

# Макроекономічний прогноз

липень 2021

# Зміст

<b>Резюме</b>	<b>3</b>
<b>Підсумки 2020 року</b>	<b>5</b>
Економічна активність	5
Інфляція	10
Ринок праці	13
Фіскальна політика	14
Монетарна політика	16
Платіжний баланс	17
<b>Прогноз на 2021-2023 роки</b>	<b>18</b>
Консенсус зовнішніх прогнозів	18
Припущення прогнозу КШЕ	19
Базовий сценарій	20
Сценарій посилення притоку зовнішніх інвестицій	22
Сценарій дорогої енергії	23

## Резюме

*Завершення пандемії відкладається до кінця 2022 року, що змінило очікуваний профіль розвитку економіки порівняно з попереднім прогнозом. Наразі ми оцінюємо зростання ВВП у 2021 році в 3.6% та 4.4% у 2022 році (4.7% та 2.7% у попередньому прогнозі). Низький інтерес до України з боку інвесторів з огляду на повільне покращення інституційного середовища, надмірну роль держави та ризик геополітичного конфлікту залишатиме середньострокове зростання на помірному рівні в 3.5%<sup>1</sup>. Економіка швидко переживе фазу різкого подорожчання продовольчих та енергетичних товарів: з 8.7% на кінець цього року інфляція знизиться до рівня 5% вже в середині 2022 року — частково внаслідок корекції світових цін, а також завдяки стримуючій монетарній політиці НБУ. Гривня знецінюватиметься помірно, ми очікуємо досягнення рівня у 30 грн за дол США лише наприкінці 2023 року (близько 3% знецінення щороку). Фіскальна політика буде спрямована на консолідацію й податковий тиск переважатиме стимули від збільшення соціальних видатків та витрат на інфраструктуру.*

**Світ.** У липні ми спостерігаємо наростання чергової, четвертої хвилі коронавірусу, викликаної штамом Дельта. Його підвищена заразність змушує більшість країн лише поступово позбавлятися від попередньо встановлених обмежень, а й інколи повертати жорсткі міри (яскравий приклад — Австралія). Обнадійливими є високі темпи вакцинації в розвинених країнах протягом останніх кількох місяців та їх очевидний вплив на зниження частки госпіталізацій. Останнє зменшує навантаження на систему охорони здоров'я та наголошує на важливості вакцинації як запоруки для виходу з пандемії. Якщо в попередньому прогнозі ми очікували, що основний цикл виходу з пандемії завершиться до кінця 2021 року, то зараз стає очевидним відкладення таких подій до кінця 2022 року, що також є обережним оптимізмом.

В порівняно гарному становищі, завдяки попереднім монетарним та фіскальним стимулам, знаходиться економіка США. Прогноз зростання американського ВВП переглянуто окремими прогнозистами в сторону підвищення, зокрема значно покращилася оцінка МВФ — від 3.1% у жовтневому прогнозі 2020 року до 7.0% у липневому оновленні весняного огляду 2021 року. Відчуття наближення економіки до потенційного рівня та підвищений рівень інфляції зумовили зміну риторики Федерального резерву, який у липні цього року вперше заявив про високу ймовірність скорочення програми кількісного пом'якшення. Але, як зазначають більшість аналітиків, нарощування боргу під час кризи створило складну ситуацію, за якої швидке підняття процентних ставок призведе до чергової кризи, тому очікується, що фактичне підвищення процентних ставок ФРС станеться не раніше початку 2022 року. В Єврозоні кількісне пом'якшення триватиме щонайменше до середини 2022 року, оскільки повернення більшості економіки до потенційного рівня буде досить повільним. Фіскальне стимулювання скорочуватиметься набагато швидше, цілком ймовірно вже до кінця цього року. За нашими оцінками на основі даних ЄЦБ та інших міжнародних фінансових організацій, темпи зростання економіки країн ЄС будуть невисокими, що означає можливість виходу з рецесії не раніше кінця 2023 року.

Експансійна політика провідних країн світу та відповідне зростання попиту продовжує

---

<sup>1</sup>Вплив факторів до темпів потенційного зростання оцінено за допомогою обчислюваної моделі загальної рівноваги (CGE), у цілому прогноз базується на напівструктурній динамічній моделі загальної рівноваги (QPM)

позначатися на цінах сировини, пропозиція змінюється повільно, а тому високими залишаються ціни металів та продовольства. Ціни на енергоносії, зокрема нафту, стабілізувалися після попереднього сильного зростання завдяки заявам ОПЕК про збільшення видобутку.

**Економічне зростання України.** Симетрично до відкладеного виходу з пандемії світової економіки, поводитиметься й економіка України. Бізнес та люди пристосувалися до життя при обмеженнях та ризику захворіти. Це сприяє відновленню приватного споживання, що поки що було основним драйвером зростання. Значно прискорились темпи вакцинації завдяки надходженню великої кількості вакцин та інтенсифікації зусиль Міністерства охорони здоров'я, але кількість вакцинованих досягне необхідного рівня лише в середині 2022 року. Підтримку економіці також виявляє продовження розвитку інфраструктури у рамках проекту “Велике будівництво”, хоча внесок його в 2021 році буде меншим порівняно з попереднім роком.

Після різкого прискорення відновлення наприкінці 2020 року, перший квартал виявився відверто невдалим для більшості промислових галузей, останні (червневі) дані щодо випуску свідчать про лише помірне відновлення й у другому кварталі. З іншого боку, очікується достатньо високий врожай, ціни металів також залишаються високими, що перевищує витрати від подорожчання енергоносіїв. Відповідно, експорт залишиться достатньо сильним. У той же час, відновлення туризму та споживчого попиту дещо підштовхне імпорту. Враховуючи вказані фактори, наша оцінка зростання ВВП у 2021 році була знижена з 4.7% до 3.6%.

Частина відновлення, як вже вказувалося, перенесеться на 2022 рік. Високий врожай 2021 року та сприятливі ціни на продовольство допоможуть зростанню, як і сильніше відновлення попиту на інші експортні товари. Вагомим фактором зростання, як і цього року, буде приватне споживання. Охолоджуючим фактором для економіки стане зниження транзиту російського газу через введення Nord Stream 2, стримуюча монетарна та фіскальна політики. Відповідно, економіка зросте на 4.4%.

У 2023 році, темпи зростання сповільняться до 3.5% з огляду на завершення циклу відновлення, подальшу консолідацію фіскальної політики та помірні потенційні темпи зростання, з огляду на очікування щодо лише невеликого пожвавлення інвесторів.

**Інфляція та обмінний курс.** Утримання цін продовольства на високому рівні, попри гарний врожай в Україні, але за невисокого врожаю в окремих важливих для світових ринків країнах, применшить очікуване в попередньому прогнозі охолодження продовольчої інфляції. Зростання вартості енергоносіїв незначно відхиляється від раніше прогнозованої траєкторії, як і попит зростає порівняно помірно. Національний банк суттєво переглянув оцінку інфляції й наразі вбачає, що інфляція до кінця року залишиться такою ж високою як і у червні та липні — 9.6%. Занепокоєння передбачуваним посиленням інфляційного тиску стало причиною нещодавнього підняття ставки до 8% з 7.5% та прогноз збільшення до 8.5% до кінця 2021 року. Важливим фактором даного часу стає сильніша реакція обмінного курсу на шок ставки політики, відповідно укріплення курсу від поточного підняття ставки, за нашими оцінками, допоможе стримати інфляцію. Тому, хоча ми переглянули прогноз на 2021 рік в сторону підвищення — з 7.7% до 8.7%, за нашими оцінками, утримання ставки на попередньому рівні було би сумісним з інфляцією на рівні 9.5%. На 2022 та 2023 роки очікується зниження інфляції до цільового рівня — 4.3% наприкінці 2022 року та 5.2% у 2023 році.

**Галузі економіки.** Високі ціни на продовольство та очікуваний високий врожай підвищать

випуск у сільському господарстві. Вкрай важливим сприятливим чинником стало введення в дію земельної реформи, що посилить інвестиції та продуктивність вже в 2022-2023 роках. Сприятливі ціни на метали допомагають зростанню металургії, однак це триватиме лише до кінця 2021 року, ми очікуємо корекцію ринку у подальшому та зниження цін на метали й залізну руду. Вакцинація та поступова відміна обмежень сприятимуть поверненню колишньої активності транспортної галузі, туризму та інших видів діяльності сфери послуг. Слабка інвестиційна активність у минулому та цьому році в промисловості применшить потенціал машинобудування.

**Ринок праці.** В 2021 році ситуація на ринку праці залишатиметься незвичною — за рахунок зниження працездатного населення та надто повільного повернення безробітних до ринку, частка безробіття буде високою, на рівні 2020 року, періоду максимального розгортання коронавірусної кризи. Демонстрацією такого явища стали дані першого кварталу. Частково тренд зниження потенційної робочої сили зумовлений демографічними наслідками 90-х, але важливим фактором є й продовження трудової міграції до ЄС. Ініціатива Уряду по підвищенню мінімальної заробітної плати допомагає слабко у боротьбі з трудовою еміграцією принаймні з огляду на два фактори: орієнтири доходу трудових мігрантів в кілька разів вищі за мінімальну заробітну плату, з іншого боку підвищення мінімальної заробітної плати часто лише зменшує частку “сірої зарплати”, однак сукупна заробітна плата залишається незмінною.

**Фіскальна політика.** Фіскальна політика створює двояке враження. З одного боку, видатки зростають високими темпами для більшості напрямів, що поза видатками на обслуговування державного боргу та боротьбу з коронавірусом (формально - охорону здоров'я), у цілому є стимулюванням, не забуваємо й про підтримку інфраструктурних проектів. В той же час соціальні видатки в першій половині року в реальному вимірі навіть знизилися. Але важливо, що одночасно податковий тиск через зміну рівня податків, принципів оподаткування та фіскальної дисципліни посилюється. Тобто риторика від допомоги бізнесу та людям вже за кілька місяців змінилася на суворе відношення до всіх, хоча криза далека від завершення.

У підсумку, фіскальна політика ужорсточується, тому цілком ймовірно, що закладений у 5.5% дефіцит бюджету в 2021 році наприкінці року виявиться меншим унаслідок вищих доходів та незначного недовиконання видатків. Стратегія подальшої консолідації державних фінансів реалізуватиметься в першу чергу за рахунок підвищення сукупного рівня податків. Очікується, що дефіцит бюджету в 2022 році та 2023 році становитиме 3.0% ВВП.

**Платіжний баланс та співпраця з МВФ.** Експорт товарів наприкінці року та початку наступного завдяки гарному врожаю та сприятливим цінам на метали залишиться на високому рівні, експорт послуг знизиться з огляду на зниження потреби у транспортуванні російського газу. Імпорт товарів та послуг відновлюватиметься із-за зростання споживчого попиту та поступового збільшення доступності туризму. До кінця цього року збережеться тенденція до чистого відтоку капіталу. Як і в попередньому прогнозі, ми оцінюємо як слабку ймовірність відновлення програми з МВФ. З іншої сторони, обсяг міжнародних резервів хоча й знизиться, але буде достатнім у термінах критерію імпорту та дозволить уникнути особливих коливань курсу при пікових виплатах боргів.

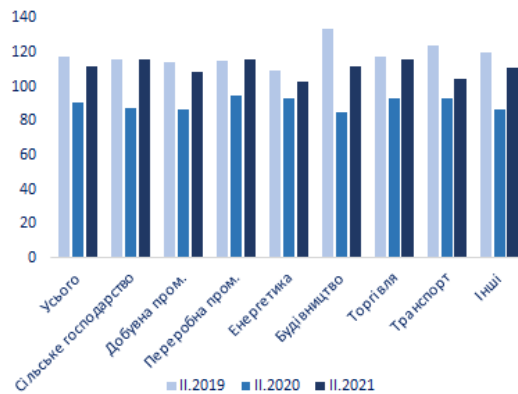
## Економічна активність

У першому півріччі 2021 року показники економіки не виправдали очікувань експертів КШЕ та інших прогнозистів - вони передбачали, що поява дієвих вакцин та щодалі менша вразливість економіки до локдаунів стануть передумови для стійкого відновлення. Однак уже в першому кварталі реальний ВВП неочікувано скоротився порівняно з попереднім кварталом (на 1.2% сезонно скориговано). У другому кварталі економіка дещо пожвавилася, однак кардинальних зрушень не відбулося, на що вказують слабкі показники випуску виробничих секторів економіки - промисловості та будівництва.

Проте така посередня динаміка виробничих секторів йде у розріз із позитивними очікуваннями бізнесу - за опитуваннями НБУ вони досягли максимуму за останні сім кварталів. Ймовірно, настрої бізнесу підігриваються не так реальними показниками випуску, як поліпшенням фінансових результатів, зокрема завдяки сприятливій ціновій кон'юктурі для експортерів. Прибутки підприємств вперше за багато років потіснили оплату праці найманих працівників у структурі ВВП (див. рис 2). Оптимізму учасникам економіки додавала також вакцинація в Україні, яка нарешті набирала обертів у середині року. Крім того, здебільшого втішною була погодна ситуація для аграріїв. А отже, бізнес та експерти-аналітики входять у друге півріччя з явно позитивними прогнозами, сприймаючи перше півріччя, як тимчасову затримку з відновленням.

Рис. 3 відображає динаміку секторів економіки у першому кварталі 2021 року. Лише п'ять секторів не зазнали втрат порівняно з докризовим 2019 роком. Ймовірно, у другому кварталі динаміка деяких секторів поліпшилася, проте місце

Рис. 1. Індекси ділових очікувань підприємств секторів економіки



Джерело даних: опитування НБУ

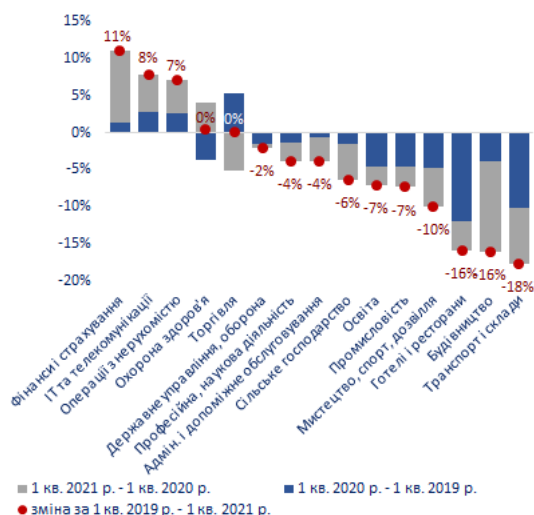
Рис. 2. Структура ВВП України за категоріями доходу



Джерело даних: Держслужба статистики

Рис. 3. Зміна ВДВ секторів економіки за останні два роки та внески окремих періодів

секторів у ранжирі практично не змінилося. Примітно, що позитивні тенденції представлені виключно секторами послуг.



Джерело даних: Держслужба статистики

Фінансовий сектор успішно пройшов кризу, особливістю якої був не звичний відтік ліквідності з банків, а, навпаки, зростаючі схильність населення та підприємств до заощаджень.

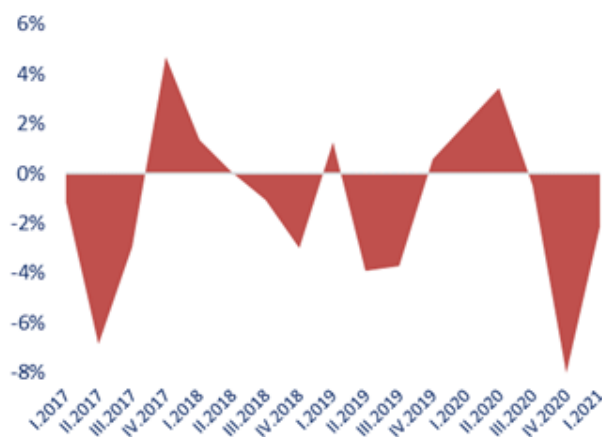
Сектор інформаційних технологій зазнав підвищеного попиту на фоні прискореної цифрової трансформації у світі. Станом на початок 2021 року частка валової доданої вартості сектору ІТ у ВВП збільшилася до 5.1% і тепер вона вже перевищує додану вартість сектору освіти. Сектор охорони здоров'я у зв'язку з епідеміологічною кризою отримував підвищене бюджетне фінансування. Крім того, спостерігався роздутий попит на певні послуги та товари медичного призначення. Сектор операцій з нерухомістю також наростив додану вартість, зокрема, завдяки підвищеному попиту населення на житло. Готельно-ресторанна діяльність та сектори організації дозвілля все ще знаходяться в глибокій кризі, проте мали б потенціал до істотного зростання, якби ризики епідемії були нівельовані. Структура ВВП економіки України продовжує змінюватися - збільшується вага секторів послуг з одночасним скороченням ваги виробничих секторів (та окремих залежних від них секторів послуг - транспорту, оптової торгівлі тощо).

Рис. 4. Динаміка роздрібної торгівлі



Джерело даних: Держслужба статистики

Рис. 5. Схильність населення до заощаджень\*



\*частка приросту нефінансових та фінансових (за винятком чистих позик) активів населення у наявному доході населення. Показник сезонно скориговано.

Джерело даних: Держслужба статистики

Загалом, споживчий попит дотримується найбільш стійкого тренду зростання і вже тривалий час залишається локомотивом зростання вітчизняної економіки. Дефіцитний ринок праці в умовах масштабної трудової міграції за кордон, а також регулярні ініціативи Уряду щодо підвищення мінімальної заробітної плати є основними факторами росту споживчого попиту. Крім того, на початку 2021 року домогосподарства продовжили витратити заощадження, накопичені в першому півріччі минулого року (див. рис. 5), коли в умовах невизначеності обмежувалося споживання. Як результат, роздрібний товарооборот продовжував зростати у сезонно скоригованому вимірі, однак відкладений попит уже реалізувався, оскільки темпи сповільнилися до рівня докризових (див. рис. 4).

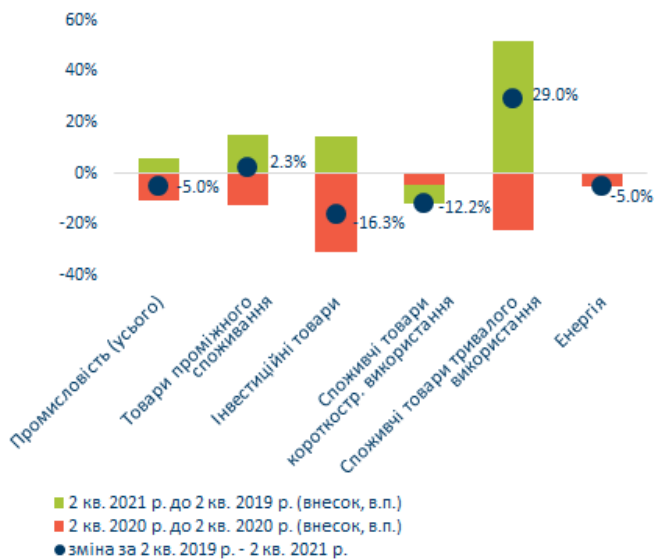
Виробничі сектори економіки та суміжні з ними сектори послуг все ще долають кризу. Не виправдовує очікувань промисловість - сукупні показники випуску є досить слабкими (див. рис. 6). Винятково позитивною є ситуація галузей, які виробляють споживчі товари тривалого використання (див. рис. 7) – завдяки збільшенню попиту населення вони значно наростили обсяги виробництва. З кінця минулого року збільшують обсяги випуску також галузі, які входять до гірничо-металургійного комплексу (металургія, добування руди та виробництво коксу). Ціни на металургійну продукцію у другому кварталі 2021 року сягнули нових багаторічних максимумів, що сформувало очікування відносно стійкої високої ціни на сталь до кінця цього року. Інші галузі промисловості здебільшого розвиваються кволо. Низький минулорічний врожай накладає відбиток на динаміку в харчовій галузі. При цьому, нижчі ціни європейських виробників (насамперед, на молочну продукцію) стимулюють імпорт харчових продуктів та посилюють тиск на вітчизняні підприємства. Пригніченою залишається ситуація в енергетиці та вугільній галузі

**Рис. 6. Промисловий випуск**



Джерело даних: Держслужба статистики

**Рис. 7. Зміна випуску промислових товарів за останні два роки та внески окремих періодів**



Джерело даних: Держслужба статистики

**Рис. 8. Індекс будівельної активності**



із-за надлишку доступних потужностей теплових та атомних генерацій. Крім того, гальмування темпів реконструкції доріг у цьому році позначилося на випуску кар'єрної та мінеральної продукції.

З початку року будівельна активність значно збавила темпи, що пояснюється динамікою у сегменті нежитлового будівництва. Наприклад, у травні обсяги будівництва інженерних споруд, скориговані на сезонний фактор, були майже на чверть нижчими середнього показника за минулий рік. Такий вид будівництва здебільшого представлений реконструкцією доріг, а отже досить корелює з державними видатками на відповідні цілі. Цього року бюджетом були заплановані чергові масштабні фінансування в рамках програми "Велике будівництво", однак через значне зростання собівартості виробництва (зокрема, нафтопродуктів, кар'єрної продукції, оплати праці тощо) обсяги відремонтованих доріг, вочевидь, відставатимуть від рекордно високих обсягів минулого року.

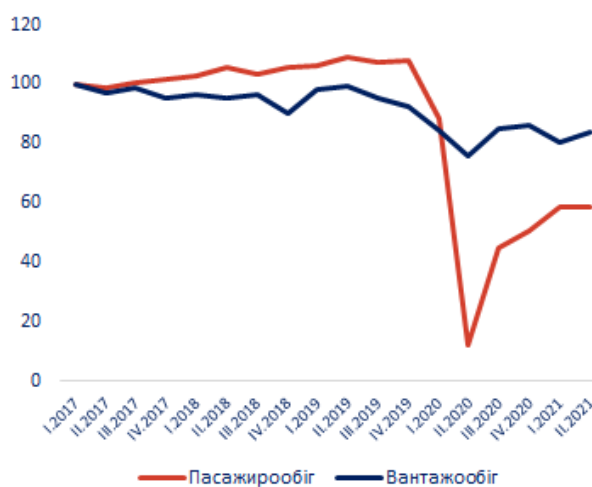
Вантажообіг демонструє синхронну динаміку з промисловим виробництвом та будівельною активністю. Галузь пасажирських перевезень, як найбільш вразлива до епідеміологічної кризи, у середині 2021 року залишалася у стані стагнації - обсяги пасажирообігу лише наблизилися до 60% від докризового рівня. За всіма видами транспорту перевезення пасажирів у травні було суттєво нижчим, ніж два роки тому. Частина населення уникає користування громадським транспортом задля обмеження ризику зараження. Крім того, свій внесок створює можливість віддаленої роботи, що утворилася протягом періоду епідеміологічної кризи.

У 2021 році суттєво посилилися кризові явища у тваринництві. Скоротилося поголів'я усіх тварин, за винятком свиней. Незважаючи на зниження врожаю у минулому році, Україна все ж



Джерело даних: Держслужба статистики

Рис. 9. Індеси пасажирообігу та вантажообігу (I.2017=100)

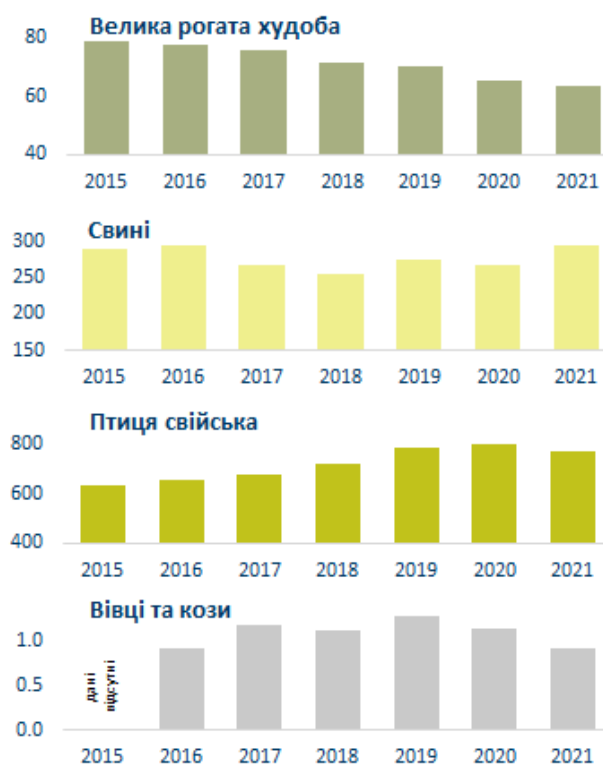


Джерело даних: Держслужба статистики

експортувала рекордні обсяги зерна (зокрема фуражного) до Китаю. Це призвело до подорожчання кормової бази та ще більше погіршило від'ємні показники рентабельності у галузі тваринництва. На галузі молочного скотарства негативно позначається також зростаючий імпорт молочних продуктів з ЄС, де фермери отримують масштабні дотації з бюджету.

У рослинництві цього року ситуація має поліпшитися. За більшістю прогнозів валовий збір зернових і зернобобових культур у 2021 році перевищить 70 млн т і буде близьким до рекордного врожаю, зібраного в 2019 році. Високий врожай може дещо скоригувати вниз ціни на корми для тваринництва, однак простір для такої корекції є обмеженим, оскільки ф'ючерсні контракти вказують, що ринок очікує збереження відносно високих цін на зерно.

**Рис. 10. Вирощування сільськогосподарських тварин (у живій масі) на підприємствах у першому півріччі, тонн**

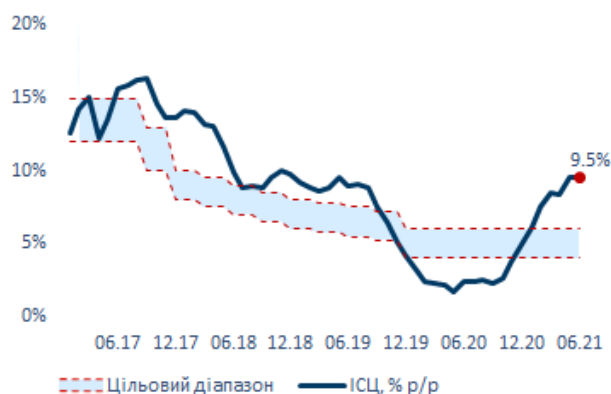


Джерело даних: Держслужба статистики

## Інфляція

Споживча інфляція після тривалого перебування у 2020 році нижче цілі НБУ, швидко її перескочила й у червні-липні цього року зросла до 9.5%. Як і в минулому році, так і в цьому основним драйвером є подорожчання продовольства та енергоносіїв. Основний внесок (більше 5 в.п.) у річну інфляцію створений п'ятьма товарами, їх перелік – природний газ, електроенергія, соняшникова олія, цукор та яйця. Абсолютним рекордсменом подорожчання став природний газ, ціна якого за рік збільшилася майже втричі (на 175.3%). Цікавим прикладом є соняшникова олія, яка за рік подорожчала на 80.3%, встановивши своєрідний рекорд для продовольчих товарів. За зростання цін на них на рівні інших товарів, інфляція була би близькою до 5%.

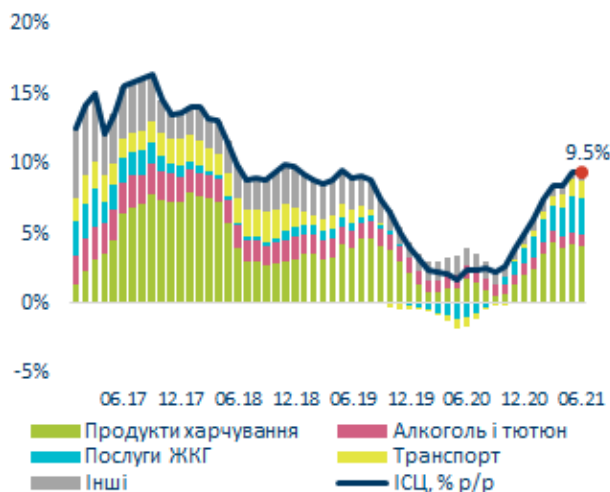
**Рис. 11. Річна споживча інфляція та цільовий діапазон НБУ**



Джерело даних: Держслужба статистики, НБУ

**Рис. 12. Внесок у річну споживчу інфляцію, в.п.**

Звісно, оскільки основну частку (близько 45%) споживчого кошика складають продовольчі товари, показник інфляції значно залежить від пропозиції сирих продуктів. Саме низький урожай минулого року призвів до підвищення ціни на харчі. Однак на ціни вказаних вище товарів впливали не лише недостатня внутрішня пропозиція, а й зовнішньоторговельні обмеження. Зокрема, це стосується соняшникової олії та цукру, ціни яких утримуються на високому рівні навіть за поступового їх зниження у світі.



Нагадаємо, що квота на готовий цукор становить лише 40 тонн й за даними Мінекономіки 37 тонн з них було ввезено вже в першому кварталі. Схожою є ситуація з олією, що у роздрібних мережах коштує приблизно на 20% більше, ніж у сусідніх країнах (наприклад, у Польщі).

Але у разі сприятливих умов для рослинництва ближче до кінця 2021 року можна очікувати корекцію у цінах на продукти. За оцінками аграрних експертів, врожай у цьому році перевершить минулорічний на 8-10%, зокрема вдалим буде врожай соняшника та цукрового буряку. Ф'ючерсні ціни на соняшникову олію наприкінці липня знаходилися на рівні 1200 дол. США за тону при ціні у 1900 доларів ще у травні, що означає можливу 40% корекцію ціни й на внутрішньому ринку.

Джерело даних: Держслужба статистики

**Рис. 13. Індекси цін на природний газ на європейській біржі та в Україні (01.2020=100)**



\*Надбавка включає націнку постачальника, а також тарифи на розподіл та потужність (за оцінками КШЕ становить близько 15% у ціні на газ). Джерело: розрахунки КШЕ на основі даних ДССУ та Powernext

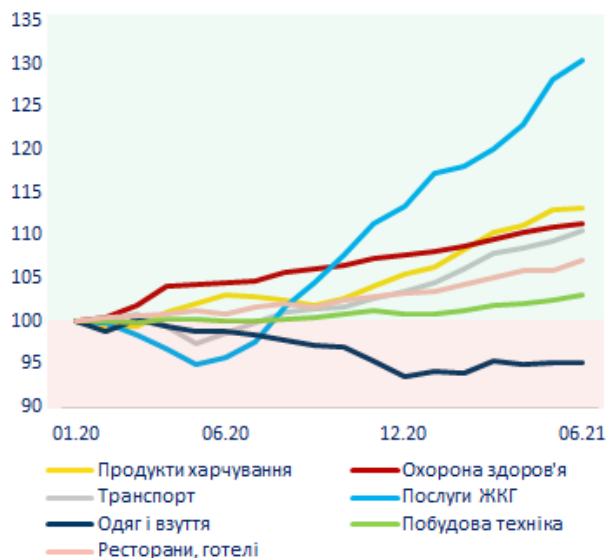
Відміна адміністративних обмежень на верхню ціну газу (6.99 грн. за кубометр) у квітні разом з подорожчанням газу в світі призвело до продовження зростання його ціни в Україні. Особливої корекції не очікується, форвардні ціни на газ на хабі TTF вказують, що ціни в Європі залишатимуться високими протягом найближчих двох років. Крім того, як і припускалося у попередньому прогнозі, відновлення світової промисловості стримує від сезонного просідання в середині року, коли нижчий попит викликає менші ціни на газ. Ми

підтверджуємо попередню оцінку, що у разі відсутності механізмів для регулювання ціни газу для населення, існує висока ймовірність подорожчання газу на 50% порівняно з початком року.

Ефект енергетичної складової та різкого відновлення світового попиту на будівельні товари можна простежити й на цінах виробників. Сукупний індекс у червні 2021 порівняно з червнем минулого року зріс на 23.7%. Лідерами зростання є видобування залізних руд (річна зміна – 128.8%), виробництво коксу та нафтопродуктів (58.3%), металургія (47%). Ціни у машинобудуванні та текстильній галузі зростали помірно. Недостатній врожай через вторинні ефекти зумовив зростання цін виробників харчової промисловості на рівні близькому до 10% (до червня 2020 р.).

Ціни на побутові товари в цілому зростали помірно, але нагадаємо, що, наприклад, в 2020 році одяг та взуття навіть подешевшали. Однак відновлення споживчого попиту та підвищення собівартості створює фон для подорожчання таких товарів. Подібні причини, зокрема підвищення заробітних плат, зумовлювали подорожчання освітніх послуг, що у червні зросли на 14.7% порівняно з червнем минулого року.

**Рис. 14. Сезонно скориговані індекси цін, 01.2020=100**



Джерело даних: Держслужба статистики

## Ринок праці

Дані першого кварталу виявилися доволі неочікуваними, оскільки значення рівня безробіття (10.7%) було більшим ніж у 2020 році за суворих карантинних обмежень (9.5%), або ж на 126 тис. осіб. Порівняно з першим кварталом минулого року, найбільше число безробітних зросло серед осіб з вагомим досвідом (від 35 до 59 років), які складають майже 86% усієї кількості нових безробітних. Приблизно дві третини цих людей – чоловіки. З іншого боку, число офіційно зареєстрованих заробітних стійко знижувалося з кінця 2020 року, таким чином підштовхуючи до висновку, що основною причиною безробіття було призупинення власної справи. Хоча звісно перегляд потреби у кількості найманої робочої сили зі сторони бізнесу в умовах волатильного попиту також відіграв певну роль. Додатковим фактором було також відкладення пошуку роботи на фоні триваючої пандемії.

Важливою та сумною тенденцією ринку праці є постійне зниження числа працездатних осіб, для порівняння у 2-4 кварталах 2020 року, їх кількість була близькою до 17 млн. 500 тис. осіб, а в першому кварталі 2021 – лише 17 млн. 294. тис. або ж на 206 тис. осіб менше. Загальна цифра безробіття частково зумовлена й зниженням кількості працездатних, адже тоді й частка стає більшою за збереження навіть сталого числа безробітних.

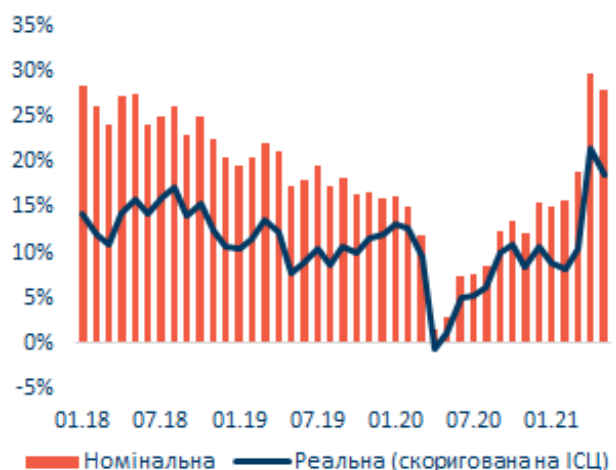
Зростання мінімальної заробітної плати та високий попит на висококваліфікованих фахівців (в т.ч. й ІТ-сфери) став причиною значного зростання середньої заробітної плати. У травні цього року порівняно з травнем минулого, заробітна плата збільшилася на 28%. Найшвидше зростали заробітні плати у сферах зі значною часткою публічної власності або зі значною часткою людей з мінімальною заробітною платою. Так, у охороні здоров'я заробітні плати збільшилися на 53%, мистецтві й розвагах – на 48%, освіті – на 33%. Збільшення заробітної плати у

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



Джерело даних: Держслужба статистики, власні розрахунки

**Рис. 16. Темпи зростання середньої заробітної плати**

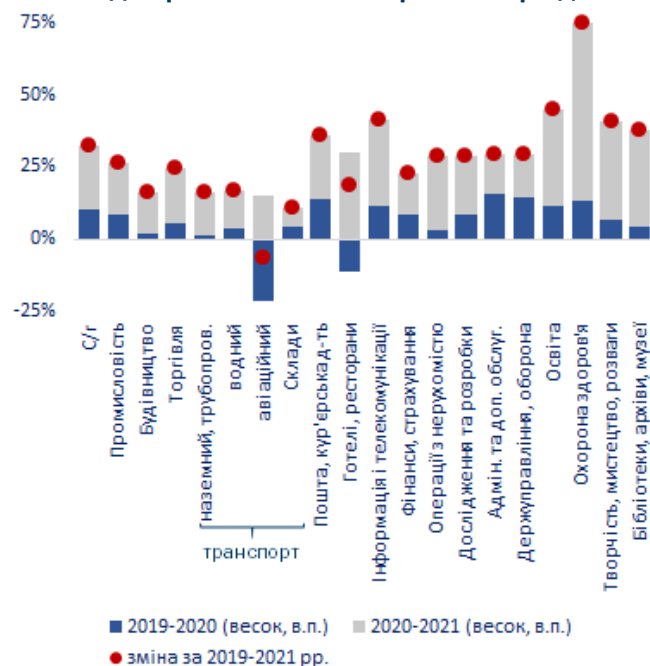


Джерело даних: Держслужба статистики, власні розрахунки

готельному господарстві на 130% є лише відображенням припинення діяльності готелів у травні 2020 року. Подібне спостереження стосується й сфери транспорту, з відновленням авіаперевезень, рівень заробітних плат повернувся (й дещо перевищує) до рівнів докоронавірусних часів.

Поза впливом підвищення мінімальної заробітної плати, збільшення заробітних плат у секторі охорони здоров'я пояснюється значними ризиками для медичних працівників та зростаючим попитом на медичні послуги.

Рис. 17. Зміна заробітної секторів економіки за останні два роки та внески окремих періодів



Джерело даних: Держслужба статистики, власні розрахунки

## Фіскальна політика

Період фіскальної підтримки завершується, від допомоги бізнесу, переважно малому, Уряд поступово переходить до ужорсточення фіскальної дисципліни так й перегляду податкової системи задля забезпечення вищих податкових зборів.

Політика також сповнена протиріч, як приклад, одна з ініціатив закону 5600 фактично призведе до подорожчання житла та стримування активності будівельної галузі. Офіційним обґрунтуванням законопроекту є історично надто теплі умови для будівельного бізнесу порівняно з іншими видами діяльності, однак відсутні тези про те, що запропоновані непрямі податки буде сплачувати кінцевий споживач, люди. Водночас Уряд пропонує програму доступної іпотеки, але її конструкція обмежує можливості придбання житла через верхню межу вартості (фокус на низькобюджетному житлі). Подібні

Рис. 18. Видатки зведеного бюджету України за економічною класифікацією в першому півріччі, млрд. грн



Джерело даних: Мінфін, Державне казначейство

протиріччя зменшують ефективність обох дій.

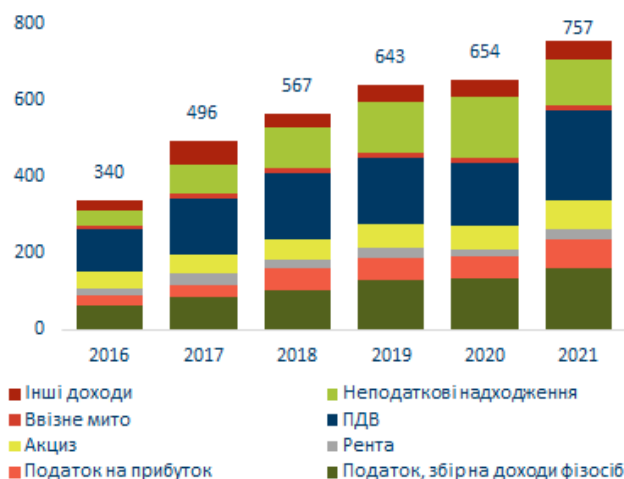
Найбільше за січень-травень зросли видатки на освіту (на 25.7% або 23.5 млрд. грн.), але причиною є збільшення мінімальної заробітної плати та перегляд оплати в секторі освіти. У підсумку, поточний характер видатків відповідає початковим цілям бюджету 2021 року.

Підвищення заробітної плати, а також необхідність у вакцинації, як і лікуванні хворих на коронавірус, зумовлюють збільшення частки видатків на охорону здоров'я. Кошти коронавірусного фонду 2020 року, нагадаємо, були направлені на програми стимулювання економіки, зокрема, інфраструктурні проекти.

Ініціатива зі збільшення заробітної плати стала одним з основних факторів збільшення видатків бюджету. Державний сектор в цілому тяжіє до оплати праці на рівні, близькому до мінімальної, тому її підняття, безумовно, збільшує видатки. Але якщо для бізнесу, це до певної міри лише змінює частку виплат "сірої" зарплати, то для бюджету це є справжнім випробуванням. Частка бюджетного сектору в економіці залишається високою й тому механічне збільшення заробітної плати переходить у вищий податковий тиск. Ефективність державного управління в той же час залишається на низькому рівні. Зростає боргове навантаження, частка його обслуговування у бюджеті відповідно збільшується. За станом на січень-травень ця частка дорівнювала 12.8%, наприкінці 2020 року – 12.3%.

Капітальні видатки використовуються для продовження програми масштабної середньострокової розбудови та покращення інфраструктури ("Велике будівництво"). На додаток до представлених бюджетом коштів (81.3 млрд. грн.) один з основних виконавців програми, Укравтодор отримав державні гарантії на запозичення до 20 млрд. грн. та в червні запозичив на зовнішньому

**Рис. 19. Доходи зведеного бюджету України за окремими статтями в першому півріччі, млрд. грн**



Джерело даних: Мінфін, Державне казначейство

**Рис. 20. Сальдо зведеного бюджету України в першому півріччі**



Джерело даних: Мінфін

ринку 700 млн дол. США, що дозволить утримати активність робіт на минулорічному рівні. Значним випробуванням та перешкодою для таких планів є подорожчання енергоносіїв та будівельних матеріалів (бітум, металовироби).

Ужорсточення податкової дисципліни, зростання персональних доходів та збільшення рентних ставок сприяє зростанню доходів бюджету достатньо високими темпами: на 22.6% за січень-травень порівняно з таким же періодом 2020 року, хоча звісно слід зважати й на ефект різкого падіння економічної активності у минулому році.

Випереджаючі темпи зростання доходів порівняно з видатками зумовили потребу в додатковому фінансуванні лише в розмірі 4.9 млрд (сукупно за січень-травень). Але, як це традиційно трапляється у бюджетному процесі, фактичний дефіцит буде очевидним лише наприкінці року. Утім є підстави вважати, що він становитиме менше запланованих 5.5% до ВВП. В першу чергу це відбувається за рахунок ужорсточення податкової політики, відповідно показник первинного сальдо, що в минулому році був значним дефіцитним, має покращитися.

Укріплення гривні при зростанні цін (дефлятора ВВП) зумовило суттєве зниження показника державного та гарантованого боргу до ВВП, що за нашими оцінками, за станом на перше півріччя 2021 становив 50.3% (державний борг до ВВП – 44.8%).



## Монетарна політика та процентні ставки

Зростання інфляції викликало відповідну, як для інфляційного таргетера, реакцію Національного банку. Нагадаємо, в квітні ставку було підвищено до 7.5%, і нещодавно, у липні, переглянуто до 8.0% одночасно зі зростанням рівня очікуваної інфляції до 9.6%. З огляду на тісніший з нещодавнього часу зв'язок між шоками відсоткової ставки та обмінним курсом, слід очікувати тимчасового укріплення гривні, що допоможе стримувати зростання цін. Останнім часом вільна ліквідність була на високому рівні, хоча НБУ й активно проводив її залучення, тому чергове підняття ставки, а також зміни в операційному дизайні допоможуть зв'язати її ще ефективніше.

Доходність ОВДП останні кілька місяців знаходиться у діапазоні 10-12.5% для термінів в 1-3 роки відповідно. Підвищення облікової ставки НБУ безумовно буде змушувати до підняття рівня доходності запозичень на +0.5 в.п.

Протягом останніх кількох місяців гривня укріпилася до світових валют, зокрема, на 4% до долара США (з 28.2 в січні до 26.9 наприкінці липня), чому сприяло надходження від експорту за слабого імпорту та постійна зацікавленість нерезидентів до українських державних зобов'язань. Так, з початку року обсяг ОВДП у власності нерезидентів зріс на 22 млрд. грн.

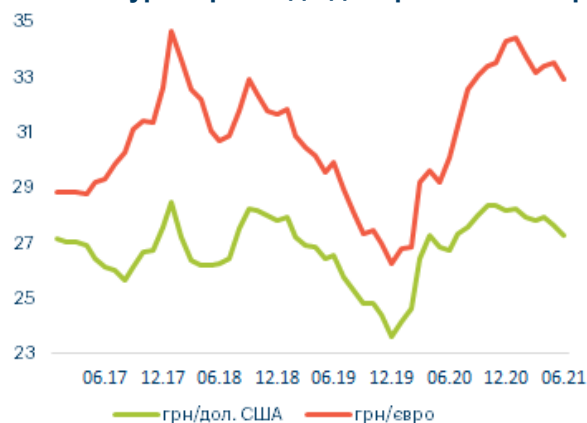
Національний банк зменшив свою присутність на міжбанківському валютному ринку. Інтервенції все частіше використовують виключно для згладжування різких коливань, однак випробуванням може стати значна виплата зовнішнього боргу у вересні (близько 3 млрд. дол. США). Виплата боргу у розмірі 1 млрд. доларів у березні

Рис. 21. Відсоткові ставки за новими кредитами, надами секторам економіки



Джерело даних: НБУ

Рис. 22. Курси гривні до долара США та євро



Джерело даних: НБУ, ЄЦБ

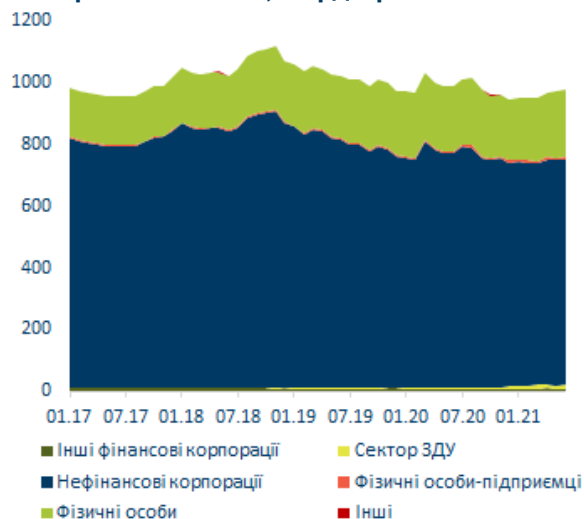
цього року була спряжена зі знеціненням гривні на 30 коп. Утім рівень міжнародних резервів дозволяє пройти вказаний період без значних коливань обмінного курсу в разі своєчасної реакції та домовленості Уряду й НБУ.

Процентні ставки за кредитами як для бізнесу, так і населення, у травні виросли (до 12.7% з 11.9% у квітні), що зокрема було реакцією на інфляційні ризики та жорсткішу монетарну політику. Як наслідок вищої очікуваної інфляції так і подорожчання короткострокових коштів, довгострокові ставки (насамперед кредитні) повинні зрости. Водночас депозитні ставки залишаються низькими на рівні 5%, а в реальному вимірі й взагалі негативними (за вирахуванням поточної інфляції у 5%). Це відображає слабку потребу банків у залученні коштів та високу пропозицію через накопичення заощаджень під час карантину.

Попит на кредити також залишається млявим як зі сторони бізнесу, так і населення. У річному вимірі позики бізнесу в травні були нижчими на 4.4%, у домогосподарств це значення в зоні зростання, однак мінімального – 2.4%.

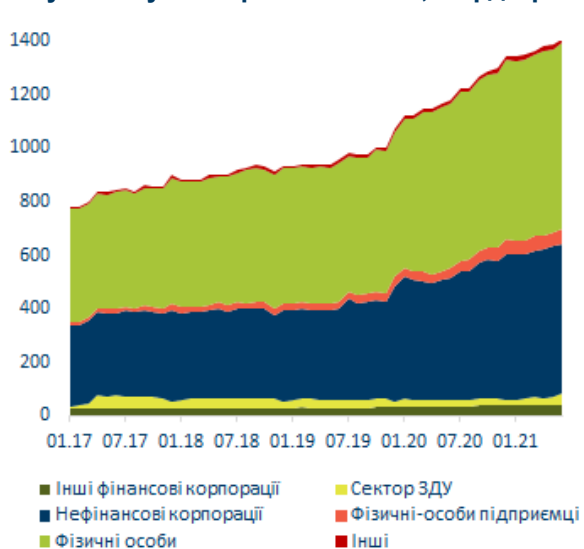
Депозити у річному вимірі значно зросли, на 19.0% у цілому, бізнес накопичував заощадження активніше, його депозити збільшилися за рік приблизно на 25%, у домогосподарств - на 14% (за станом на травень). Одним з розумінь такої ситуації щодо поведінки бізнесу є слабе бажання до інвестицій в умовах високої невизначеності.

**Рис. 23. Обсяги банківських кредитів, наданих секторам економіки, млрд. грн**



Джерело даних: НБУ

**Рис. 24. Обсяги банківських депозитів, залучених у секторів економіки, млрд. грн**



Джерело даних: НБУ

Часткове оговтання світу від кризи 2020 року, а отже, зростання зовнішнього попиту та цін на сировинні продовольчі товари й метали зумовили більші обсяги експорту товарів у доларовому вираженні (приблизно на 25% порівняно з січнем-травнем минулого року). Активізація внутрішнього споживчого

**Рис. 25. Торгівля товарами та послугами**

попиту та вищі ціни енергоносіїв призвели й до зростання товарного імпорту (на 24% для того ж періоду).

Коронавірусні обмеження на початку року були досить сильними, що позначилося на послугах. Як експорт, так й імпорт (туризм) залишалися практично незмінними порівняно з початком минулого року.

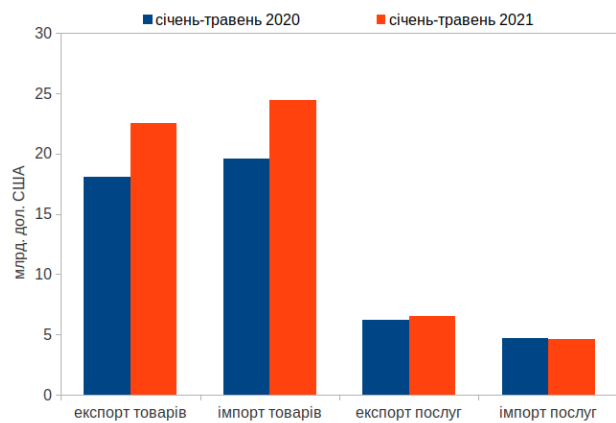
У результаті торгівля товарами та послугами у січні-травні була практично збалансованою, як і відповідного періоду минулого року: профіцит у 42 млн напроти 3 млн дол. США, відповідно.

Значні виплати по інвестиціям - 6.687 млрд дол. у січні-травні проти 2.373 млрд у січні-травні минулого року - погіршили баланс первинних доходів, що з профіциту минулого року в 2.508 млрд змінився на дефіцит у 1.543 млрд (усі - долари США). Вторинні доходи (перекази тощо) зростали помірно й пом'якшували вплив виплати інвестицій. Однак останні відіграли основну роль у зменшенні показника сальдо торгового балансу з 4.048 млрд до 0.123 млрд доларів США у січні-травні 2021 та 2020 рр. відповідно.

Інтерес до прямого інвестування залишається низьким, хоча на відміну від минулого року, відбулося реінвестування доходів всередині країни напроти відпливу минулого року.

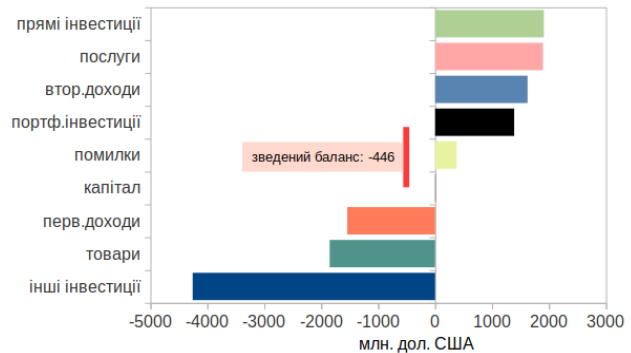
Виплати позик банками та торгових кредитів бізнесом, а також накопичення валютної готівки зумовлювали збереження дефіциту фінансового рахунку (чистий відтік капіталу у січні-травні становив 581 млн. дол.).

З огляду на все ще позитивний результат зовнішньої торгівлі товарами навіть за відтоку капіталу, резерви за період січень-травень зменшилися несуттєво - на 446 млн. дол. США. У червні міжнародні резерви становили 28.358 млрд. дол. США або ж (за даними НБУ) приблизно 4.5 місяці імпорту.



Джерело даних: НБУ

**Рис. 26. Внески до сальдо платіжного балансу (січень-травень 2021)**



Джерело даних: НБУ

## Консенсус зовнішніх прогнозів

**Економічний розвиток.** Середній прогноз реального ВВП у 2021 році становить 4.4%, у 2022 році – 3.9%. Прогнози не переглядаються уже кілька місяців, оскільки численні ризики все ще недостатньо ймовірні, щоб стати припущеннями базового сценарію.

**Інфляція.** Консенсус-прогноз споживчої інфляції в 2021 році (грудень до грудня) підвищився до 8.1%. Хоча фактична інфляція наблизилася до двозначного рівня, прогнози сподіваються, що вищий урожай зумовить корекцію цін на продукти наприкінці року. В наступному році прогнозується повернення інфляції в межі цільового діапазону НБУ.

**Ставка рефінансування НБУ.** 7.8% на кінець 2021 року та 7.0% на кінець 2022 року. Експерти вважають, що НБУ почне знижувати ставку лише наступного року після уповільнення інфляції.

**Курс гривні до долара США.** 28.2 грн/дол – середній курс у 2021 році, 29.1 грн/ дол – у 2022 році. До кінця року валютний ринок буде відносно збалансованим, однак у довгостроковому періоді девальваційні очікування домінують.

**Дефіцит зведеного бюджету.** -4.6% ВВП у 2021 році та -2.9% ВВП у 2022 році. Експерти не змінюють прогнозний дефіцит зведеного бюджету, а раніше схилилися до стриманіших витрат уряду в цьому році порівняно з минулим роком.

Рис. 27. Прогнози зростання ВВП

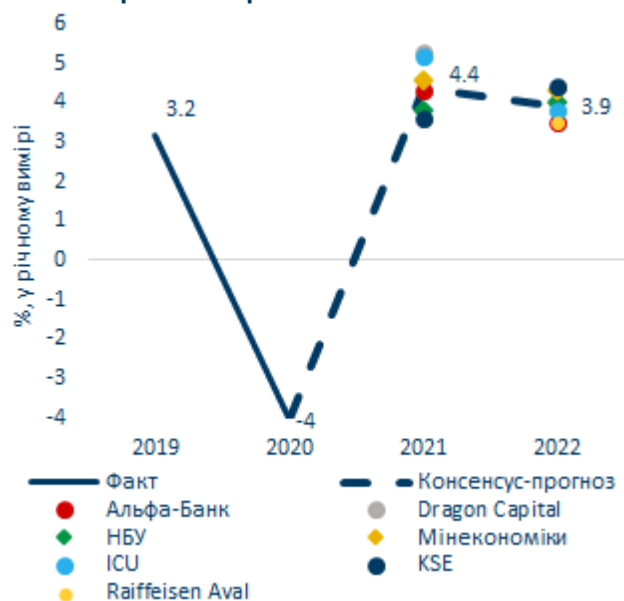
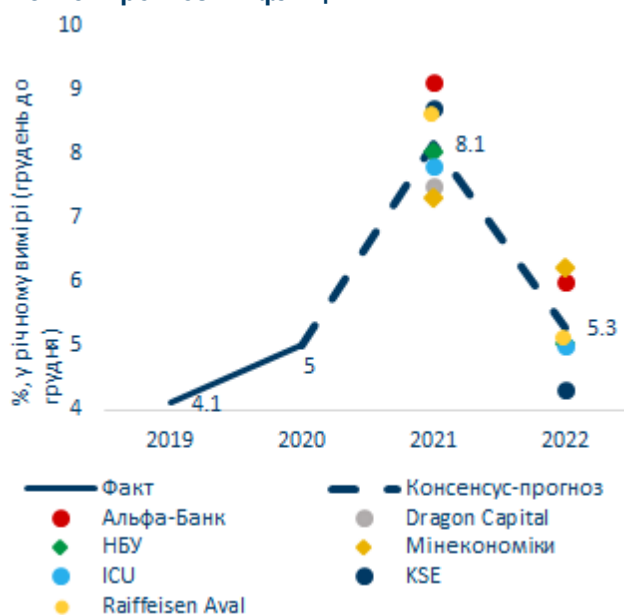


Рис. 28. Прогнози інфляції



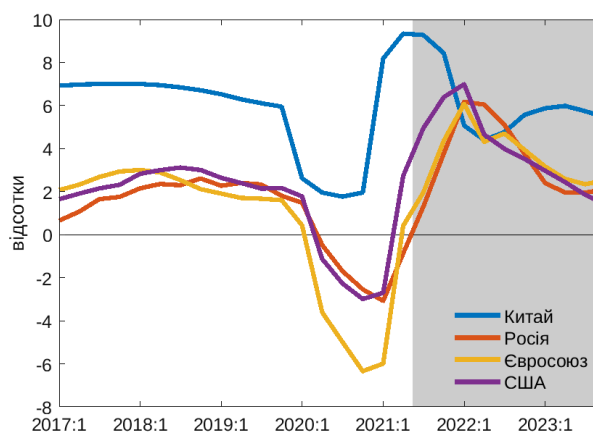
**Сальдо поточного рахунку платіжного балансу.** За консенсусом поточний рахунок у 2021 році врівноважений, а дефіцитним стане вже наступного року (-2.7% ВВП).

## Припущення прогнозу КШЕ

Дані країн зі значною часткою вакцинованих осіб демонструють критичну необхідність вакцинації для повернення до майже-нормального ритму життя. Також поточні дані дозволяють стверджувати про вищу ймовірність відновлення економік розвинених країн до передкризових часів. Але якщо значна частина відновлення економіки США й Китаю припадає на поточний рік, то для інших країн, зокрема ЄС та Росії значна частина відновлення припадає на 2022.

Так, у 2021 році ВВП Китаю, за даними МВФ, збільшиться на рекордні 8.1% (8.2% попередній прогноз), США - 6.4% (5.1% попередньо), ЄС - на 4.4% (5% у попередньому прогнозі, країни Єврозони зростуть на 4.6%), економіка Росії зросте на 4.4%.

**Рис. 29. Середньорічні темпи зміни ВВП країн-торгових партнерів**



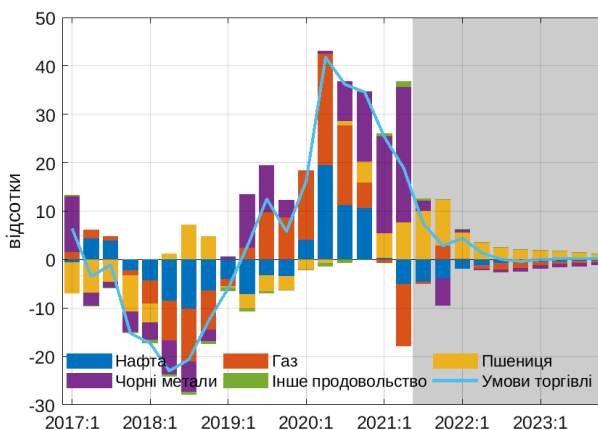
Джерело: власні розрахунки на основі зважених прогнозів МВФ, Єврокомісії та світових аналітичних центрів

Високі ціни на метали та продовольчу сировину (зокрема, пшеницю) та лише помірні корекції для останніх залишає у 2021 році умови торгівлі для України сприятливими. За оцінками Bloomberg, урожай в деяких значущих для світової торгівлі країнах буде не надто високим з огляду на погодні умови, що збільшує можливості для України. У подальшому, з середини 2022 по 2023 рік, вищі темпи подорожчання енергоносіїв понад темпи для продовольства формуватимуть нейтральні умови торгівлі.

Відкладення виходу з основної фази рецесії в ЄС до 2022 року та зниження працездатної робочої сили обмежуватиме подальше зростання трудової міграції та відповідно переказів. У реальному вимірі суми переказів в 2021-2023 році знаходитимуться на рівні 2-3%.

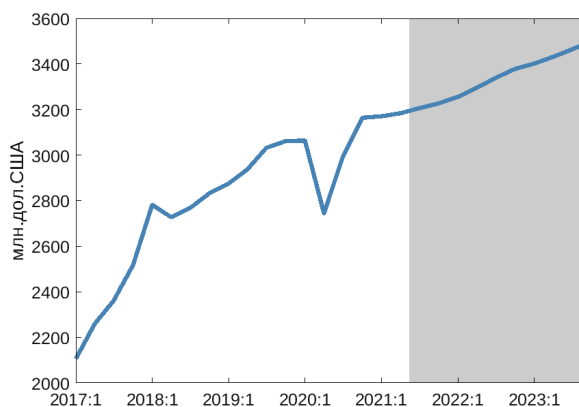
Очікується повернення звичної інфляції в США та Єврозоні та прискорення зростання цін у Китаї наприкінці 2021. Це та знецінення долара США до світових валют у 2021 році стимулюватиме прискорення зовнішньої інфляції для України, що також зростатиме за рахунок вищих цін на імпортовані енергоносії.

**Рис. 30. Внески до індикатора умов торгівлі**



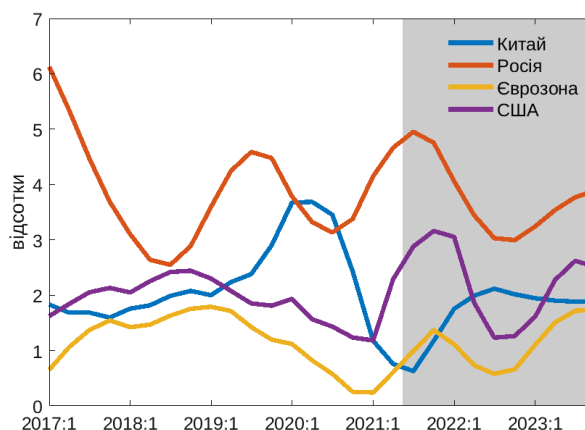
Джерело: дані МВФ, FAO, власні розрахунки

**Рис. 31. Приватні грошові перекази до України**



Джерело: НБУ, власні розрахунки

**Рис. 32. Середньорічні темпи інфляції країн-торгових партнерів**



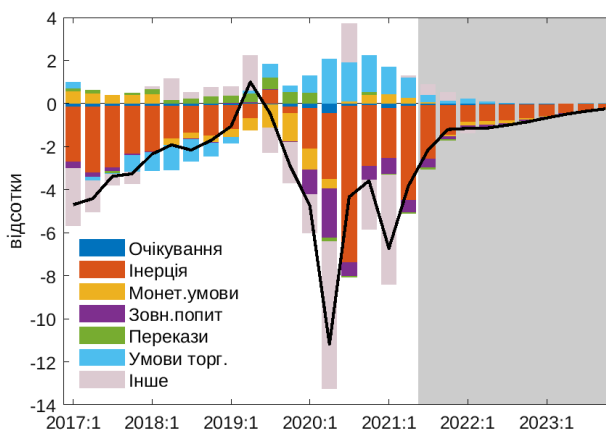
Джерело: власні розрахунки на основі поєднання прогнозів МВФ, Єврокомісії та світових аналітичних центрів

**Економічна активність.** Високий врожай та сприятливі умови торгівлі сприятимуть швидшому виходу з кризи, однак затягування з вакцинацією стримуватиме повернення до звичної роботи інших секторів економіки. Зовнішній попит (поза згаданими сировинними товарами) залишається нижче звичного рівня, тому також охолоджуватиме економічну активність. Зростання в 2021 році становитиме 3.6% (у попередньому прогнозі ми очікували 4.7%). Жорсткіша політика Національного банку (вищі реальні відсоткові ставки) та корекція світових цін, а також разовий фактор - зменшення обсягів транспортування природного газу дещо стримуватимуть розвиток у 2022 році, однак подолання пандемії буде важливим фактором, що сприятиме зростанню (ВВП збільшиться на 4.4% порівняно з 2021 роком). Тимчасові ефекти у 2023 році вичерпаються, й економіка працюватиме на рівні близькому до потенціального. Однак слабка попередня інвестиційна активність та повільне зниження доступної робочої сили, обумовлюватиме зростання лише помірними темпами, у 2023% ВВП збільшиться на 3.5%. Темпи збільшення переказів від трудових мігрантів поступово знижуватимуться та не виявлятимуть значного впливу на зростання економіки.

Характер фіскальної політики зміниться у сторону консолідації, податкова дисципліна стане жорсткішою, вплив її на ВВП у сторону стиснення буде незначним, однак протягом кількох кварталів витіснить позитивний ефект від інфраструктурного будівництва.

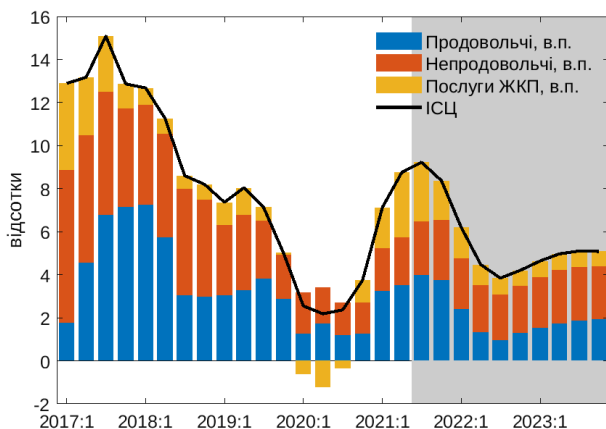
**Інфляція.** Проблеми з врожаєм у окремих, важливих для світового ринку продовольства країнах, обумовить лише невелику корекцію цін на харчі, що значно зросли з кінця 2020 року. Відміна пільгового тарифу на електроенергію та обмеження ціни на газ з другого кварталу означатиме більший внесок цін послуг ЖКГ, передбачається, що ціни на природний газ також залишатимуться високими.

**Рис. 33. Фактори економічного циклу (відхилення ВВП від тренду) в Україні**



Джерело: історія - дані Держстату, прогноз - власні розрахунки

**Рис. 34. Внески до споживчої інфляції**



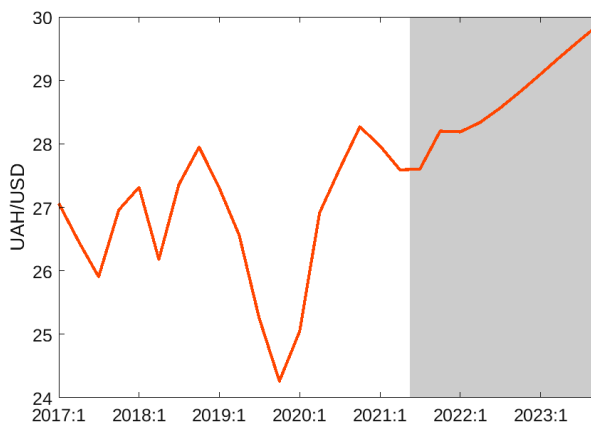
Джерело: історія - дані Держстату, прогноз - власні розрахунки

Відповідно цього року інфляція зросте до 8.7% (попередній прогноз 7.7%). Стабілізація світових цін в наступні роки та стримуючий тиск з боку монетарної влади сприятиме зниженню інфляції, що наприкінці 2022 знизиться до 4.3%, та перебуватиме на цілі в 5% у 2023.

**Обмінний курс.** Кращі можливості для українського експорту та повільне відновленні імпорту сприяє збалансованому платіжному балансу. Випробуванням для гривні стане вересень цього року, періоду виплати зовнішнього боргу в 3 млрд дол. США. Ми очікуємо, що співпраця з МВФ продовжиться лише у форматі щомісячних новин, тому Національний банк сприятиме виплаті боргу через інтервенції, але лише разово. Утім вкупі з високою інфляцією виплата боргів обумовлюватиме знецінення гривні після тимчасового укріплення у липні-серпні. У кінці 2021 року курс гривні до долара становитиме 28.2 грн. за дол. США, після чого щорічно знецінюватиметься темпами не вищими за 3%. Наприкінці 2023 року курс гривні збільшиться до 30 грн за дол. США.

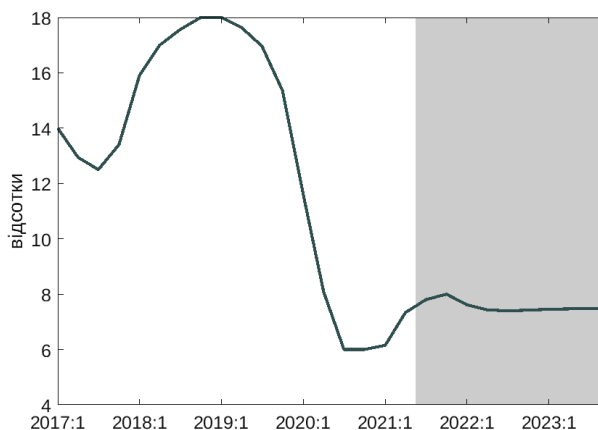
**Процентна ставка монетарної політики.** НБУ дотримується ролі повноцінного таргетера та реагує на сплеск інфляції, тому ми очікуємо додаткове підняття ставки до кінця року на 0.5 в.п. (до 8.5%). Після чого ставка поступово знижуватиметься до природного рівня (7.75% за нашими розрахунками). Реальна процентна ставка буде вищою за нейтральний рівень, що охолоджуватиме економіку.

Рис. 35. Обмінний курс, грн./дол.США



Джерело: історія - дані НБУ, прогноз - власні розрахунки

Рис. 36. Облікова ставка НБУ



Джерело: історія - дані НБУ, прогноз - власні розрахунки



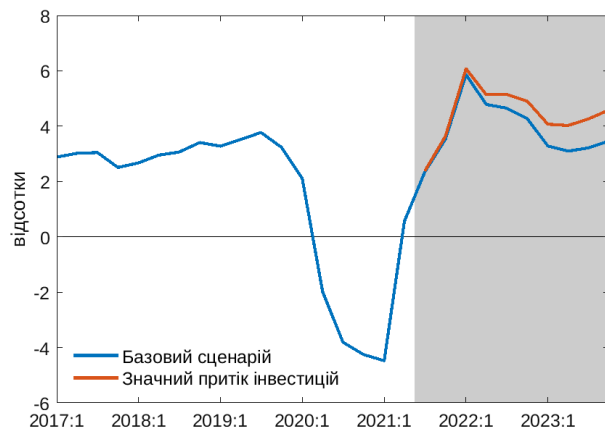
## Сценарій посилення притоку зовнішніх інвестицій

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 поєднанні зростання потенційного ВВП (новий продуктивний капітал) на основі останніх даних щодо стану економіки.

Порівняно з базовим сценарієм додаткове зростання ВВП сягне 0.1 в.п. у 2021 році, 0.6 в.п. у 2020 році та 1.2 в.п. у 2023 році.

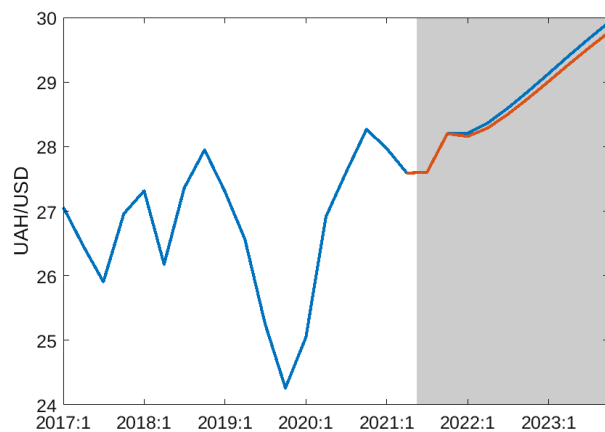
Притік інвестицій сприятиме повільнішому знеціненню гривні, відповідно номінальний обмінний курс наприкінці 2023 року буде міцнішим, але порівняно незначно (0.3%). Ефекти для інфляції та відсоткових ставок будуть практично непомітними.

Рис. 37. Зростання ВВП



Джерело: історія - дані Держстату, прогноз - власні розрахунки

Рис. 38. Обмінний курс



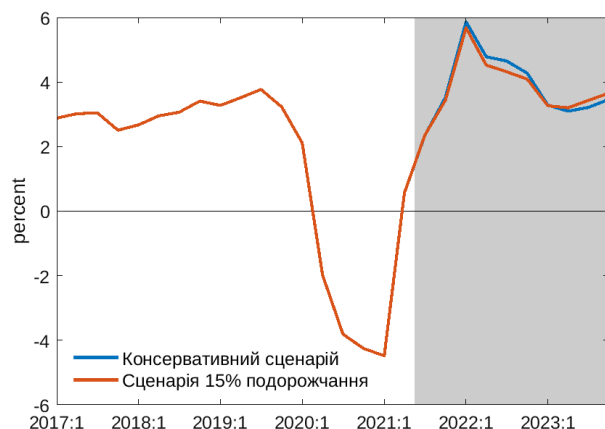
Джерело: історія - дані Держстату, прогноз - власні розрахунки

## Сценарій дорогої енергії

Сценарій передбачає подорожчання нафти та газу на 15% в четвертому кварталі 2021 року. Це, через умови торгівлі та енергетичну складову в інфляції зумовлює уповільнення економічної активності. Темпи ВВП будуть меншими у 2021-2022 році на 0.2 в.п., але у 2023 році за рахунок швидкого відновлення після шоку - вищими також на 0.2 в.п. Чиста втрата становитиме приблизно 0.2 в.п. ВВП.

Подорожчання нафти та газу призведе до суттєвого збільшення інфляції порівняно з базовим сценарієм - на 1.7 в.п. у 2021 році, у 2022-2023 році темпи інфляції

Рис. 39. Зміна ВВП

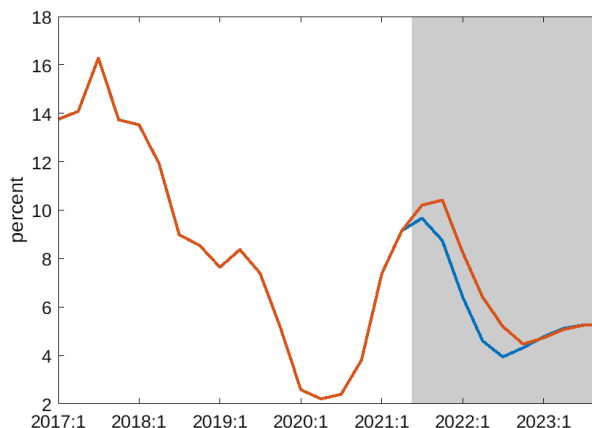


перевищуватимуть базовий сценарій лише на 0.2 в.п.

Вища інфляція зумовлюватиме необхідність додаткового знецінення номінального обмінного курсу, як наслідок наприкінці 2023 року гривня буде дешевшою на 2% (30.5 грн за дол США порівняно з 29.9 грн за дол США базового сценарію).

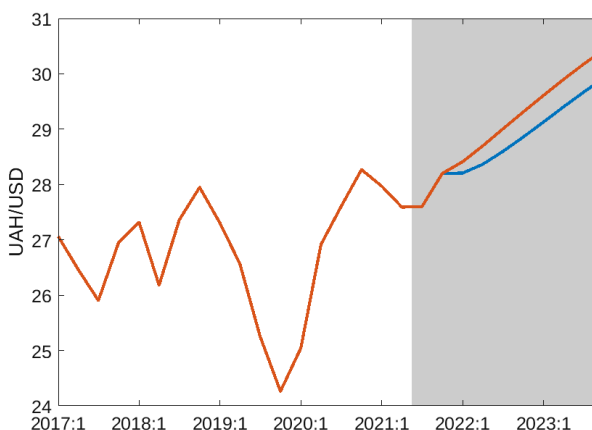
Джерело: історія - дані Держстату, прогноз - власні розрахунки

**Рис. 40. Інфляція**



Джерело: історія - дані Держстату, прогноз - власні розрахунки

**Рис. 41. Обмінний курс**



Джерело: історія - дані НБУ, прогноз - власні розрахунки

*Прогноз підготовлено командою Центру макроекономічного моделювання Київської школи економіки та авторизовано для поширення керівництвом Інституту КШЕ. При бажанні отримати додаткову інформацію щодо даних та тексту або повідомити про знайдені неточності тощо скористайтеся наведеними нижче контактними даними.*

*Контакти:*

*адреса: 03113, Україна, м. Київ. вул. Миколи Шпака, 3*

*тел. +38 044 492 80 12*

*ел. пошта: [info@kse.org.ua](mailto:info@kse.org.ua)*

Дата оприлюднення: 28.07.2021