


Джерело: дані НБУ, власні розрахунки

28.9 грн. за дол. США, після чого щорічно знецінюватиметься темпами не вищими за 4%. Поточний сценарій прогнозу передбачає відсутність значного тиску на курс, пов'язаного з обслуговуванням зовнішнього боргу, що цілком ймовірно з огляду на накопичені на початок 2021 року золотовалютні резерви (приблизно 29 млрд. дол. США). Але оскільки долар США продовжить девальвувати по відношенню до основних світових валют, це пропорційно буде знецінювати й гривню.

Процентна ставка монетарної політики. Короткостроковість інфляційного шоку у 2021 році та відсутність суттєвих проінфляційних факторів означатиме можливість для НБУ поступового помірною збільшення процентної ставки до нейтрального рівня, створюючи невеликий, але додатній внесок у економічне відновлення.

Рис. 46. Облікова ставка НБУ



Джерело: дані НБУ, власні розрахунки

Сценарій посилення притоку зовнішніх інвестицій

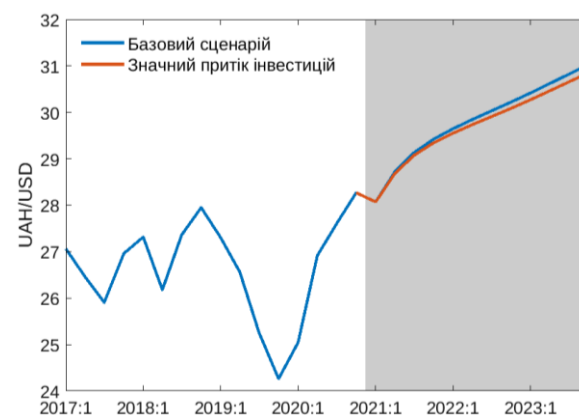
Даний сценарій передбачає надходження додатково до 3 млрд. дол. США щорічно, розподілених рівномірно (по 1 млрд) між сільським господарством, промисловістю та сектором інформаційних технологій. Ідея сценарію полягає у зростанні потенційного ВВП (новий продуктивніший капітал). Порівняно з базовим сценарієм додаткове зростання ВВП сягне 0.3 в.п. у 2021 році, 0.6 в.п. у 2020 році та 1.0 в.п. у 2023 році.

Притік інвестицій сприятиме повільнішому знеціненню гривні, відповідно номінальний обмінний курс наприкінці 2023 року буде міцнішим, але порівняно незначно (0.3%). Ефекти для інфляції та відсоткових ставок будуть практично непомітними.

Рис. 47. Зростання ВВП



Рис. 48. Обмінний курс



Сценарій дорожчої енергії

Сценарій передбачає подорожчання нафти та газу на 10% з другої половини 2021 року. Це, через умови торгівлі та енергетичну складову в інфляції зумовлює уповільнення економічної активності. Темпи ВВП будуть меншими у 2021 році на 0.1 в.п., у 2022 - на 0.4 в.п., зате у 2023 році за рахунок швидкого відновлення після шоку - вищими на 0.1 в.п.

Подорожчання нафти та газу призведе до суттєвого збільшення інфляції порівняно з базовим сценарієм - на 1.7 в.п. у 2021 році, але до 2023 року темпи інфляції зрівняються.

Вища інфляція зумовлюватиме необхідність додаткового знецінення номінального обмінного курсу, як наслідок наприкінці 2023 року гривня буде дешевшою на 2% (31.5 грн за дол США порівняно з 31 грн за дол США базового сценарію).

Рис. 49. Зміна ВВП

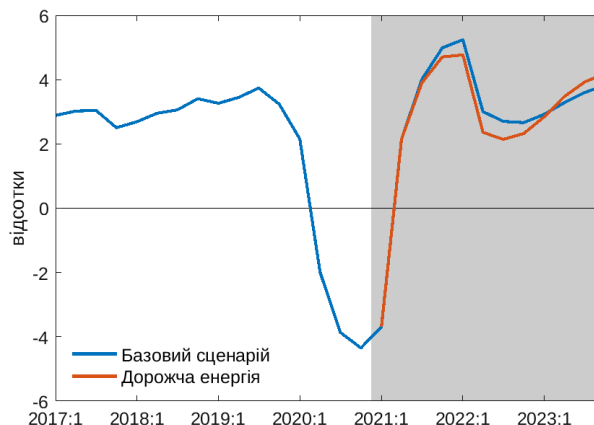


Рис. 50. Інфляція

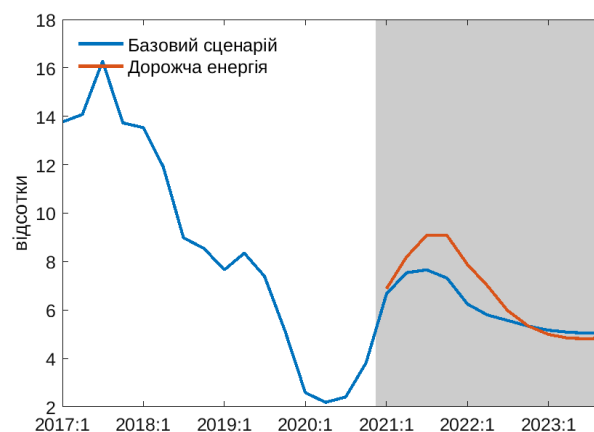


Рис. 51. Обмінний курс



Сценарій “без МВФ”

Сценарій передбачає пряму відмову МВФ (на відміну від затягування з подальшими етапами програми) від співпраці, що призведе до збільшення премії за ризик. Це збільшує девальвацію та процентні ставки, зменшує приток іноземних інвестицій. Темпи ВВП будуть меншими у 2021 році на 0.4 в.п., у 2022 - на 0.3 в.п., у 2023 році на 0.3 в.п.

Інфляція буде вищою на 0.5 в.п. у 2021, але нижчий споживчий попит зумовить нижчу інфляцію в 2022 та 2023 - на 0.2 в.п.

Додаткове знецінення номінального обмінного курсу становитиме за три роки 0.7 грн. (або ж на кінець 2023 року курс буде 31.7 грн за дол США порівняно з 31.0 грн за дол США базового сценарію).

Рис. 52. Зміна ВВП

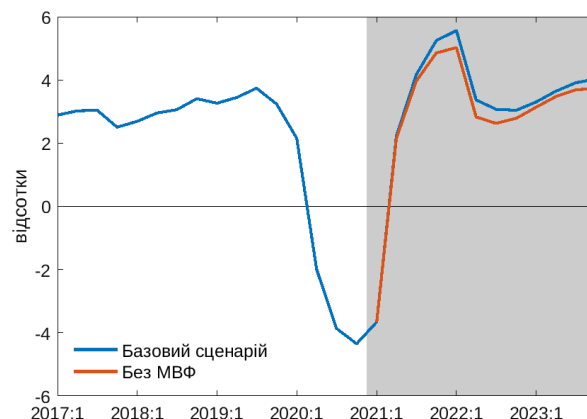


Рис. 53. Інфляція

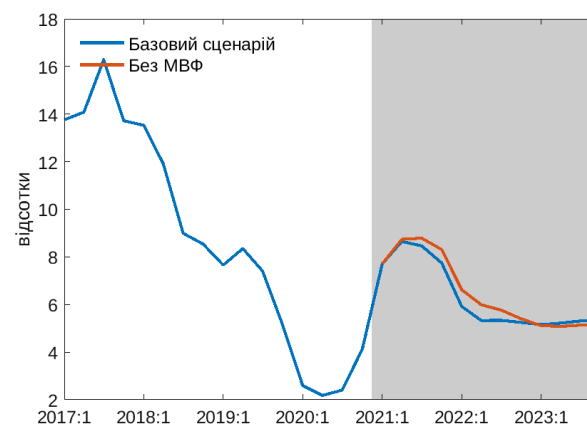


Рис. 54. Обмінний курс

