

Макроекономічний прогноз

Липень 2021

Передмова

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%.

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.

Підсумки першої половини 2021

Економічна активність

У першому півріччі 2021 року показники економіки не виправдали очікувань - уже в 1-му кварталі реальний ВВП скоротився порівняно з попереднім кварталом (на 1.2% сезонно скориговано), у 2-му кварталі економіка пожвавилася, однак кардинальних зрушень не відбулося, на що вказують слабкі показники випуску виробничих секторів економіки - промисловості та будівництва.

Однак посередня динаміка виробничих секторів йде у розріз із позитивними очікуваннями бізнесу - за опитуваннями НБУ вони досягли максимуму за останні 7 кварталів. Ймовірно, настрої бізнесу підігриваються поліпшенням фінансових результатів, зокрема завдяки сприятливій ціновій кон'юктурі для експортерів.

Структура ВВП економіки України продовжує змінюватися - збільшується вага секторів послуг з одночасним скороченням ваги виробничих секторів (та залежних від них транспорту, оптової торгівлі тощо).

Споживчий попит дотримується найбільш стійкого тренду зростання і вже тривалий час залишається локомотивом зростання вітчизняної економіки.



Джерело даних: ДССУ, власні розрахунки

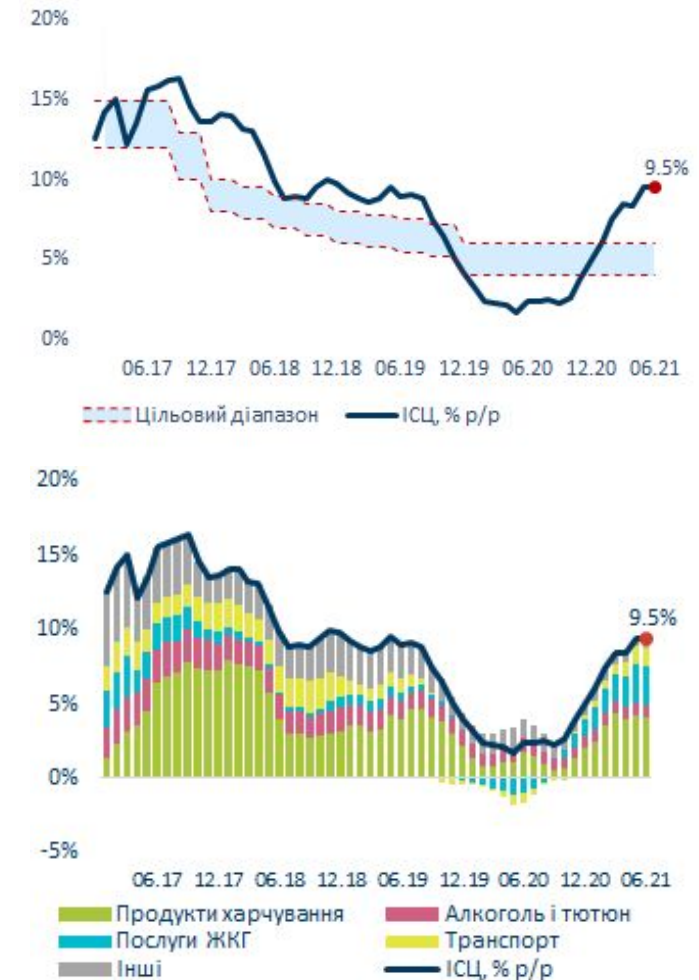
Підсумки першої половини 2021

Споживчі ціни

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.

Однак не лише фактор врожаю відігравав важливу роль у підтримці високої ціни. Імпортна 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), такою ж є ставка імпортного мита на олію.



Джерело даних: ДССУ, НБУ

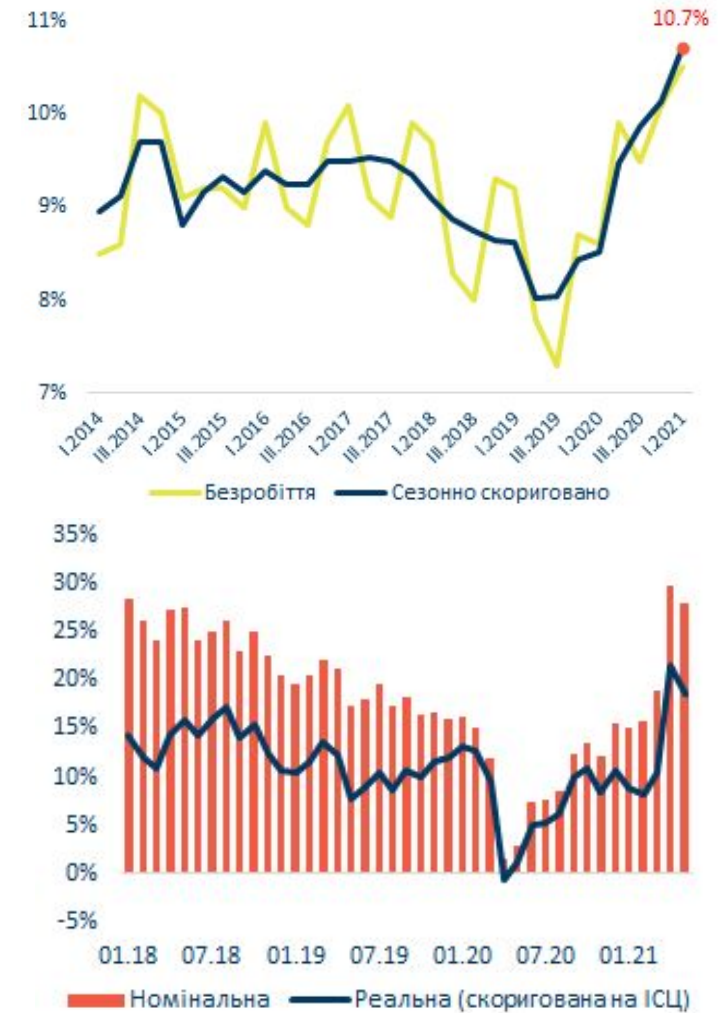
Підсумки 2020 та початку 2021 рр.

Ринок праці

Дані першого кварталу виявилися доволі неочікуваними, оскільки рівень безробіття (10.7%) виявився вищим за показник 2020 року за суворих карантинних обмежень (9.5%), або ж на 126 тис. осіб. Найбільше (порівняно з першим кварталом минулого року) кількість безробітних зросла в категорії осіб з вагомим досвідом (від 35 до 59 років), що становить майже 86% усієї кількості нових безробітних.

Важливою та сумною тенденцією щодо робочої сили 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. менше.

Зростання мінімальної заробітної плати та високий попит на фахівців з високою кваліфікацією став причиною значного зростання середньої заробітної плати. У травні цього року порівняно з травнем минулого, заробітна плата збільшилася на 28%.



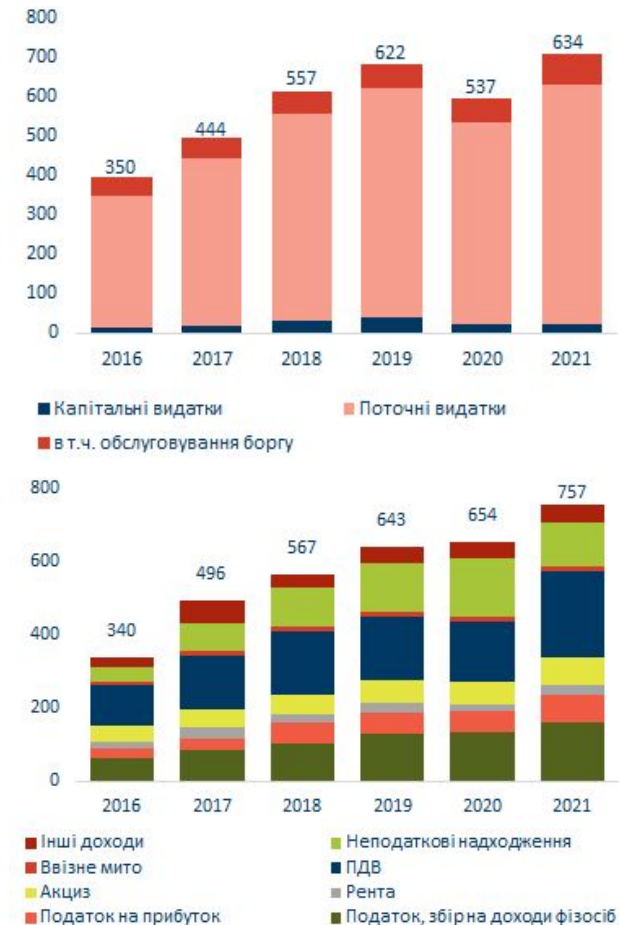
Підсумки 2020 та початку 2021 рр.

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.

Ініціатива з підвищення мінімальної 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.

З іншого боку, зростання персональних доходів, висока інфляція 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.



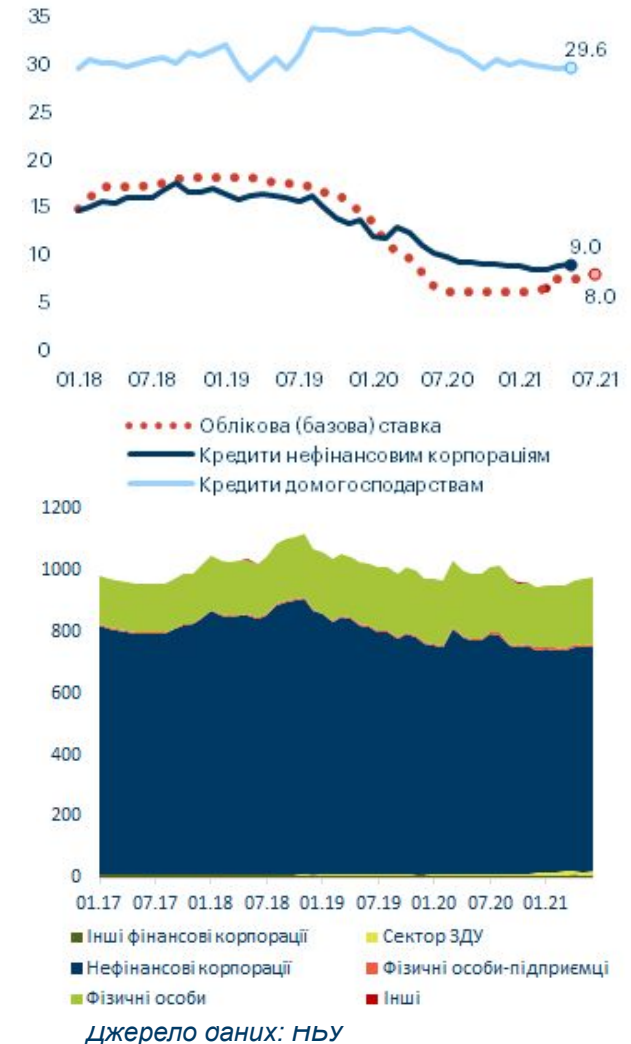
Джерело даних: Мінфін, власні розрахунки

Підсумки 2020 та початку 2021 рр.

Монетарна політика

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 й, можливо, зміни в операційному дизайні допоможуть зв'язати її ще ефективніше.

Агрегована процентна ставки за новими кредитами (як для бізнесу, так і населення), у травні виросла до 12.7% з 11.9% у квітні та залишилися на цьому рівні в червні. 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%.



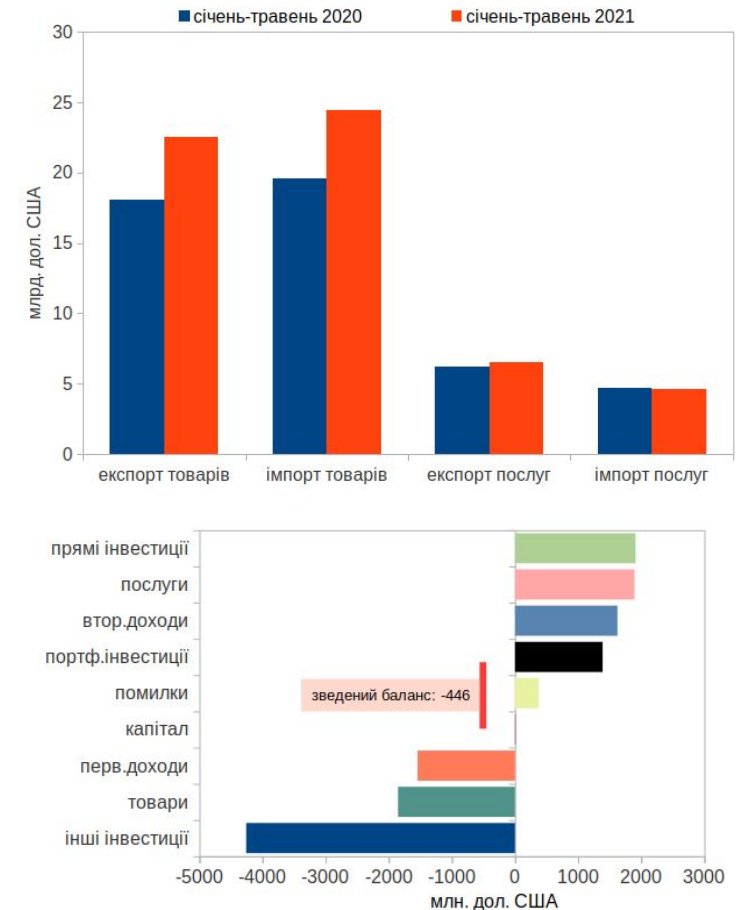
Підсумки 2020 року

Зовнішня торгівля та платіжний баланс

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 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.

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.).



Джерело даних: НБУ

Прогноз



Прогноз

Зовнішній консенсус-прогноз

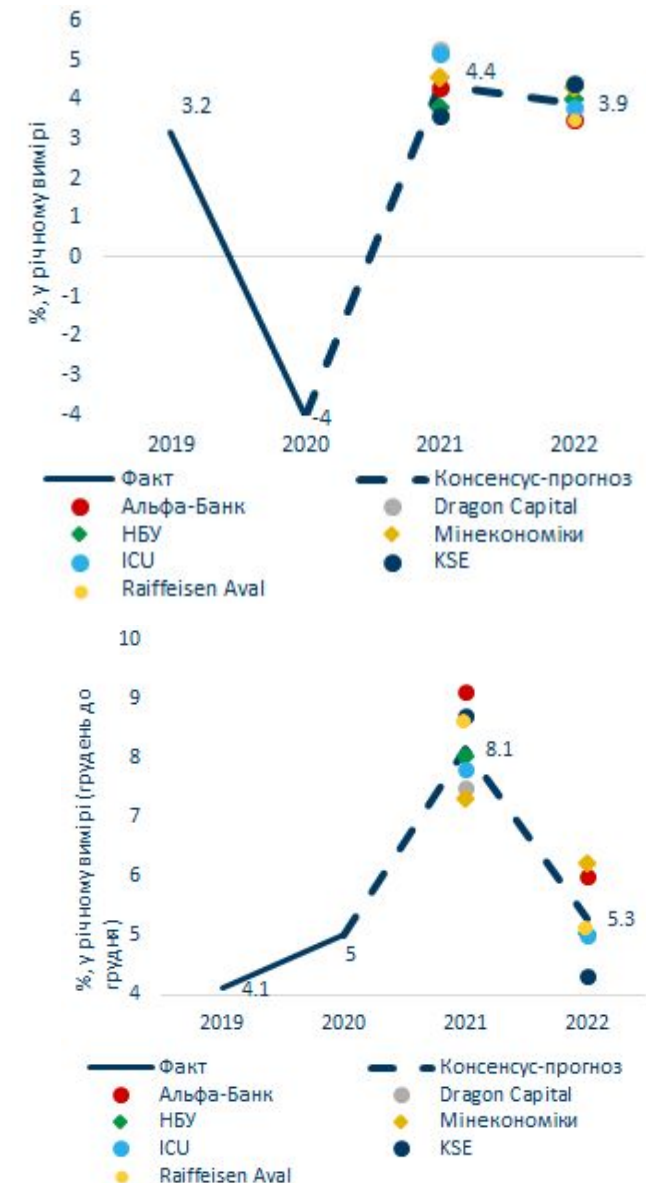
Економічний розвиток. Середній прогноз реального ВВП у 2021 році становить 4.4%, у 2022 році – 3.9%. Прогнози не переглядаються уже кілька місяців, оскільки численні ризики все ще недостатньо ймовірні, щоб стати припущеннями базового сценарію.

Інфляція. Консенсус-прогноз споживчої інфляції в 2021 році (грудень до грудня) підвищився до 8.1%. Хоча фактична інфляція наблизилася до двозначного рівня, прогнозисти 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.



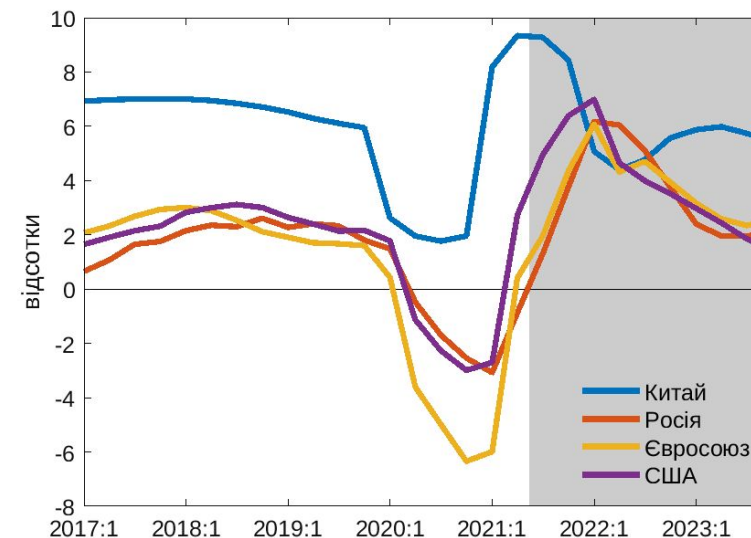
Прогноз Припущення

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%.

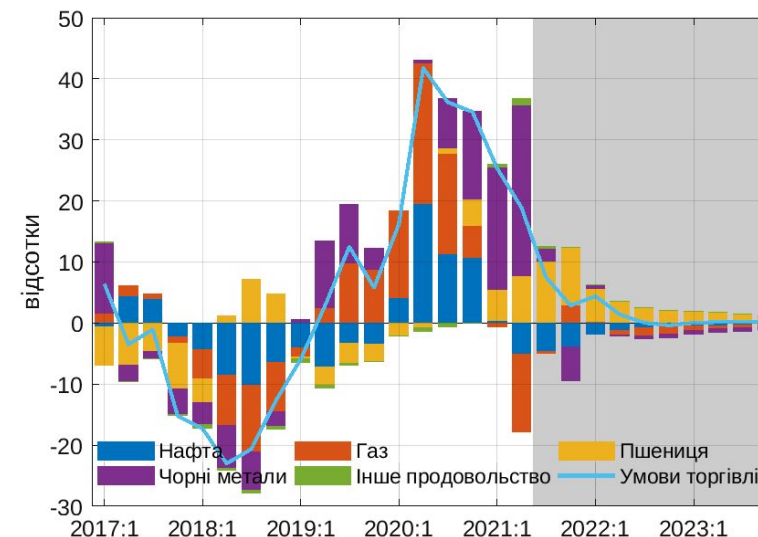
Очікується повернення звичної інфляції в США та Єврозоні та прискорення зростання цін у Китаї наприкінці 2021. Це та знецінення долара США до світових валют у 2021 році стимулюватиме прискорення зовнішньої інфляції для України, що також зростатиме за рахунок вищих цін на імпорتنі енергоносії.

Високі ціни на метали та продовольчу сировину (зокрема, пшеницю) та лише помірна корекція 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.

Темпи зростання ВВП



Внески до індикатора умов торгівлі



Прогноз

Базовий сценарій - ВВП

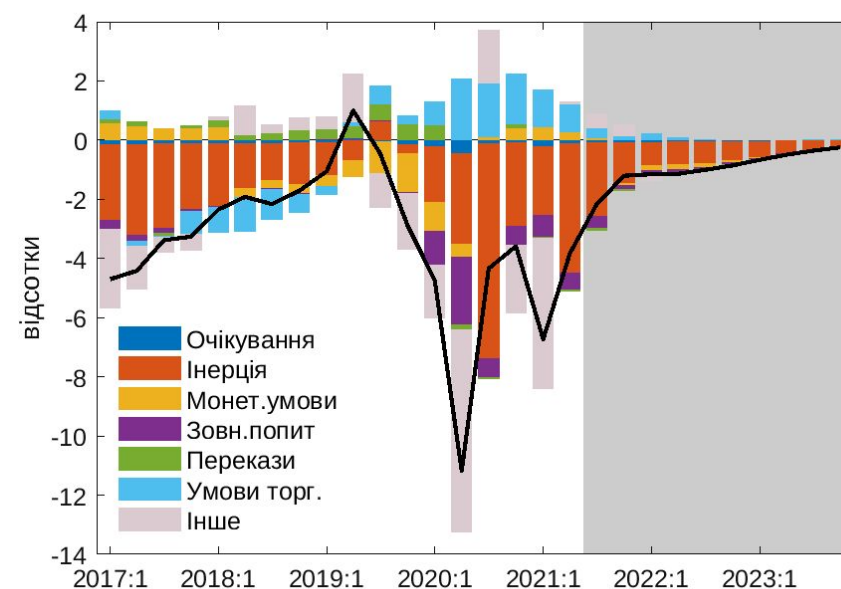
Високий врожай та сприятливі умови торгівлі сприятимуть швидшому виходу з кризи, однак затягування з вакцинацією стримуватиме повернення до звичної роботи інших секторів економіки. Зовнішній попит (поза згаданими сировинними товарами) залишається нижче звичного рівня, тому також охолоджуватиме економічну активність.

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.

Тимчасові ефекти у 2023 році вичерпаються, й економіка працюватиме на рівні близькому до потенціального.

	2021	2022	2023
ВВП, %	3.6	4.4	3.5

Внески до відхилення ВВП від рівноваги



Джерело даних: власні розрахунки

Прогноз

Базовий сценарій - споживчі ціни

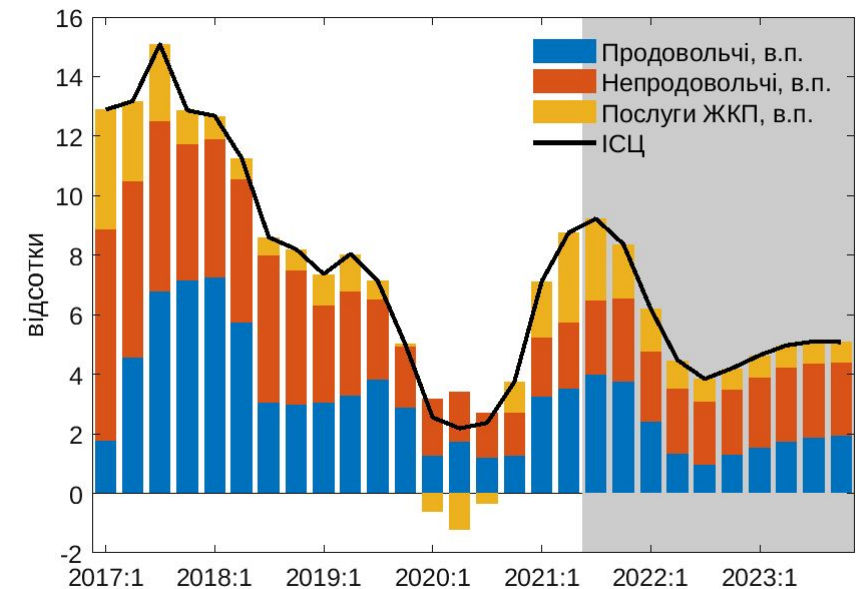
Проблеми з врожаєм у окремих, важливих для світового ринку продовольства країнах, обумовить лише невелику корекцію цін на харчі, що значно зросли з кінця 2020 року.

Відміна пільгового тарифу на електроенергію та обмеження ціни на газ з другого кварталу означатиме більший внесок цін послуг ЖКГ, як і сильнішу роль ринкового підходу щодо утворення їх ціни. Відповідно цього року інфляція зросте до 8.7% (попередній прогноз 7.3%).

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.

	2021	2022	2023
ІСЦ, %	8.7	4.3	5.2

Споживча інфляція



Джерело даних: ДССУ, власні розрахунки

Прогноз

Базовий сценарій - обмінний курс

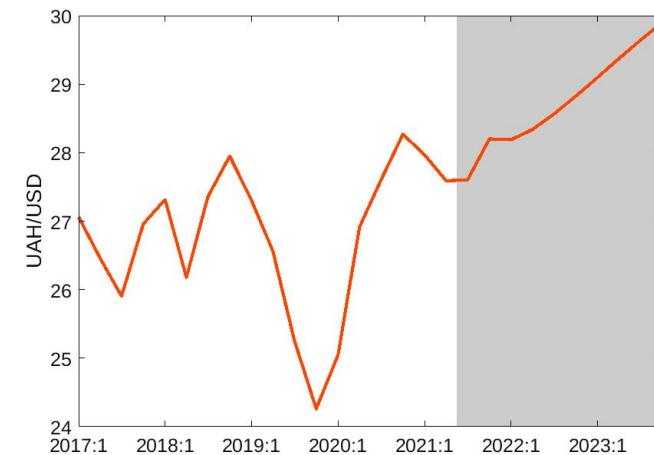
Кращі можливості для українського експорту та повільне відновленні імпорту сприяє збалансованому платіжному балансу. Випробуванням для гривні стане вересень цього року, періоду максимальної виплати зовнішнього боргу в 3 млрд дол. США.

Ми дотримуємося обережного оптимізму щодо співпраці з МВФ, яка поки що продовжується у форматі щомісячного обміну заявами, тому Національний банк сприятиме виплаті боргу через інтервенції, але лише разово. Вкупі з високою інфляцією виплата боргів обумовлюватиме знецінення гривні після тимчасового укріплення у липні-серпні цього року.

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.

	2021	2022	2023
UAH/USD	28.2	28.9	29.9

Обмінний курс



Джерело даних: НБУ, власні розрахунки

Прогноз

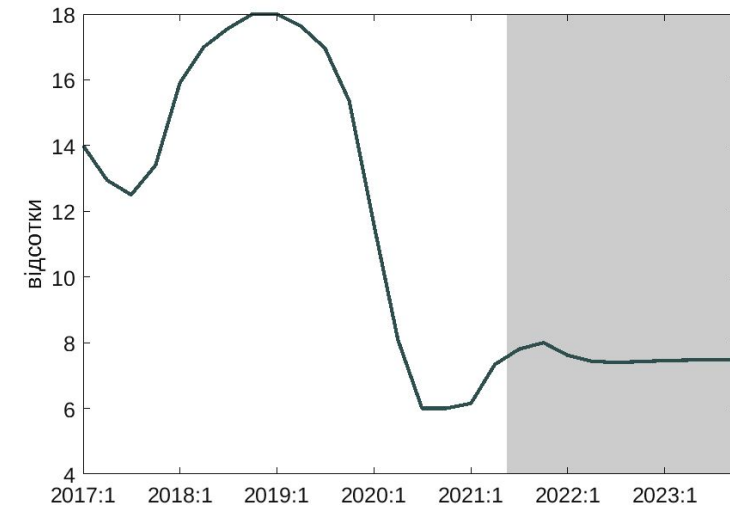
Базовий сценарій - фіскальна та монетарна політика

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.

Характер фіскальної політики зміниться в сторону консолідації, податкова дисципліна стане жорсткішою, це витіснить позитивний ефект від інфраструктурного будівництва.

	2021	2022	2023
Ставка НБУ, кінець року, %	8.5	7.5	7.5

Облікова ставка НБУ



Джерело даних: НБУ, власні розрахунки

Прогноз

Сценарій посилення притоку зовнішніх інвестицій

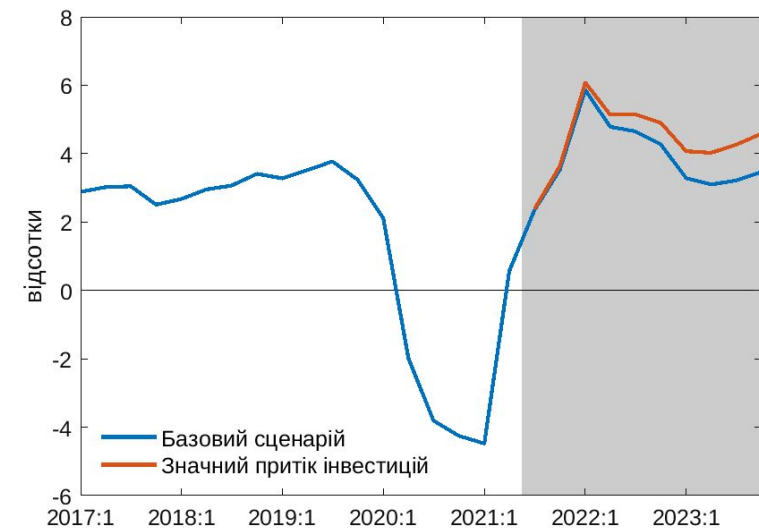
Даний сценарій передбачає надходження додатково до 3 млрд. дол. США щорічно, розподілених рівномірно (по 1 млрд) між сільським господарством, промисловістю та сектором інформаційних технологій. Ідея сценарію полягає у поєднанні зростання потенційного ВВП (новий продуктивний капітал) на основі останніх 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.

	2021	2022	2023
ВВП, %	3.7	5.0	4.7

Зміна ВВП



Джерело даних: ДССУ, власні розрахунки

Прогноз

Сценарій дорогої енергії

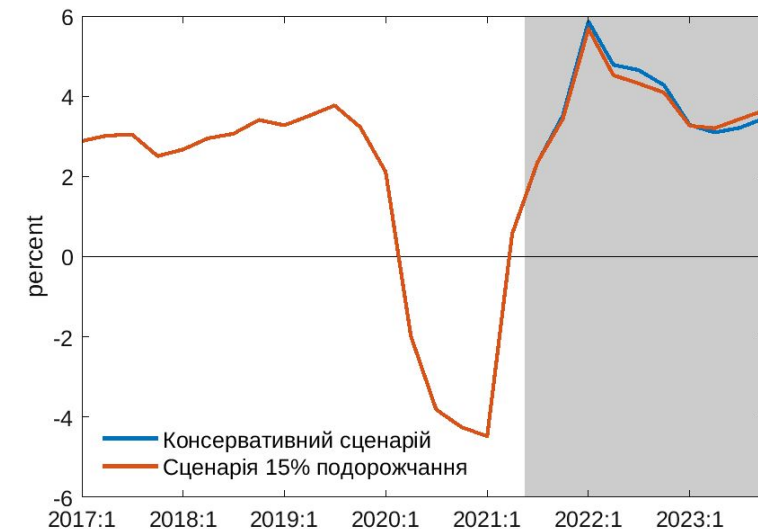
Сценарій передбачає подорожчання нафти та газу на 15% в четвертому кварталі 2021 року. Це, через умови торгівлі та енергетичну складову в інфляції зумовлює уповільнення економічної активності. Темпи ВВП будуть меншими у 2021-2022 році на 0.2 в.п., але у 2023 році за рахунок швидкого відновлення після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

	2021	2022	2023
ВВП, %	3.5	4.1	3.7

Зміна ВВП



Джерело даних: ДССУ, власні розрахунки

Прогноз

Сценарій розподілу допомоги МВФ

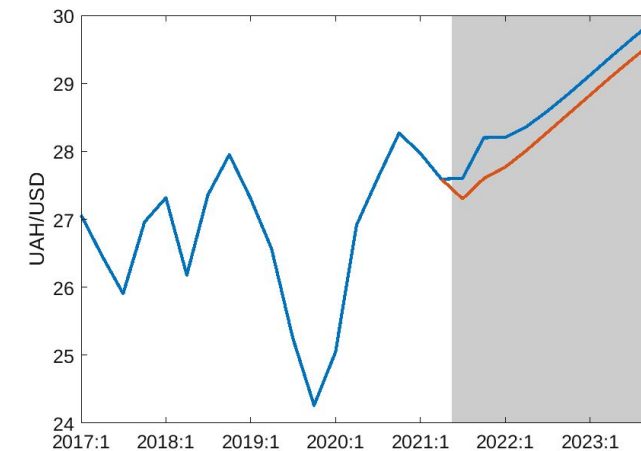
Сценарій передбачає отримання 2.7 млрд. доларів США через історично важливу схему розподілу SDR в еквіваленті 650 млрд. дол. США для країн-членів МВФ в серпні 2021 року.

Це зміцнює обмінний курс в третьому кварталі та сприяє меншим темпам знецінення у четвертому кварталі.

Це також дозволить отримати інфляцію на кінець року у 8% (порівняно з 8.7% базового). Темпи зміни ВВП незначно відрізняться від базового сценарію.

	2021	2022	2023
ВВП, %	3.5	4.3	3.7

Обмінний курс



Джерело даних: ДССУ, власні розрахунки

Висновки

1

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 МОЗ.

2

Високі ціни на продовольство та очікуваний високий врожай підвищать випуск у сільському господарстві. 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.

3

Фіскальна політика створює двояке враження. З одного боку, видатки зростають високими темпами для більшості напрямів, але одночасно податковий тиск через зміну рівня податків, принципів оподаткування та фіскальної дисципліни посилюється.

4

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. На 2022 та 2023 роки очікується зниження інфляції до цільового рівня — 4.3% наприкінці 2022 року та 5.2% у 2023 році.

Можливості та ризики

1

Притік інвестицій сприятиме повільнішому знеціненню гривні, відповідно номінальний обмінний курс наприкінці 2023 року буде міцнішим. 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.

2

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. Додаткове подорожчання нафти та газу (наш сценарій передбачає 15%) з другої половини 2021 року, може прискорити інфляцію до 10.4%.

2

Розподіл 2.7 млрд. дол. США від МВФ допоможе стабілізації обмінного курсу, що залишиться на рівні 27.6 до кінця року та сприятиме зниженню інфляції до 8% наприкінці 2021.