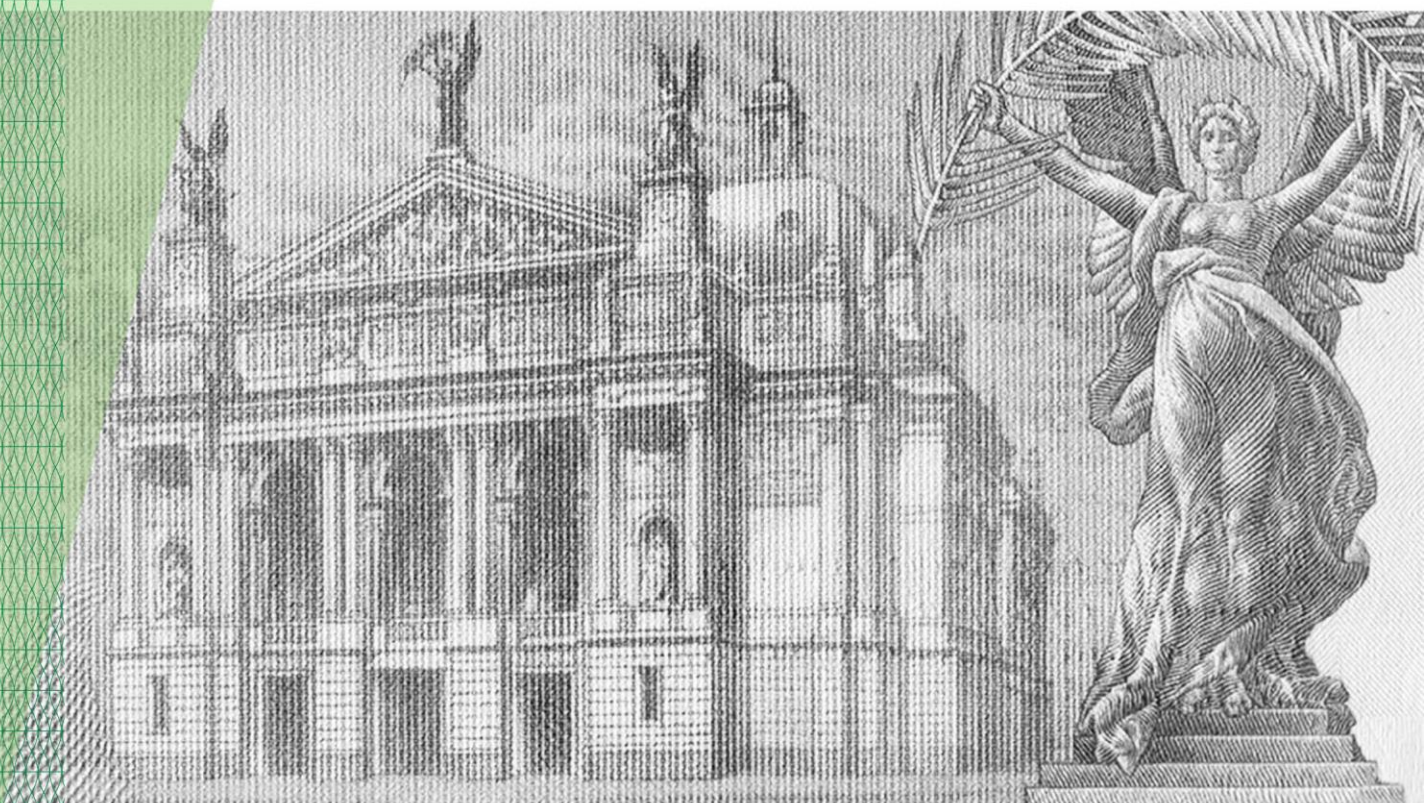




Національний  
банк України

# Інфляційний звіт

Квітень 2019 року



Інфляційний звіт відображає бачення Національного банку України (далі – Національний банк) щодо поточного та майбутнього стану економіки України з акцентом на інфляційному розвитку, що є основою рішень із монетарної політики. Інфляційний звіт публікується щокварталу відповідно до періодичності прогнозного циклу.

Публікація в Інфляційному звіті власного макроекономічного прогнозу та припущень, на яких він ґрунтується, має на меті посилення прозорості й передбачуваності монетарної політики Національного банку. Це сприятиме підвищенню довіри суспільства до монетарної політики, що, у свою чергу, є важливою передумовою для ефективного управління інфляційними очікуваннями та досягнення цінової стабільності – пріоритетної цілі Національного банку.

Прогнози інфляції та інших макроекономічних показників були підготовлені Департаментом монетарної політики та економічного аналізу і 25 квітня 2019 року схвалені на засіданні Правління Національного банку України (далі – Правління), присвяченому питанням монетарної політики<sup>1</sup>. Прогнози макроекономічного розвитку, у тому числі інфляції, є основними, але не єдиними чинниками прийняття рішень Правлінням. Крім прогнозу інфляції та інших макроекономічних показників, члени Правління беруть до уваги нову інформацію, що з'являється після підготовки прогнозу. Оцінка членами Правління ризиків прогнозу чи макроекономічних взаємозв'язків може відрізнятись.

Аналіз в Інфляційному звіті ґрунтується на наявних макроекономічних даних на дату його підготовки, тому період аналізу для окремих індикаторів може бути різним. Остання дата оновлення даних у цьому звіті – 24 квітня 2019 року.

З попередніми випусками Інфляційного звіту, презентацією до Інфляційного звіту, прогнозом основних макроекономічних показників, а також часовими рядами та даними таблиць та графіків Інфляційного звіту можна ознайомитися за посиланням: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=742185](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=742185).

---

<sup>1</sup> Рішення Правління Національного банку України від 25 квітня 2019 року № 312-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

# Зміст

Головне	4
Частина 1. Зовнішнє середовище	8
1.1. Економічна активність	8
1.2. Світові товарні ринки	10
1.3. Світові фінансові ринки	11
Вставка 1. Реакція фінансових ринків на зміну комунікацій ФРС та ЄЦБ	13
Частина 2. Внутрішня економіка	15
2.1. Інфляційний розвиток	15
2.2. Попит і випуск	19
Вставка 2. Вплив погодних умов на динаміку базових ВЕД економіки України	23
2.3. Ринок робочої сили та доходи домогосподарств	25
Вставка 3. Опитування підприємств: кадровий голод і високий попит на працівників у 2018 році були зумовлені зростанням економіки	29
2.4. Фіскальний сектор	31
2.5. Платіжний баланс	34
Вставка 4. Експорт України до країн Європейського Союзу	39
2.6. Монетарний сектор та фінансові ринки	41
Вставка 5. Нова система валютного регулювання та валютна лібералізація	46
Частина 3. Макроекономічний прогноз	48
3.1. Зовнішні припущення прогнозу	48
3.2. Інфляційний розвиток	51
Вставка 6. Оцінювання точності макроекономічних прогнозів НБУ	53
3.3. Попит і випуск	56
3.4. Платіжний баланс	60
3.5. Монетарні умови та фінансові ринки	62
3.6. Ризики прогнозу	63
Абревіатури та скорочення	65



# Головне

## Споживча інфляція і далі сповільнювалася

У I кварталі 2019 року тривало сповільнення споживчої інфляції – до 8.6% р/р у березні (з 9.8% р/р у грудні 2018 року). Фактичний показник інфляції майже відповідав прогнозу, опублікованому в [“Інфляційному звіті” за січень 2019 року](#). Базова інфляція сповільнилася до 7.6% р/р, навіть дещо швидше, ніж очіувалося, що свідчить про послаблення фундаментального інфляційного тиску на початку року. Крім того, незважаючи на електоральні події, протягом кварталу зберігалася сприятлива ситуація на фінансовому ринку України та тривало поліпшення інфляційних очікувань населення, бізнесу, банків та фінансових аналітиків.

Тенденції до зниження інфляції та поліпшення інфляційних очікувань сприяла жорстка монетарна політика НБУ, що, зокрема, проявилася у зміцненні обмінного курсу гривні до кошика валют країн-партнерів. Важливим каналом впливу високих процентних ставок на обмінний курс був ринок гривневих ОВДП та високий попит на них з боку нерезидентів. Додатковими чинниками зміцнення обмінного курсу були значні валютні надходження від аграрних підприємств, низькі обсяги репатріації дивідендів за кордон, слабке зростання імпорту товарів та чистий продаж валюти населенням. У цих умовах НБУ продовжував поповнювати міжнародні резерви, здійснюючи інтервенції на міжбанківському валютному ринку.

Зміцнення гривні позначилося на цінах імпортованих товарів і товарів зі значною імпортовою складовою, а разом зі зниженням світових цін на нафту в попередні періоди сприяло падінню цін на паливо. Натомість, попри певне послаблення, зберігався тиск з боку виробничих витрат. Він був вагомим фактором все ще високих темпів зростання цін на ринкові послуги та тарифів на послуги ЖКГ.

Під впливом тимчасових чинників дещо прискорилося зростання цін на сирі продукти харчування, однак їх внесок у загальну інфляцію залишився незначним, а інші показники свідчили про зниження тиску з боку продовольчої інфляції. Зокрема завдяки значному врожаю попереднього року та поліпшенню ситуації в тваринництві, передусім птахівництві, індекс цін продукції сільського господарства знизився, послабилося зростання цін у виробництві харчової продукції. Разом зі сприятливою ситуацією на валютному ринку та зниженням світових цін на більшість сировинних товарів це сприяло уповільненню зростання промислової інфляції (до 8.9% р/р у березні).

Тиск з боку попиту залишався суттєвим і на початку 2019 року підтримувався фіскальною політикою. За підсумками I кварталу сформувався значний для цього періоду дефіцит зведеного бюджету, а первинне сальдо, хоча і залишилося додатним, зменшилося. Пом'якшення фіскальної політики було передусім пов'язано з помірним зростанням доходів (попри дію тимчасових чинників, таких як розмитнення автомобілів з іноземною реєстрацією та кошти від спецконфіскації).

Збільшення соціальних виплат (підвищення пенсій та додаткові пенсійні виплати) та переказів трудових мігрантів сприяли зростанню доходів населення високими темпами. Додатковим чинником, що стримував подальше сповільнення інфляційного тиску і поліпшення інфляційних очікувань, була невизначеність, пов'язана із політичною ситуацією.

## Споживча інфляція надалі уповільнюватиметься та повернеться до цільового діапазону на початку 2020 року

Інфляція знизиться до 6.3% до кінця цього року та досягне цільового діапазону вже на початку наступного року, а середньострокового цільового рівня в 5% – наприкінці 2020 року. Визначальними факторами її сповільнення будуть такі:

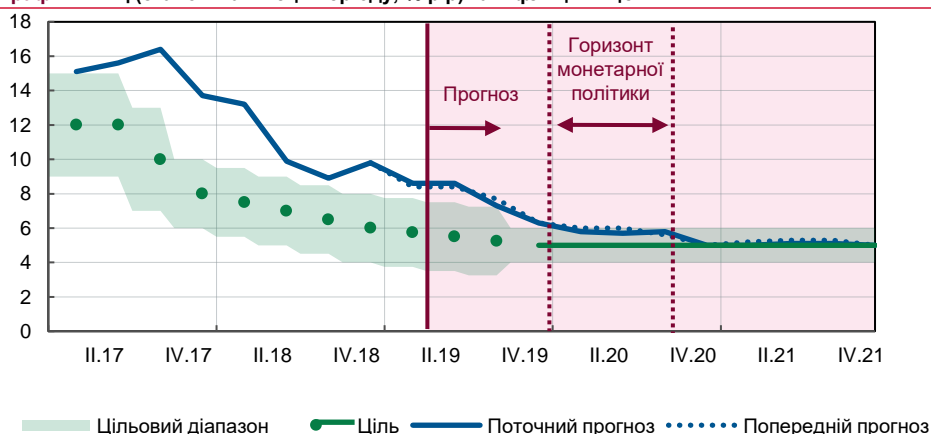
- жорсткі монетарні умови та стримана фіскальна політика;
- зниження темпів зростання заробітних плат внаслідок поступового наближення їх рівня до показників сусідніх країн і менш інтенсивної трудової міграції з України;

- зміцнення гривні в першому кварталі цього року, яке буде гальмувати зростання цін на непродовольчі товари;
- здешевлення газу на світових ринках, яке також буде відобразитися і в зміні внутрішніх цін;
- збільшення пропозиції продовольчих товарів як вітчизняного, так і іноземного походження.

Базова інфляція і далі уповільнюватиметься (до 5.0% у поточному році та 3.7% у наступні роки) насамперед завдяки зменшенню тиску з боку сукупного попиту. Ціни на ринкові послуги все ще зростатимуть найбільше серед усіх компонентів базового ІСЦ, проте це зростання суттєво уповільниться відповідно до динаміки заробітних плат. Низька імпортована інфляція за помірної волатильності курсу гривні також буде тиснути на зниження як базової інфляції, так і зміни цін на сирі продукти.

Гальмуватимуть зниження інфляції приведення окремих тарифів до ринкових рівнів та підвищення акцизів на алкогольну та тютюнову продукцію. Як наслідок, адміністративні ціни зростуть на 13.9% у поточному році та майже на 10% у наступні роки. Внутрішні тарифи на газ для населення досягнуть імпортного паритету вже в 2019 році та надалі визначатимуться передусім динамікою світових цін.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

### У I кварталі 2019 року економічне зростання очікувано сповільнилося

У 2018 році зростання української економіки прискорилося до 3.3% р/р з 2.5% р/р у 2017 році та відповідало оцінкам НБУ, опублікованим в Інфляційному звіті (січень 2019 року). Зростання ВВП насамперед було забезпечене внутрішнім попитом, як споживчим, так і інвестиційним. Так, споживання підтримували значні темпи зростання доходів домогосподарств. Певне уповільнення зростання інвестицій зумовлене вичерпанням ефекту надолуження недоінвестування в післякризовий період, а також порівняно помірним поліпшенням фінансових результатів підприємств, зокрема через слабкіші показники експорту. Останнє було пов'язано із негативним впливом протекціоністських заходів у світовій торгівлі, ескалацією конфлікту в Азовському морі у другій половині року, а також ремонтними роботами на кількох великих металургійних підприємствах. За видами діяльності значний внесок у зростання ВВП у 2018 році мало сільське господарство завдяки рекордному врожаю зернових та олійних культур.

На початку 2019 року економічне зростання очікувано сповільнилося (за оцінками НБУ, до 2.4% р/р у I кварталі). Так, очікувано зменшився внесок від зростання в сільському господарстві через вичерпання ефекту рекордного врожаю минулого року. Крім того, послабилися показники промисловості. Основним чинником економічного зростання залишився внутрішній попит (передусім споживання домогосподарств та інвестиційна діяльність підприємств). Зокрема про подальше стійке зростання споживчого попиту свідчило прискорення зростання роздрібного товарообороту, чому сприяло подальше збільшення реальних заробітних плат та пенсійних виплат. На тлі стійкого

інвестиційного попиту та сприятливих погодних умов прискорилося зростання в будівництві.

Натомість зовнішні умови дещо погіршилися. Зростання глобальної економіки та світової торгівлі уповільнилося через дію протекціоністських заходів. На цьому тлі знижувалися ціни на більшості товарних ринків, за винятком нафти та залізної руди, де важливу роль відігравали фактори з боку пропозиції. Проте на світових фінансових ринках умови для ЕМ поліпшилися. Зокрема цьому сприяло суттєве пом'якшення риторики провідних центральних банків, передусім ФРС та ЄЦБ, з огляду на помірний інфляційний тиск та сповільнення економічного зростання. Додатковим фактором було зростання оптимізму щодо торговельних переговорів між США та Китаєм.

У I кварталі 2019 року тривало звуження дефіциту поточного рахунку, який досяг рівня відповідного кварталу попереднього року (0.4 млрд дол.). Зокрема скоротилося від'ємне сальдо торгівлі товарами та зменшилися виплати дивідендів. Високий урожай зернових та технічних культур минулого року забезпечив зростання експорту товарів, навіть в умовах зменшення експорту металургійної продукції. Натомість зростання імпорту товарів уповільнилося завдяки скороченню імпорту енергоносіїв та зниженню цін на окремі товари споживчого імпорту.

Дефіцит поточного рахунку був більш ніж компенсований припливом капіталу за фінансовим рахунком (0.8 млрд дол.), сформованим насамперед залученнями державного сектору. Вони були забезпечені як офіційним фінансуванням, так і портфельними інвестиціями нерезидентів у гривневі державні цінні папери. У свою чергу приватний сектор був чистим кредитором для зовнішнього світу попри чистий приплив ПІІ (майже 0.8 млрд дол.). Завдяки профіциту платіжного балансу (0.3 млрд дол.) міжнародні резерви за I квартал майже не змінилися, незважаючи на виплати перед МВФ. Станом на кінець I кварталу резерви становили 20.6 млрд дол., або 3.4 місяця імпорту майбутнього періоду

### **У 2019 році економічне зростання тимчасово сповільниться**

Зростання економіки у 2019 році сповільниться до 2.5%, проте прискориться вже з наступного року (до 2.9% та 3.7% у 2020 і 2021 роках відповідно).

У 2019 році зниження темпів економічного зростання зумовлюється сповільненням глобальної економіки та обсягів світової торгівлі, стриманою фіскальною політикою через потребу погашення значних обсягів державного боргу, а також жорсткими монетарними умовами, необхідними для зниження інфляції до цілі. Крім того, очікується зниження врожаїв зернових і олійних після рекордних показників у 2018 році. Частково дія цих факторів буде компенсована поліпшенням умов торгівлі, передусім унаслідок підвищення цін на окремі товари українського експорту та низькі ціни на природний газ.

Основним драйвером економічного зростання залишатиметься приватне споживання. Однак його приріст уповільниться через зниження темпів зростання реальних доходів домогосподарств – заробітних плат, пенсійних виплат, а також грошових переказів із-за кордону. Інвестиційний попит стримуватиметься політичною невизначеністю в рік подвійних виборів.

Прискоренню зростання реального ВВП з наступного року сприятимуть поступове пом'якшення монетарної політики, що стимулюватиме внутрішній попит, а також поживлення інвестиційної активності після зменшення невизначеності щодо політичної ситуації. Певною мірою стримуватиме економічне зростання скорочення обсягів транзиту природного газу до Європи внаслідок будівництва обхідних газопроводів.

У 2019 році дефіцит поточного рахунку збережеться на рівні попереднього року й становитиме 3.3% ВВП у результаті дії різноспрямованих факторів. Надходження від продажу минулорічного рекордного врожаю кукурудзи та ефекти сприятливих умов торгівлі нівелюватимуться охолодженням економік країн – ОТП України, що позначиться на експортних поставках і обсягах грошових переказів від трудових мігрантів. На прогнозованому горизонті дефіцит поточного рахунку дещо збільшиться (до 4% у 2021 році)

внаслідок скорочення обсягів транзиту газу та низького попиту з боку країн – ОТП України, а також прискорення внутрішнього інвестиційного попиту.

### **Ключовим припущенням макроекономічного прогнозу залишається подальше виконання Україною взятих зобов'язань за програмою співпраці з МВФ**

Отримання фінансування від МВФ та інших офіційних кредиторів дасть змогу поліпшувати умови доступу до міжнародних ринків капіталу та підтримувати жвавий інтерес нерезидентів до ОВДП у національній валюті на прогнозованому горизонті. Відповідні боргові залучення дадуть змогу уряду профінансувати виплати за зовнішнім державним боргом у 2019 – 2021 роках. Водночас збереження високих реальних процентних ставок сприятиме припливу іноземного боргового та інвестиційного капіталу до приватного сектору. У результаті обсяги міжнародних резервів стабілізуються на рівні близько 21–22 млрд дол. на прогнозованому горизонті.

### **Основними ризиками прогнозу є погіршення очікувань та зовнішніх умов**

Основним внутрішнім ризиком для реалізації зазначеного макроекономічного прогнозу є посилення невизначеності в рік подвійних виборів. Характерні для періоду парламентських виборів затримки з прийняттям бюджету та формуванням нового Уряду, а також зростання бюджетних видатків на соціальну сферу темпами вищими за зростання рівня продуктивності праці можуть негативно вплинути на фінансовий ринок та інфляційні очікування.

Вагомими зовнішніми ризиками базового сценарію є погіршення зовнішніх умов через можливий перехід світової економіки у фазу рецесії, а також зниження світових цін на сировинні товари. Ризики більш стрімкого сповільнення світової економіки останнім часом зростають на тлі посилення геополітичних конфліктів, невизначеності щодо реалізації виходу Великобританії з ЄС, стрімкого зниження темпів зростання Єврозони, підвищення волатильності на фінансових ринках. Зміна зовнішніх умов позначиться на надходженнях валюти в країну за поточним рахунком, на можливості держави та приватного сектору залучати боргові ресурси на міжнародному ринку капіталу та на попиті нерезидентів на номіновані в гривні ОВДП.

Крім того, високими залишаються ризики, пов'язані з ескалацією військового конфлікту та новими торговельними обмеженнями з боку Росії. Також додаткова невизначеність генерується з приводу обсягів транзиту газу через територію України з 2020 року внаслідок будівництва обхідних газопроводів до Європи.

### **Монетарна політика поступово пом'якшуватиметься, з урахуванням необхідності досягнення інфляційної цілі в 5%**

Наразі стійка тенденція до уповільнення інфляції до цілі в 5% дає змогу НБУ розпочати цикл зниження облікової ставки. З огляду на оновлений макроекономічний прогноз та баланс ризиків для нього Правління ухвалило рішення знизити облікову ставку до 17.5% річних з 26 квітня 2019 року. У базовому сценарії передбачається подальше зниження облікової ставки. Наступні кроки будуть залежати від реалізації інфляційних ризиків та поліпшення інфляційних очікувань. Водночас зберігатимуться жорсткі монетарні умови, необхідні для сповільнення інфляції до цілі в 5% у 2020 році. Така жорсткість буде поступово зменшуватися через послаблення інфляційного тиску. Відповідно, облікова ставка в реальному вимірі знижуватиметься з поточних 10-11% до свого рівноважного рівня 3-4% у 2021 році.

Разом з тим, попри наявність макроекономічних передумов для циклу зниження облікової ставки, цьому процесу може стати на заваді реалізація ризиків для фінансової стабільності України, а також ризиків для збереження незалежності НБУ. У разі реалізації зазначених ризиків НБУ в тому числі реагуватиме інструментами монетарної політики.

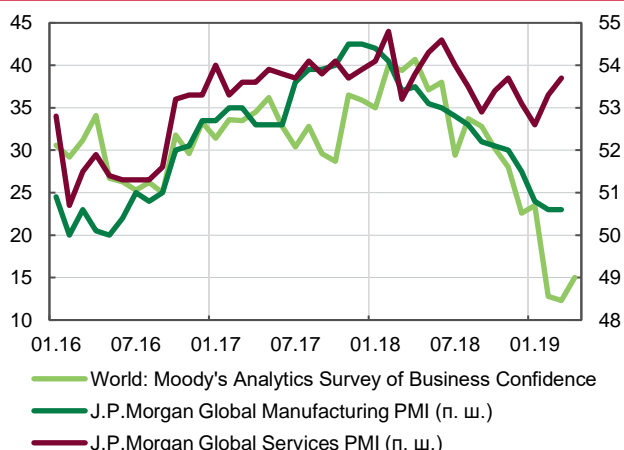
## Частина 1. Зовнішнє середовище

Зростання глобальної економіки та світової торгівлі уповільнилося через дію протекціоністських заходів, які поширилися майже на всі країни світу, а також через вплив специфічних чинників в окремих країнах. Усе це позначилося передусім на промислових видах діяльності. Водночас стійке приватне споживання завдяки сильним показникам ринків праці підтримувало зростання в більшості країн. Випереджаючі індикатори свідчили про подальше послаблення ділової активності на початку 2019 року. Натомість переговори щодо торговельних обмежень у I кварталі додали оптимізму щодо подальшого зростання світової економіки.

На тлі сповільнення темпів зростання світової торгівлі знижувалися ціни на більшості товарних ринків, за винятком нафти і залізної руди, де важливу роль відігравали фактори з боку пропозиції. Середньозважений індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСPI) у I кварталі 2019 року залишився майже на рівні попереднього кварталу та був вищим, ніж очікувалося.

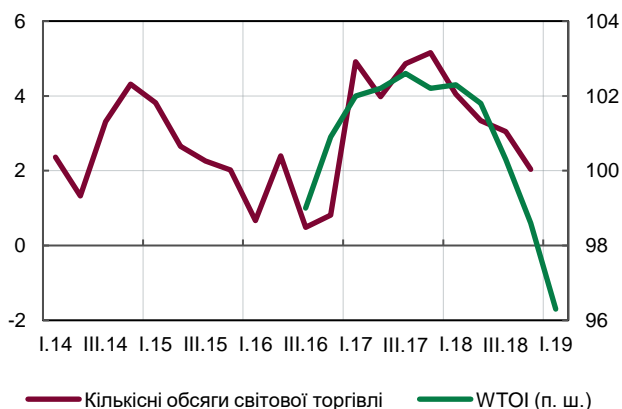
На світових фінансових ринках умови для ЕМ поліпшилися. Зокрема, цьому сприяло суттєве пом'якшення риторики провідних центральних банків, зокрема ФРС та ЄЦБ, з огляду на помірний інфляційний тиск та уповільнення економічного зростання. Це призвело до стрімкого зниження дохідності довгострокових облігацій розвинутих країн, що збільшило інтерес інвесторів до високоприбуткових, хоча й ризикових, активів.

**Графік 1.1.** Глобальний PMI та рівень ділової довіри за результатами опитування Moody's



Джерело: HIS Markit, Moody's.

**Графік 1.2.** Кількісні обсяги світової торгівлі (% р/р) та випереджаючий індикатор WTOI, п.



Джерело: СOT.

### 1.1. Економічна активність

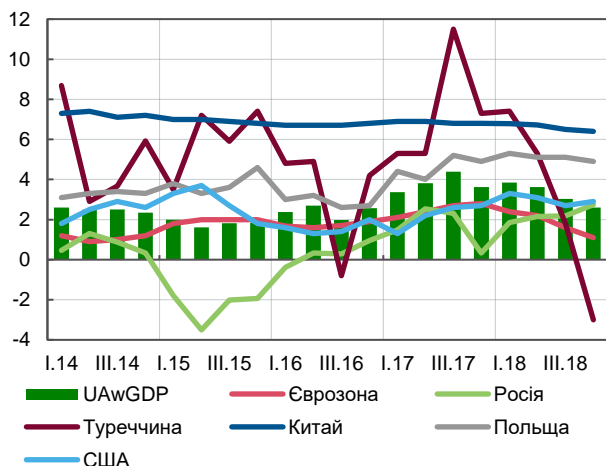
Зростання світової економіки дедалі сповільнювалося через посилення протекціоністських заходів та вичерпання позитивних ефектів від низьких процентних ставок. На додачу в окремих країнах суттєвий негативний вплив мали специфічні фактори (запровадження жорсткіших екологічних норм для автомобілів у Німеччині, невизначеність щодо економічної політики в Італії, протести у Франції, Brexit тощо). Поєднання цих факторів негативно позначилося передусім на зовнішній торгівлі та промисловому виробництві. Випереджаючий індикатор світової торгівлі WTOI, розрахований СOT на I квартал 2019 року, [став найнижчим показником з березня 2010 року](#), а його рівень сигналізував про розвиток світової торгівлі нижче тренду. Global Manufacturing PMI на початку 2019 року суттєво знизився, наблизившись до критичної позначки в 50 п. Зокрема, за даними Global Sector PMI (березень 2019), тривало падіння світового виробництва автомобілів (темпи падіння були найбільші за останні десять років) та шостий місяць поспіль – у металургійному виробництві і добувній галузі.

Водночас завдяки певному затишшю в торговельних війнах у лютому-березні Global manufacturing PMI залишився практично незмінним завдяки незначному зростанню у споживчих та інвестиційних товарах. Про подальшу підтримку зростанню з боку приватного споживання свідчило зростання Global Services PMI. Крім того, наприкінці I кварталу 2019 року дещо зріс рівень ділової довіри за результатами опитування Moody's.

Середньозважений показник економічного зростання країн – торговельних партнерів України в IV кварталі знизився суттєвіше, ніж очікувалося, передусім через значне послаблення економічної активності в Євросоні і Туреччині. Зростання економіки Євросоні уповільнилося (до 1.1% р/р) як унаслідок погіршення зовнішнього попиту,

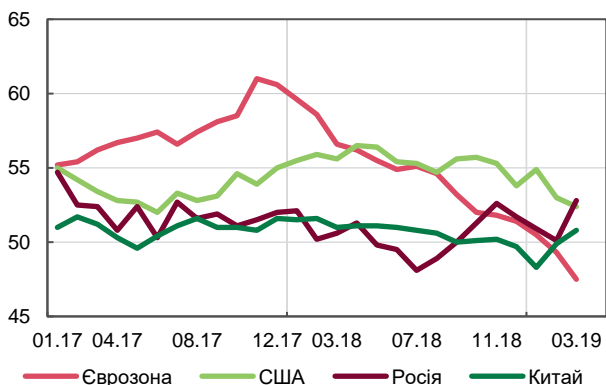


**Графік 1.3.** Реальний ВВП окремих країн та середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України (UAwGDP), % р/р



Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

**Графік 1.4.** PMI промисловості окремих країн світу



Джерело: IHS Markit.

**Графік 1.5.** Світові ціни на нафту марки Brent (дол./бар.) та ціни на природний газ на німецькому хабі (дол./м³)



Джерело: Thomson Reuters.

так і специфічних внутрішніх чинників, зокрема запровадження нових екологічних стандартів для нових авто в Німеччині. Темпи зростання економіки були [нижчими від потенційного рівня](#), хоча ще на початку 2018 року спостерігалася протилежна ситуація. Підтримувала економічну активність відносна стійкість на ринку праці – на кінець року рівень безробіття знизився до найнижчого показника за останні десять років (7.9%), а зростання заробітних плат прискорилося. Однак інфляція залишалася низькою й за вирахуванням впливу від зміни цін на енергоносії й надалі поступово послаблювалася. На початку 2019 року темпи зростання ділової активності в Єврозоні продовжували сповільнюватися – до мінімуму за останні майже шість років на кінець I кварталу, за даними індексу PMI. Причому суттєве сповільнення продовжували демонструвати три найбільші економіки – Німеччина, Франція та Італія.

Серед розвинутих країн вирізнялися США. Темпи зростання їх економіки в IV кварталі залишалися високими (2.8% р/р) завдяки проциклічній фіскальній політиці та перевищували темпи зростання потенційного ВВП. Зростання інвестицій приватного сектору й надалі прискорювалося, що компенсувало уповільнення темпів зростання експорту й імпорту через протекціоністські заходи. Споживчий попит підтримувався відносно сильним ринком праці та зростанням заробітних плат. Крім того, [підвищення продуктивності праці](#) було суттєвим, перевищивши середні темпи за останні п'ять років. Однак у I кварталі 2019 року, згідно з динамікою PMI промисловості, ділова активність у США знизилася до мінімального рівня за останні два роки через мляве збільшення експортних замовлень унаслідок торговельних протистоянь та низького попиту з боку іноземних компаній через дію високих тарифів.

Країни, ринки яких розвиваються, виявили, за певним винятком, більшу стійкість до геоекономічних потрясінь на противагу розвинутих країнам. Економічне зростання країн ЦСЄ у IV кварталі залишалось стійким. Основну підтримку надавав внутрішній попит як за рахунок розширення споживання (через зростання заробітних плат на тлі збільшення зайнятості), так і інвестицій (зокрема державних через співфінансування з фондів ЄС у рамках діючих програм терміном на чотири роки).

Темпи зростання економіки РФ прискорилися завдяки зростанню в добувній промисловості та прискоренню росту в сільському господарстві. Випереджаючі індикатори за березень вказували на подальше поліпшення ринкової кон'юнктури в обробних галузях на тлі поліпшення ділових очікувань. Зростання в РФ, у свою чергу, підтримувало економічне зростання в Білорусі та Казахстані.

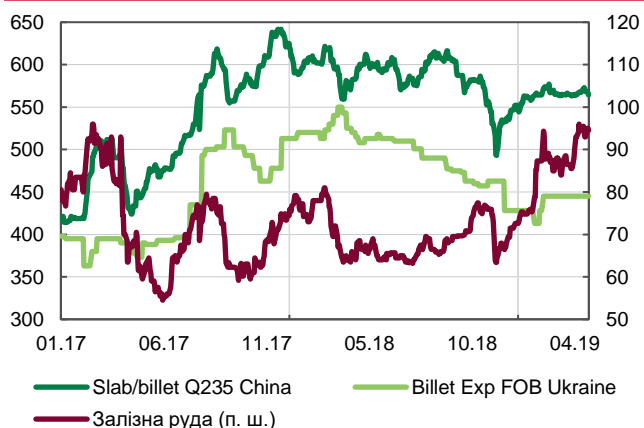
Темпи зростання окремих країн з азійського регіону, зокрема Китаю, Індії, хоча й уповільнювалися, залишалися доволі високими. Вагомим фактором зростання була державна підтримка та внутрішнє споживання. Натомість ВВП Туреччини в IV кварталі 2018 року суттєво знизився – на 3% р/р – через стрімке

**Графік 1.6.** Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСПІ)



Джерело: розрахунки НБУ.

**Графік 1.7.** Ціни Китаю та України на окремі сталеві напівфабрикати, дол./т



Джерело: Thomson Reuters.

**Графік 1.8.** Світові ціни на зернові, дол./т



Джерело: Thomson Reuters.

падіння в промисловості та будівництві внаслідок значного звуження внутрішнього попиту та інвестицій.

## 1.2. Світові товарні ринки

Після стрімкого падіння наприкінці минулого року світові ціни на нафту з початку 2019 року поступово зростали. Вагомим фактором підтримки цін було обмеження виробництва в рамках виконання угоди ОПЕК+, насамперед Саудівською Аравією, та зниження обсягів постачання нафти Венесуелою та Іраном через санкції США. Однак утримання видобутку нафти США на рекордно високому рівні стримувало подальше зростання цін на нафту. З початку квітня ціни на нафту прискорили зростання. Вагомим фактором стала заява президента США Д. Трампа про відсутність необхідності продовження пом'якшених санкцій проти Ірану в нафтових питаннях, дія яких завершується 02 травня.

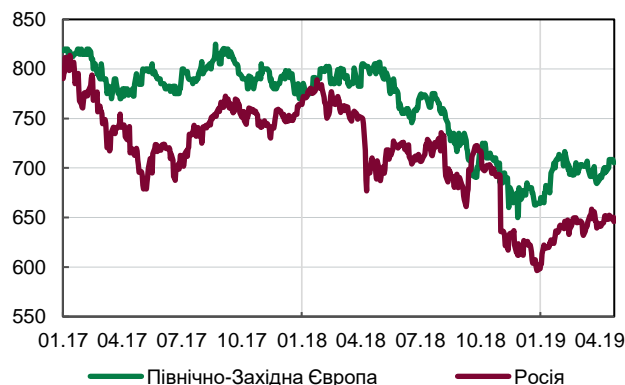
Натомість ціни на природний газ продовжили зниження, розпочате у вересні минулого року. Це було зумовлено накопиченими значними запасами скрапленого природного газу завдяки відносно теплій зимі в Північній півкулі та зростанню обсягів видобування газу США та Росією.

У свою чергу, індекс ЕСПІ, який агрегує динаміку світових цін на товари, що переважають в українському експорті, у I кварталі 2019 року залишався практично на рівні попереднього кварталу. І хоча в річному вимірі його падіння поглибилося, у цілому зовнішня цінова кон'юнктура для українських експортерів була кращою, ніж очікувалося в Інфляційному звіті за січень 2019 року.

Ціни на сталь на світових ринках на початку 2019 року помірно зросли на тлі позитивних новин про перебіг торговельних переговорів між США та Китаєм. Однак надалі зростання зупинилося через відсутність конкретних результатів перемовин та слабкий попит. За даними Global Steel Users PMI в лютому 2019 року зниження попиту було найсуттєвішим за останні десять років. При цьому пропозиція на ринку залишалася значною: окремі країни продовжували нарощувати обсяги виробництва сталі, зокрема США та Китай, хоча інші, такі як Туреччина та Іран, – суттєво його скоротили.

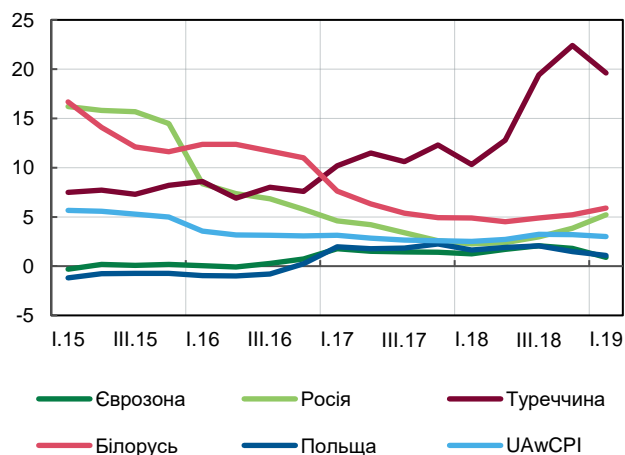
Світові ціни на залізну руду, попри очікуване зниження, істотно зросли внаслідок обмеження пропозиції в результаті прориву дамби на залізорудній шахті компанії Vale в Бразилії. Так, одразу після катастрофи компанія оголосила про скорочення поставок на понад 40 млн т на рік, а з часом – ще про додаткове скорочення на 30 млн т. Загалом це близько 15% потужності компанії, яка є світовим лідером з виробництва залізної руди. Крім того, в компанії виникли ускладнення з регуляторними органами Бразилії, які спровокували побоювання, що скорочення поставок може торкнутися й інших видобувних компаній. До кінця I кварталу ціни дещо стабілізувалися завдяки анонсованому компанією Vale відновленню роботи на одній з копалень. Однак з початку

Графік 1.9. Світові ціни на соняшникову олію, дол./т



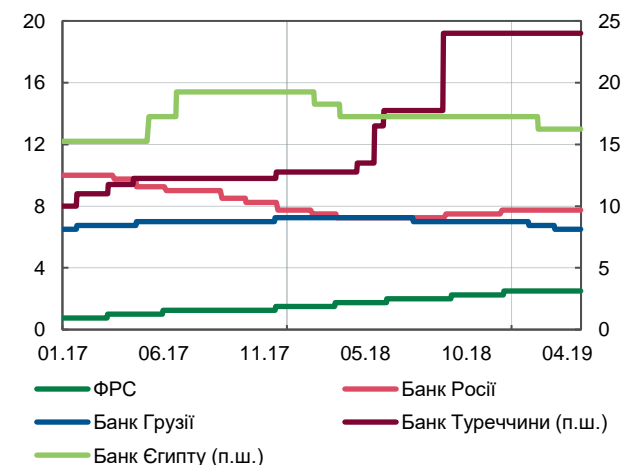
Джерело: Thomson Reuters.

Графік 1.10. Індекс споживчих цін окремих країн – ОТП України та середньозважений показник ІСЦ країн – ОТП України (UAWCPI), % р/р



Джерело: Офіційні сторінки окремих центральних банків.

Графік 1.11. Ключові процентні ставки окремих центральних банків країн світу, %



Джерело: Офіційні сторінки окремих центральних банків.

квітня ціни на залізну руду знову зросли, сягнувши 5-річних максимумів, через несприятливі погодні умови в Австралії та підвищений попит з боку Китаю. Останній був спричинений відновленням будівництва після зимового періоду та нарощуванням запасів залізної руди металургійними компаніями в умовах перебоїв з постачанням.

Світові ціни на кукурудзу залишалися на відносно стабільному та низькому рівні протягом кварталу через високі запаси цієї культури, зокрема в Україні, та поліпшення оцінок International Grain Council поточного світового врожаю. На противагу їм, ціни на пшеницю були доволі волатильними. На початку року вони стрімко зростали через: домовленості між США та Китаєм щодо закупівлі останнім значної кількості сільськогосподарських продуктів зі США (у тому числі пшениці); тимчасове ускладнення погодних умов у США; невисокі оцінки USDA світового урожаю пшениці в 2018/2019 МР (на 3.9% менше, ніж попереднього МР) на тлі рекордно низьких посівних площ під цю культуру; значний попит з боку Бразилії, Індії, Італії, Єгипту, Сирії, Алжиру та Індонезії. Однак у другій половині кварталу ціни на пшеницю стрімко знизилися. Це зумовило збільшення виробництва пшениці в Аргентині та поліпшення очікувань урожаю в Австралії, Індії, ЄС, Бразилії, Індонезії тощо.

Ціни на соняшникову олію знижувалися на більшості регіональних ринків під впливом високої пропозиції та зниження цін на інші види рослинної олії, особливо соєвої та ріпакової. Водночас зростання цін та попиту на пальмову олію, яку почали активно використовувати як біопаливо в Індонезії та Малайзії, дещо підтримало ціни й на інші види олії, у тому числі соняшникову.

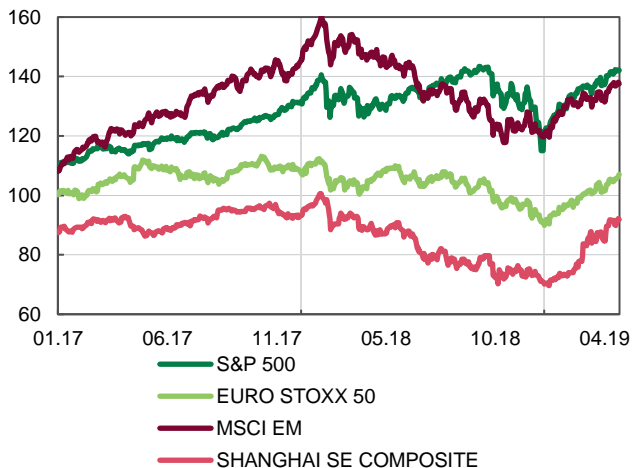
### 1.3. Світові фінансові ринки

Уповільнення економічної активності призвело до зменшення інфляції в більшості країн на початку 2019 року. Як наслідок, зовнішній інфляційний тиск з боку країн – ОТП України, виражений індексом UAWCPI<sup>2</sup>, знизився до 2.9% р/р у I кварталі 2019 року. Це внесло корективи й у проведення монетарної політики, насамперед провідними центральними банками.

Так, протягом I кварталу в протоколах засідань ФРС, ЄЦБ та Банку Японії йшлося про можливість пом'якшення монетарної політики в разі реалізації негативних ризиків для економічного зростання та інфляції. Зокрема, як і очікувалося, ФРС з початку року залишила незмінною ставку за федеральними фондами, однак, на відміну від попередніх рішень, наголосила на подальшому "терплячому" підході до проведення монетарної політики та очікуваннях щодо незмінності ставки до кінця поточного року. Крім того, за результатами березневого засідання ФРС оголосила зміни до плану нормалізації балансу ФРС (зменшення мінімальної суми

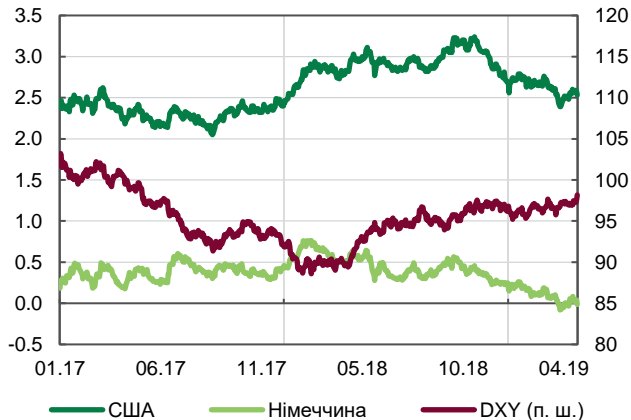
<sup>2</sup> Детальніше про індекс UAWCPI – в Інфляційному звіті за квітень 2016 року.

**Графік 1.12. Індекси світового фондового ринку, 01.01.2016 = 100**



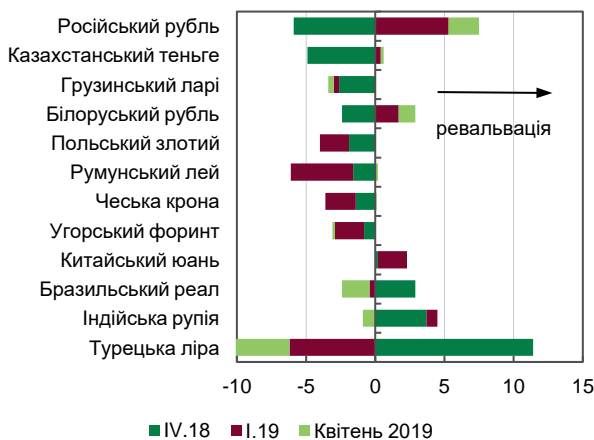
Джерело: Thomson Reuters.

**Графік 1.13. Дохідність 10-річних державних облигацій США та Німеччини, %**



Джерело: Thomson Reuters.

**Графік 1.14. Зміна обмінних курсів валют окремих країн до долара США (на кінець періоду), %**



Джерело: Thomson Reuters, розрахунки НБУ, станом на 24.04.2019.

реінвестування основного боргу для казначейських облигацій із травня 2019 року та припинення скорочення обсягу цих облигацій з вересня), що сприяло зменшенню спекуляцій навколо цього процесу. ЄЦБ, у свою чергу, попри згортання програми викупу цінних паперів, суттєво пом'якшив свою риторику щодо подальшого проведення монетарної політики та оголосив про введення з вересня поточного року нової програми довгострокового рефінансування TLTRO-III. Це змістило очікувані терміни підвищення процентної ставки ЄЦБ зонайменше до травня-червня 2020 року. Пом'якшили свою монетарну політику й центральні банки окремих ЕМ, зокрема Єгипту, Грузії, Індії.

Окрім пом'якшення монетарної політики провідними центральними банками поліпшення умов на світових фінансових ринках для ЕМ зумовили:

- зростання оптимізму щодо торговельних переговорів між США та Китаєм на тлі відтермінування введення США додаткових мит на 60 днів;
- завершення "shutdown" (тимчасового призупинення роботи федерального уряду) в США;
- дані кращі за очікування статистичні макроекономічні дані США;
- зворотний викуп акцій після розпродажу наприкінці 2018 року американськими інвесторами замість отримання дивідендів, оскільки дохід на капітал у США оподатковується за меншими ставками, ніж дивіденди;
- стрімке зростання акцій технологічного сектору, серед іншого, завдяки збільшенню попиту на мікросхеми;
- згода ЄС про відтермінування виходу Великобританії з об'єднання до 22 травня 2019 року (пізніше – до 31 жовтня).

Перетікання капіталу на ринки акцій в умовах уповільнення інфляції та пом'якшення риторики провідними центральними банками знизили дохідність довгострокових державних цінних паперів провідних країн, а дохідність цінних паперів Німеччини знову ввійшла у від'ємну зону. З огляду на нестачу високоприбуткових активів на світових ринках<sup>3</sup> це сприяло збільшенню попиту на активи ЕМ. Незважаючи на це, валюти ЕМ здебільшого знецінилися. Це відбулося на тлі помірної зміцнення долара США, збереження ризиків для світової економіки і торгівлі, а також відображало перехід до менш жорсткої монетарної політики окремими центральними банками.

<sup>3</sup> За оцінками агенції Bloomberg станом на початок лютого 2019 року в обігу на світових фінансових ринках знаходилося 8.6 трлн дол. фінансових активів з від'ємним рівнем доходності (для порівняння, міжнародні резерви країн світу на кінець 2018 року становили 10.7 трлн дол.).



## Вставка 1. Реакція фінансових ринків на зміну комунікацій ФРС та ЄЦБ

Рішення з монетарної політики мають суттєвий вплив на фінансові ринки не тільки через зміну поточних умов проведення операцій центральним банком з учасниками ринку, але й шляхом формування очікувань учасників ринку щодо вірогідної траєкторії процентних ставок та монетарних умов загалом на довгострокову перспективу. В умовах інформаційної асиметрії комунікації центрального банку є базовим каналом для передавання інформації, яку фінансовий сектор урахує в котируваннях акцій/облігацій. Останнім часом з'явилося багато досліджень реакції фінансового ринку на рішення та комунікації з питань монетарної політики, та подальшої монетарної трансмісії<sup>4</sup>.

Важливо при цьому відокремлювати вплив монетарних шоків (таких як підвищення ставки, зміна монетарного режиму тощо) від впливу інформації, яку повідомляє центральний банк. Іншими словами – виокремити вплив інструментів монетарної політики та вплив комунікаційної компоненти. Один з підходів до вирішення цього питання представлений [Jarocinski and Karadi \(2018\)](#). Підвищення процентної ставки зазвичай супроводжується зниженням котирувань акцій. Натомість трапляються випадки односпрямованої зміни процентної ставки центрального банку та котирувань акцій. Це, на думку авторів, є результатом оприлюднення центральними банками інформації щодо стану та перспектив економічного розвитку та подальшим переглядом учасниками ринку власних прогнозів. Далі автори виокремлюють безпосередньо вплив компоненти комунікацій на індекси акцій та ринкові процентні ставки на прикладах ФРС та ЄЦБ.

Так, 20 березня 2001 року ФРС вразила учасників ринку несподіваним рішенням щодо більшого за очікуване зниження процентної ставки за федеральними коштами (на 50 б. п.). Однак замість прогнозованого підвищення індекс S&P 500 суттєво впав у перші півгодини після прийняття рішення. Така реакція виглядає менш дивною, зважаючи на зроблений ФРС у прес-релізі за підсумками засідання акцент на значних ризиках, які можуть зумовити слабкий попит та інерцію в промисловості. Такі випадки не є поодинокими: третина рішень ФРС після 1990 року супроводжувалися додатною кореляцією між зміною процентної ставки та котирувань акцій.

В ЄЦБ майже половина інформаційних повідомлень за результатами засідань центрального банку (у прес-релізах та під час виступу голови ЄЦБ) супроводжувалася додатною кореляцією між зміною базової ставки ЄЦБ та зміною індексу акцій. Такий результат пояснюється більшою транспарентністю комунікаційної політики ЄЦБ порівняно з ФРС на інтервалі вибірки (ЄЦБ організує прес-конференції з 1999 року, тоді як ФРС запровадила їх з 2011 року).

Одним з найбільших комунікаційних шоків ЄЦБ став неочікуваний розворот у бік пом'якшення монетарної політики в серпні 2011 року під час кризи суверенних боргів. Тоді ЄЦБ залишив ставку незмінною після

дворазового підвищення у квітні та липні. Незважаючи на це, індекс EuroStoxx 50 відреагував масштабним падінням, оскільки ЄЦБ у комунікаціях наголосив на значній невизначеності, особливо на фінансових ринках. У липні 2012 року ЄЦБ знизив процентну ставку на 25 б. п., зважаючи на реалізацію значної частини ризиків для Єврозони. Фондовий ринок впав більш ніж на 2%.

Комунікації центрального банку впливають не лише на короткострокові процентні ставки, але й на довгострокові, від яких залежать економічні рішення. Так, [Leombroni, Vendolin, Venter and Whelan \(2018\)](#) продемонстрували, що комунікаційна компонента відповідає за найбільші зміни в кривій дохідності в Єврозоні у вузькому часовому інтервалі після публікації прес-релізу та прес-конференції голови ЄЦБ. Ефект впливу зміни ставки центральним банком швидко зменшується з просуванням по кривій дохідності. Водночас, за результатами дослідження [Hansen, McMahon and Tong \(2018\)](#) вагомим фактором впливу на формування кривої дохідності на її довшому відрізку є економічна невизначеність. Так, заходи монетарної політики можуть змінювати ймовірнісний прогноз економічного розвитку. Як наслідок, вірогідність окремих варіантів розвитку економіки може бути взагалі виключена. Тому комунікації центральних банків суттєво впливають на довгострокові процентні ставки. Особливо це стосується розподілу ризиків та невизначеності щодо економічних умов. Сигнали, які впливають на довгострокові процентні ставки, не позначаються на короткострокових і знаходять відображення, насамперед, у премії за ризик. Причому прояв відбувається в частині строкості внаслідок зміни зацікавленості інвесторів у цінних паперах з різними термінами погашення.

Зміни монетарних інструментів і комунікації по-різному впливають на різних часових горизонтах. Якщо вони зорієнтовані на короткострокову перспективу – їхній вплив зменшує строкову премію. У разі орієнтації на середньострокову перспективу (наприклад, за політики forward guidance) – зумовлює підвищення строкової премії за різними термінами погашення. Найбільший ефект спостерігається на короткостроковому відрізку кривої дохідності.

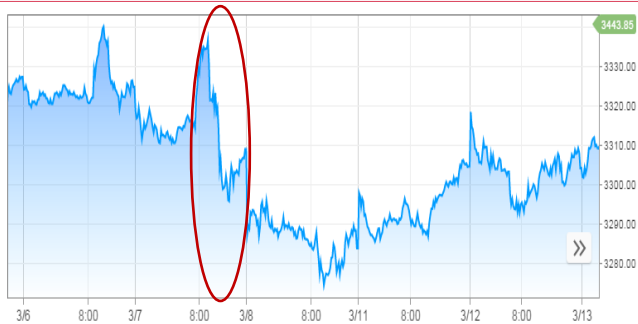
Характерно, що у випадку ЄЦБ вплив макроекономічних оцінок центрального банку на ринкові очікування щодо майбутньої траєкторії процентних ставок був переважаючим до 2012 року. Після наближення ставок ЄЦБ до нульового рівня під час реалізації QE та з переходом із липня 2013 року до політики forward guidance посилюється вплив суто монетарних шоків (у тому числі, інформації щодо змін у монетарній політиці). Такі висновки роблять [Andrade and Ferroni \(2018\)](#).

ФРС та ЄЦБ на своїх останніх засіданнях, які відбулися в березні 2019 року, сигналізували про суттєвіше пом'якшення монетарної політики, ніж враховували учасники ринку в котируваннях акцій. Зміни в бік пом'якшення монетарної політики ЄЦБ мали кардинальний

<sup>4</sup> Окремі дослідження будуть представлені на щорічній дослідницькій конференції НБУ "Комунікації центрального банку: від таємниці - до прозорості" 23-24 травня 2019 року (<http://conference.bank.gov.ua>).

характер. Так, ЄЦБ відтермінував підвищення ставок щонайменше до середини 2020 року (раніше зміни очікувалися вже цього року), повідомив про новий раунд цільових операцій довгострокового рефінансування та суттєво знизив прогноз розвитку економіки Єврозони. У відповідь на оприлюднення цих рішень дохідність 10-річних суверенних облігацій Німеччини впала до найнижчого рівня за останні три роки. Фондові ринки відреагували зростанням, яке було нівельовано до кінця сесії. Найбільших втрат зазнали акції банків – з огляду на перспективу збереження ставок на близькому до нульового рівні, що негативно впливає на прибутки банків. Частково в різких коливаннях фінансового ринку звинувачують торгівлю акціями, засновану на алгоритмічному підході, який асоціює пом'якшення монетарної політики центральних банків зі зростанням акцій. Таким чином, у цілому перехід ЄЦБ до більш м'якої монетарної політики на тлі погіршення макроекономічних прогнозів був сприйнятий інвесторами з песимізмом.

**Графік 1.** Погодинна динаміка індексу Euro Stoxx 50 у період з 03 до 13 березня та після березневого засідання ЄЦБ (07 березня 2019 року)



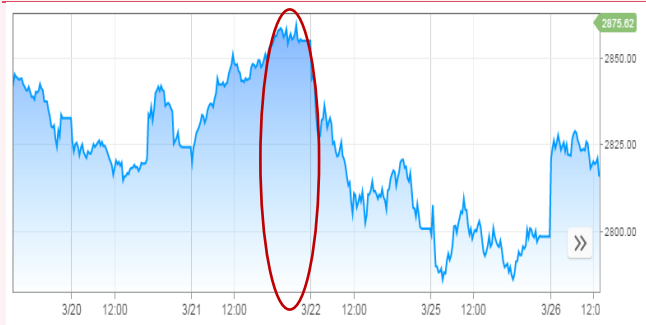
Джерело: <https://www.cnbc.com/quotes/?symbol=.STOXX50E>.

ФРС також суттєво пом'якшила монетарну політику за результатами засідання в березні: оголосила плани про завершення нормалізації балансу центрального банку у вересні (і припустила можливість повернення до нарощування балансу), паузу в підвищенні ставки в поточному році і лише одне підвищення у 2020 році, помірно знизила медіанні прогнози зростання ВВП та інфляції. Сюрпризом для учасників ринку була підтримка цього рішення ФРС значною кількістю членів FOMC. Упродовж лише кількох місяців позиція ФРС змінилася із систематичного скорочення балансу на уповільнення скорочення та повне його припинення. Це усунуло другий за значущістю (після процентної ставки) інструмент посилення монетарної політики.

Першою реакцією фондового ринку (після публікації прес-релізу ФРС) було прискорення зростання. Однак воно було нівельоване масштабним розпродажем у другій половині сесії, тоді як інвестори зважували ефект пом'якшення монетарної політики ФРС порівняно з масштабом очікуваного уповільнення економіки США та світової економіки. Позитивні оцінки стану економіки США та очікування помірного уповільнення світової економіки, висловлені Головою ФРС Дж. Пауелом під час прес-конференції, зменшили занепокоєння з цього приводу. Динаміка акцій вирівнялася по мірі усвідомлення учасниками ринку інформаційного контенту, закладеного

в рішеннях ФРС. У результаті індекс S&P 500 підвищився.

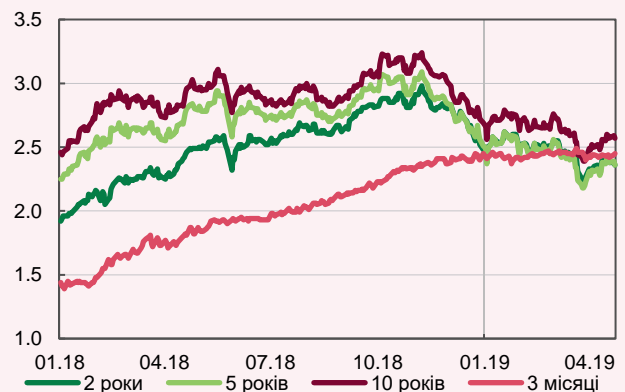
**Графік 2.** Погодинна динаміка індексу S&P 500 у період з 20 до 26 березня та після березневого засідання ФРС (21 березня 2019 року)



Джерело: <https://www.cnbc.com/quotes/?symbol=.SPX>

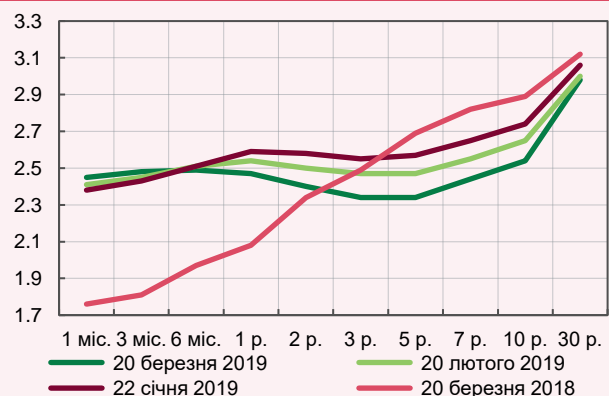
Погіршення перспектив економічного розвитку суттєвіше позначилося на котируваннях облігацій. Дохідність 10-річних казначейських облігацій знизилася на 8 б. п. у день засідання ФРС і її падіння тривало до найнижчого рівня за останні два роки. Крива дохідності набула більш інвертованої форми після засідання ФРС, а ймовірність зниження процентної ставки підвищилася.

**Графік 3.** Дохідність облігацій США з різними термінами погашення



Джерело: ФРС.

**Графік 4.** Крива дохідності за результатами засідань ФРС



Джерело: ФРС, розрахунки НБУ.

Таким чином, на порівняно однакову спрямованість рішень ЄЦБ та ФРС у бік пом'якшення фінансові ринки відреагували протилежною динамікою через відмінності в комунікаціях. У той час як ЄЦБ зробив акцент на слабкості економіки, ФРС обмежилася застереженнями щодо ризиків та сигналізувала про вичікувальний підхід до монетарної політики.

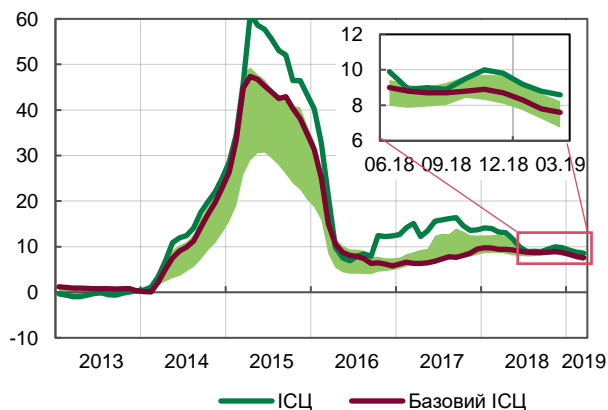
## Частина 2. Внутрішня економіка

### 2.1. Інфляційний розвиток

У I кварталі 2019 року тривало сповільнення споживчої інфляції – до 8.6% р/р у березні (з 9.8% р/р у грудні 2018 року). Фактичний показник інфляції практично відповідав прогнозу, опублікованому в "Інфляційному звіті" (січень 2019 року). Зниженню інфляції сприяла жорстка монетарна політика НБУ, що зокрема проявилась у зміцненні обмінного курсу гривні до кошика валют країн-партнерів. Крім того, протягом кварталу тривало поліпшення інфляційних очікувань більшості груп респондентів. У результаті базова інфляція уповільнилася до 7.6% р/р, дещо швидше, ніж очікувалося.

Зміцнення гривні разом зі зниженням світових цін на нафту в попередні періоди сприяло падінню цін на паливо. Натомість попри певне послаблення, зберігався тиск, пов'язаний зі зростанням виробничих витрат. Серед іншого, це проявилось у помірному зниженні темпів зростання цін на ринкові послуги, а також було додатковим чинником збільшення внеску від зростання адміністративно регульованих цін на тлі підвищення тарифів на послуги ЖКГ. Під впливом тимчасових чинників дещо прискорилося зростання цін на сирі продукти харчування, однак їх внесок у загальну інфляцію залишився незначним, а інші показники інфляції продуктів харчування свідчили про зниження тиску. Зокрема завдяки значному врожаю попереднього року та поліпшенню ситуації в тваринництві, передусім птахівництві, знизився індекс цін продукції сільського господарства, послабилося зростання цін у виробництві харчової продукції. Разом зі сприятливою ситуацією на валютному ринку та зниженням світових цін на більшість сировинних товарів, це сприяло уповільненню зростання промислової інфляції (до 8.9% р/р у березні).

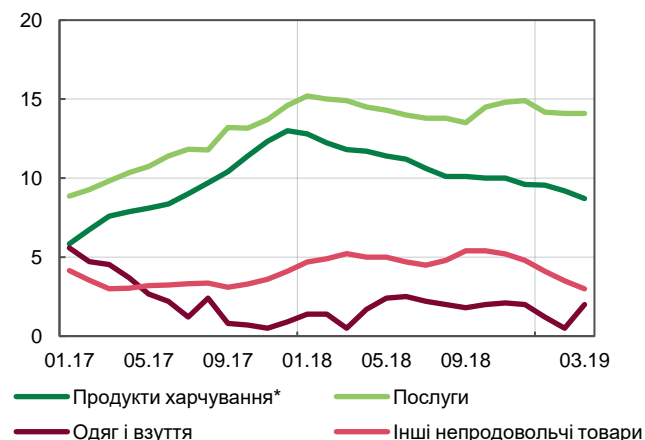
Графік 2.1.1. Основний інфляційний тренд\*, % р/р



\* Зелене поле – діапазон показників базової інфляції.

Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.1.2. Основні компоненти БІСЦ, % р/р



\* З високим ступенем обробки.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

#### Базова інфляція

Протягом I кварталу 2019 року тривало послаблення фундаментального інфляційного тиску: базова інфляція сповільнилася до 7.6% р/р у березні з 8.7% р/р у грудні 2018 року. За результатами альтернативних розрахунків<sup>5</sup> у I кварталі показники базової інфляції також почали знижуватися. До того ж діапазон цих показників залишився вузьким, що свідчить про порівняно однорідну зміну цін на товари (послуги)-представники, що входять до розрахунку інфляції, під впливом спільних чинників, серед яких – зміцнення обмінного курсу гривні.

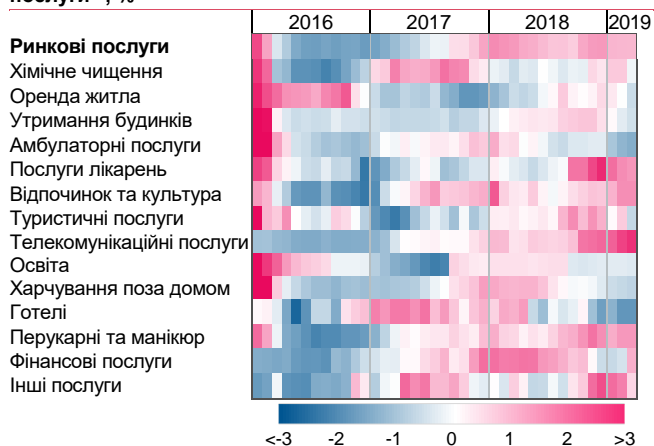
Так, завдяки останньому сповільнилося зростання цін на непродовольчі товари (до 2.7% р/р), передусім на імпортовані чи зі значною імпортною складовою. Нижчими темпами зростали ціни на побутову техніку, меблі, фармацевтичну продукцію, а ціни на аудіовізуальну та комп'ютерну техніку навіть знизилися порівняно з минулим роком. Низькими темпами й надалі зростали ціни на одяг та взуття (2% р/р).

Річні темпи зростання цін на оброблені продукти харчування знизилися (до 8.7% р/р) завдяки зниженню витрат на сировину та зменшенню тиску з боку світових цін. Зокрема, уповільнилося зростання цін на м'ясні продукти (8.9% р/р), чому сприяло розширення пропозиції на тлі поліпшення показників тваринництва та зниження закупівельних цін. Рекордний врожай сояшнику у 2018 році на тлі здешевлення олійних на світових ринках зумовив зниження темпів зростання цін на сояшникову олію (до 1.2% р/р). Також уповільнилося зростання цін на молочну продукцію (до 8.8% р/р).

Темпи зростання цін на послуги також знизилися (до 14.1% р/р з 14.9% р/р у грудні 2018 року). Це відбулося

<sup>5</sup> Детальніше – в "Інфляційному звіті" за січень 2017 року (стор. 20 – 21).

**Графік 2.1.3. Теплова карта\* нормалізованих річних змін цін на послуги\*\*, %**



\* Графічне представлення даних, у якому окремі значення, що містяться в матриці, наведено у вигляді кольорів від холодного (найнижчі значення) до теплого (найвищі значення). Забарвлення компонентів відповідає темпам нормалізованої річної інфляції.

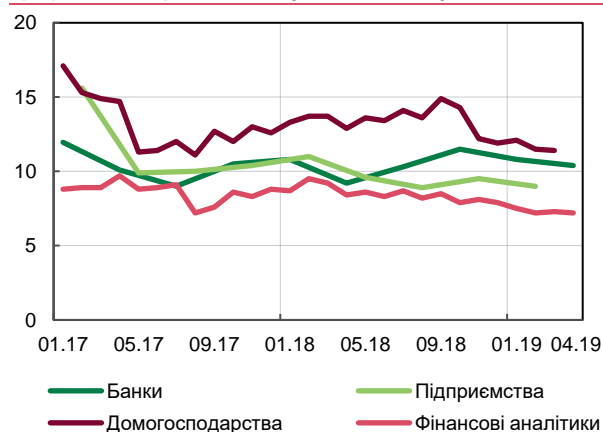
\*\*Дані нормалізовані вираховуванням середньої зміни та діленням на стандартне відхилення. З розрахунку середнього значення та стандартного відхилення виключено 2015 рік. Детальніше – [stlouisfed.org](http://stlouisfed.org).

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

насамперед завдяки зниженню темпів зростання вартості послуг з утримання будинків та прибудинкових територій (до 15.2% р/р) на тлі високої бази порівняння (з початку 2018 року тривало підвищення тарифів у більшості міст України). Крім того, уповільнилося зростання вартості послуг закладів громадського харчування, оренди житла, страхових послуг.

Однак загалом уповільнення зростання цін на послуги залишалося доволі стриманим, зокрема через подальше прискорення зростання цін на телекомунікаційні послуги. Останнє, серед інших чинників, відображало значні інвестиційні витрати. За попередніми даними фінансової звітності найбільших операторів мобільного зв'язку інвестиції у розвиток мережі, включаючи витрати на придбання ліцензій 4G, у 2018 році збільшилися вдвічі порівняно з 2017 роком. Крім того, унаслідок зменшення кількості абонентів мобільного зв'язку та кабельного телебачення збільшується навантаження інвестиційних та експлуатаційних витрат на одного абонента. Високими темпами, хоча й дещо нижчими порівняно з груднем 2018 року, зростали ціни на послуги відпочинку, культури та спорту, а також особистого догляду, що могло відобразити як стійкий споживчий попит, так і збільшення витрат, передусім на оплату праці.

**Графік 2.1.4. Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %**



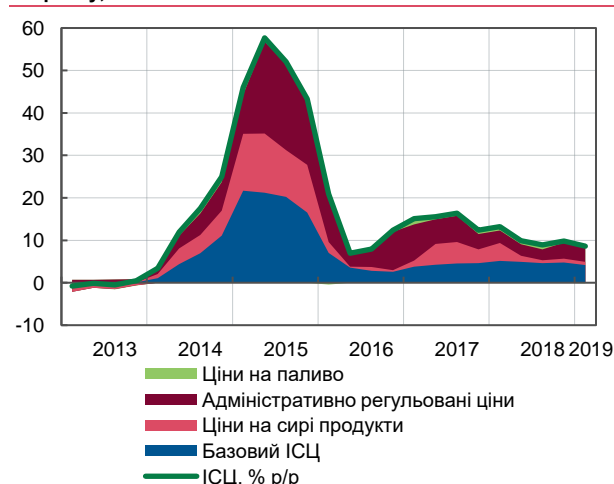
Джерело: НБУ, GfK Ukraine.

На сповільнення базової та загальної інфляції впливало також помірне зниження інфляційних очікувань. Зокрема попри політичну невизначеність у I кварталі тривало поліпшення інфляційних очікувань домогосподарств, що відбулося, у тому числі завдяки сприятливій ситуації на валютному ринку. Інфляційні очікування підприємств та фінансових аналітиків також знижувалися. Водночас інфляційні очікування банків, хоча й продемонстрували певне зниження з початку року, були близькими до середніх рівнів двох попередніх років.

**Небазова інфляція**

У березні також помірно сповільнилася небазова інфляція (до 10.0% р/р порівняно з 10.7% р/р у грудні 2018 року). Це відбулося передусім завдяки зниженню цін на паливо, що переважило прискорення адміністративно регульованих тарифів та цін на сирі продукти.

**Графік 2.1.5. Внески компонентів до річної зміни ІСЦ на кінець кварталу, в. п.**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Ціни на паливо знизилися (на 3.5% р/р у березні порівняно зі зростанням на 9.1% р/р у грудні 2018 року) на тлі стрімкого падіння світових цін на нафту наприкінці 2018 року та зміцнення гривні. Серед усіх видів палива виділялося дизельне пальне. Протягом 2017–2018 років темпи зростання цін на цей вид палива перевищували темпи зростання цін на бензин. А на початку 2019 року попри суттєве уповільнення ціни на дизельне пальне й надалі зростали. Це може пояснюватися зростанням попиту на цей вид палива як з боку окремих секторів економіки (сільське господарство, транспорт та оборона), так і домогосподарств. Одним із чинників цього стало активне ввезення з-за кордону вживаних автомобілів, значна частина яких працює саме на дизельному паливі.

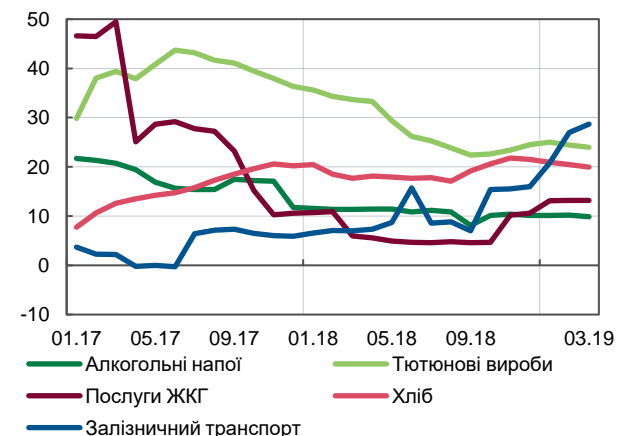


**Графік 2.1.6.** Ціни на окремі види палива, % р/р та структура їх використання\* (тис. т), %



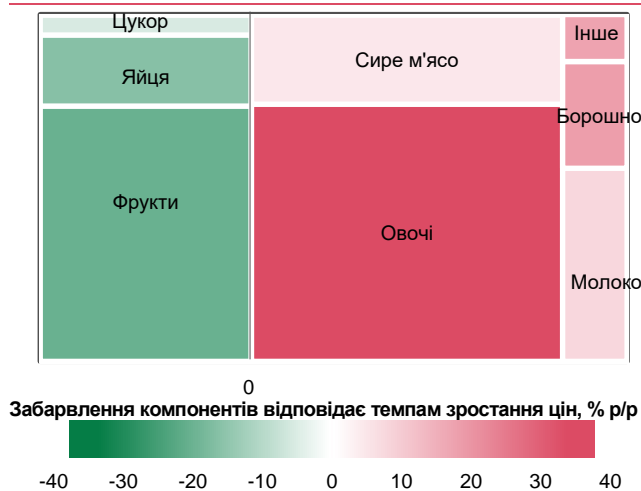
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.1.7.** Компоненти адміністративно регульованих цін, % р/р



Джерело: ДССУ.

**Графік 2.1.8.** Структура внесків зміни цін на сирі продукти у річну інфляцію сирих продуктів у березні, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Зростання цін і тарифів, що регулюються адміністративно, пришвидшилося (до 18.7% р/р з 18.0% р/р у грудні 2018 року). Зокрема в I кварталі 2019 року очікувано підвищилися тарифи на опалення, постачання гарячої та холодної води, каналізацію, місцевий телефонний зв'язок на тлі зростання виробничих витрат, зокрема на оплату праці. Крім того, вищими темпами зростала вартість проїзду в залізничному транспорті (28.6% р/р порівняно з 15.9% р/р у грудні 2018 року) передусім унаслідок зростання цін на додаткові послуги. Темпи зростання цін на алкогольні напої залишилися практично незмінними (9.9% р/р). Натомість, попри підвищення акцизів, зростання цін на тютюнові вироби сповільнилося (до 24.0% р/р). Зокрема, це може пояснюватися тим, що індексація специфічних ставок акцизного податку на тютюнові вироби (на 20%) була меншою, ніж темпи зростання цін на ці товари.

Темпи зростання цін на сирі продукти харчування дещо збільшилися (до 3.6% р/р у березні з 3.3% р/р у грудні 2018 року). Незначне прискорення пояснюється передусім тимчасовими чинниками. Так, суттєво зросли ціни на тепличні овочі через несприятливі погодні умови в Туреччині на початку року, яка є основним постачальником цих овочів у зимовий період. Крім того, річні темпи зростання цін на овочі борщового набору залишилися високими (67.2% р/р), що відображало їх стрімке подорожчання в попередні місяці через менший урожай окремих овочів в Україні та Європі.

Натомість стримуючим фактором для зростання цін на сирі продукти було подальше зниження цін на фрукти (на 22.6% р/р), що відбулося через високий урожай яблук і зниження цін на імпортовані банани та цитрусові.

Про тимчасовий характер прискорення зростання цін на продукти харчування свідчили й інші цінові індекси. Так, протягом I кварталу 2019 року тривало уповільнення зростання цін у виробництві харчових продуктів, а ціни реалізації сільськогосподарської продукції знизилися. Зокрема, ціни на продукцію рослинництва знизилися на 1.9% р/р у березні), а продукції тваринництва – на 5.8% р/р). Завдяки нижчим цінам на сировину на вітчизняних та зовнішніх ринках ціни у виробництві м'ясних продуктів були на рівні минулого року (тоді як у грудні 2018 року зросли на 3.5% р/р). Унаслідок значної пропозиції на тлі хорошого урожаю минулого року збереглося падіння цін на цукор. Водночас через підвищення цін на борошно на тлі зростання зовнішніх цін, обмежених обсягів якісної сировини та високих темпів зростання цін на електроенергію для промислових споживачів у попередні періоди значними темпами й надалі зростали ціни у виробництві хлібопродуктів, що підтримувало високі темпи зростання роздрібних цін на хліб (20.0% р/р).

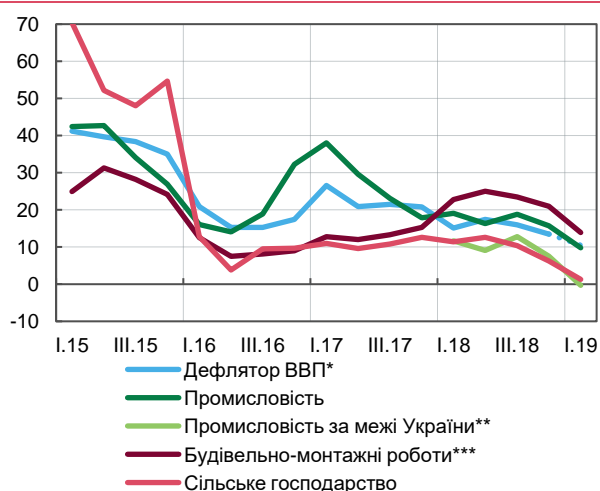
За оцінками НБУ, зміна цін на харчові продукти, напої і тютюнові вироби найбільше корелює з відповідним

**Графік 2.1.9.** Ціни на сирі продукти, продукти з високим ступенем оброблення, у харчовій промисловості та с/г, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.1.10.** Інші виміри інфляції, у середньому за квартал, % р/р



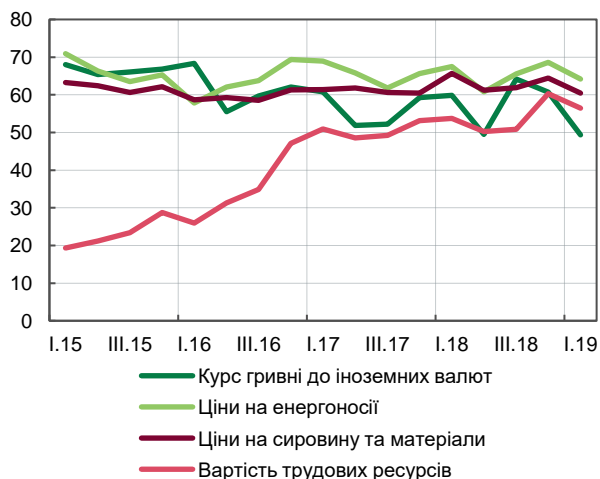
\* Дані за I квартал 2019 року – за оцінками НБУ.

\*\* ДССУ почав публікацію даних щодо динаміки промислових цін на продукцію, що реалізується за межами України, лише з 2018 року.

\*\*\* Дані за I квартал 2019 року – за два місяці.

Джерело: ДССУ.

**Графік 2.1.11.** Вплив факторів на оцінку зміни рівня цін на товари та послуги, які продають підприємства



Джерело: НБУ.

компонентом ІЦВ<sup>6</sup>. У результаті можна очікувати, що сповільнення зростання цін у виробництві цих продуктів (до 4.4% р/р у березні) та вичерпання впливу тимчасових чинників сприятиме збереженню помірних темпів зростання споживчих цін на продукти харчування в наступні періоди.

**Інші виміри інфляції**

Сповільнювалося зростання цін і в інших галузях промисловості. Зокрема завдяки зниженню зовнішніх цін на природний газ НАК "Нафтогаз" зменшив тарифи на постачання газу промисловим споживачам. Цей фактор разом з нижчими темпами зростання світових цін на добрива зумовив уповільнення зростання цін у хімічній промисловості (до 3.4% р/р). Через здешевлення природного газу знизилися ціни в тепловій електроенергетиці. У результаті темпи зростання цін у постачанні електроенергії, газу, пари та повітря суттєво зменшилися – до 19.0% р/р.

Відображаючи тенденції на світових ринках знизилися ціни в металургії (на 5.0% р/р порівняно зі зростанням на 5.6% у грудні 2018 року). Водночас зростання цін на металеві руди прискорилося (до 10.0% р/р) на тлі перебоїв з поставками на світові ринки руди з Бразилії та Австралії.

Додатковим чинником сповільнення промислової інфляції було зміцнення гривні до валют країн – ОТП. Про це свідчили результати [опитувань щодо ділових очікувань](#), згідно з якими у I кварталі 2019 року суттєво знизився вплив фактора "курс гривні до іноземних валют" на оцінку зміни рівня цін на товари та послуги підприємств. Крім того, респонденти відзначили послаблення впливу на ціни виробників факторів "вартість сировини та матеріалів" та "вартість енергоносіїв". Водночас, попри певне зниження, значення показника "вартість трудових ресурсів" залишається на одному з найвищих рівнів за останні роки.

Через подорожчання нафти на світових ринках у I кварталі темпи зростання цін у добуванні сировини нафти та природного газу залишилися високими (19.7% р/р), а ціни у виробництві коксу та нафтопродуктів почали зростати (на 7.3% р/р).

Однак загалом у I кварталі промислова інфляція стрімко сповільнилася – до 8.9% р/р у березні. Темпи зростання цін на будівельно-монтажні роботи також знизилися (до 9.7% р/р у лютому) на тлі сприятливої бази порівняння та не змінився індекс тарифів на вантажні перевезення. Незважаючи на істотне прискорення зростання тарифів на послуги пошти та зв'язку для підприємств, установ, організацій, урахування послаблення інфляційного тиску в більшості інших секторів економіки НБУ очікує подальше уповільнення дефлятора ВВП у I кварталі 2019 року з 13.5% р/р у IV кварталі 2018 року.

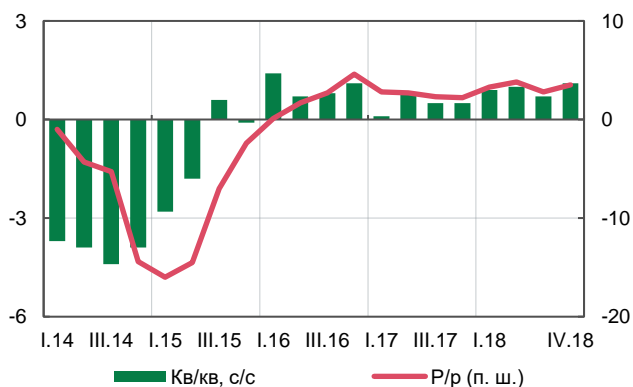
<sup>6</sup> Детальніше див. Інфляційний звіт (липень 2016 року), стор. 16 – 17.

## 2.2. Попит і випуск

У 2018 році зростання української економіки прискорилося до 3.3% р/р з 2.5% р/р у 2017 році<sup>7</sup> та відповідало оцінкам НБУ, опублікованим в Інфляційному звіті за січень 2019 року. Зростання ВВП насамперед було забезпечене внутрішнім попитом – як споживчим, так і інвестиційним. Так, споживання підтримували значні темпи збільшення доходів домогосподарств. Певне уповільнення зростання інвестицій зумовлене вичерпанням ефекту надолуження недоінвестування в післякризовий період, а також помірним поліпшенням фінансових результатів підприємств, зокрема через слабкіші показники експорту. Останнє було пов'язано із негативним впливом протекціоністських заходів у світовій торгівлі, ескалацією конфлікту в Азовському морі в другій половині року, а також ремонтними роботами на кількох великих металургійних підприємствах. За видами діяльності значний внесок у зростання ВВП у 2018 році зробило сільське господарство завдяки рекордному врожаю зернових та олійних культур.

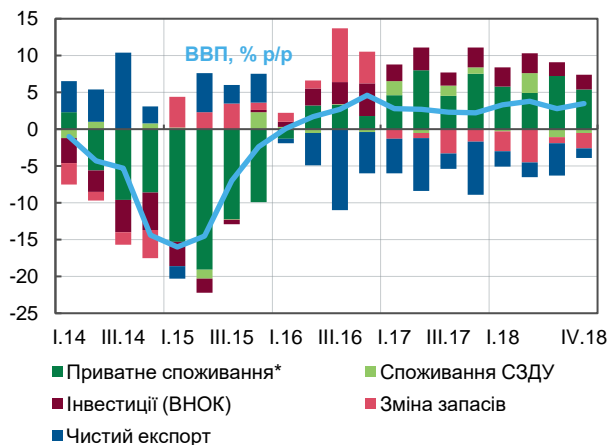
За оцінкою НБУ економічне зростання в I кварталі 2019 року сповільнилося (до 2.4% р/р). Так, очікувано зменшився внесок від зростання в сільському господарстві через вичерпання ефекту рекордного врожаю (показники цього виду діяльності в I кварталі відображають лише ситуацію в тваринництві). Крім того, послабилися показники промисловості: як у енергетичному секторі (через теплішу погоду цього року порівняно з попереднім), так і в окремих видах переробної промисловості. Водночас значні темпи зростання роздрібного товарообороту та будівництва свідчили про стійкий внутрішній попит.

Графік 2.2.1. Реальний ВВП, %



Джерело: ДССУ.

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



\* Включає кінцеві споживчі витрати домогосподарств та некомерційних організацій, що обслуговують домашні господарства. Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

### Сукупний попит

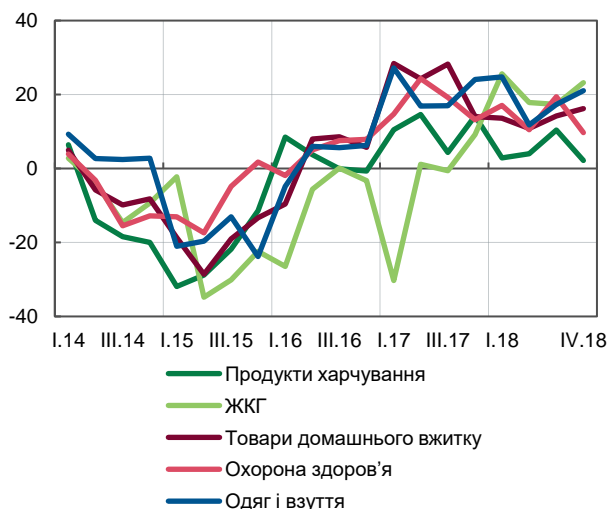
У IV кварталі 2018 року зростання реального ВВП прискорилося до 3.5% р/р. Порівняно з попереднім кварталом ВВП зріс на 1.1% с/с.

Основний внесок у зростання ВВП уже другий рік поспіль мало приватне споживання, яке підтримувалося високими темпами збільшення доходів домогосподарств. Водночас зростання кінцевих споживчих витрат домогосподарств у IV кварталі 2018 року дещо сповільнилося (до 8.5% р/р) на тлі уповільнення підвищення доходів населення (детальніше – у розділі "Ринок робочої сили та доходи домогосподарств").

У розрізі цілей кінцевих споживчих витрат суттєво уповільнилося зростання витрат на продукти харчування (до 2.2% р/р), які традиційно займають найбільшу частку у витратах (близько 40%). Також повільнішими темпами зростали витрати на алкоголь та тютюн (1.8% р/р), ймовірно, через зниження попиту на тлі підвищення акцизів на тютюнові вироби та збільшення мінімальних цін на алкогольні напої в жовтні 2018 року. Дещо уповільнилося також зростання витрат домогосподарств на охорону здоров'я, транспорт, освіту, а на зв'язок витрати знизилися, що може пояснюватися зниженням кількості абонентів мобільного зв'язку, у тому числі через підвищення з 01 листопада 2018 року тарифів для населення на загальнодоступні телекомунікаційні послуги. Натомість високими темпами (близько 20% р/р) зростали витрати на відпочинок і культуру, одяг та взуття, ресторани та готелі, товари домашнього вжитку. Такі тенденції можуть відображати певну зміну споживчої поведінки – завдяки стійкому підвищенню доходів упродовж останніх кількох років домогосподарства збільшують споживання не першочергових товарів та послуг. Крім того, у IV кварталі прискорилося зростання

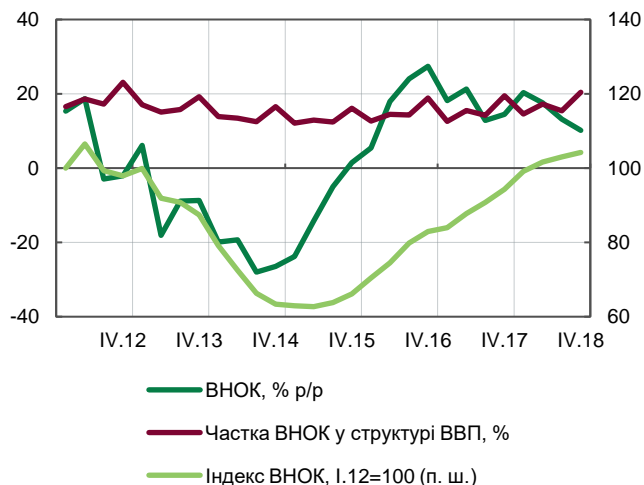
<sup>7</sup> У березні 2019 року ДССУ переглянула дані щодо ВВП за 2017–2018 роки. Згідно з цим переглядом відновлення економіки України відбувалося стрімкіше за попередні оцінки з огляду на суттєвішу активізацію приватного споживання як у 2018 році, так і в 2017 році. Додатковим фактором у минулому році став також перегляд у бік збільшення показників темпів зростання інвестицій, а також експорту та імпорту.

**Графік 2.2.3. Реальні кінцеві споживчі витрати домогосподарств за окремими цілями, % р/р**



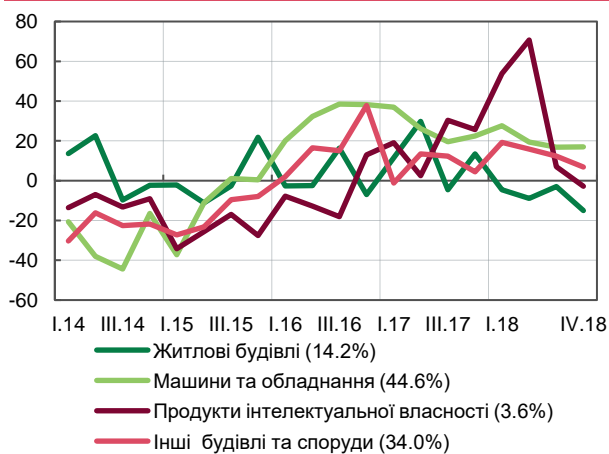
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.2.4. Індекс ВНОК, зміна ВНОК та частка ВНОК у структурі ВВП**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.2.5. ВНОК, % р/р (частка у ВНОК у 2018 році, %)**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

витрат населення на послуги ЖКГ (до 23.2% р/р). Це, зокрема, відображало зменшення обсягів субсидій на оплату послуг ЖКГ<sup>8</sup> (детальніше – у розділі "Ринок робочої сили та доходи домогосподарств").

Кінцеві споживчі витрати СЗДУ в IV кварталі 2018 року і далі знижувалися, однак падіння сповільнилося (до 2.4% р/р), відображаючи пом'якшення фіскальної політики наприкінці року. Загалом темпи зростання кінцевих споживчих витрат уповільнилися до 5.8% р/р.

У IV кварталі 2018 року тривало уповільнення зростання ВНОК (до 10.2% р/р). З одного боку, це пояснюється вичерпанням ефекту надолуження недоінвестування у кризовий період та значними обсягами інвестицій у модернізацію виробництва та оновлення основних фондів у попередні періоди. З іншого – основним джерелом фінансування інвестиційної діяльності залишалися власні кошти підприємств (71.3% у 2018 році), і певне погіршення фінансових результатів у другому півріччі 2018 року могло позначитися також на інвестиційній активності. Додатковими чинниками послаблення інвестиційної діяльності наприкінці минулого року стало посилення невизначеності на тлі ескалації конфлікту в Азовському морі та введення воєнного стану в 10 областях України. Ще одним фактором, який стримував нарощення інвестицій, було уповільнення зростання капітальних видатків бюджету в IV кварталі.

Водночас, попри сповільнення, і надалі високими темпами зростали інвестиції в машини та обладнання передусім на тлі поживлення інвестиційної діяльності підприємств переробної промисловості. Зокрема тривало оновлення виробничих потужностей металургійних підприємств. Велася й активна робота над великими інвестиційними проектами в енергетиці, насамперед відновлюваній (будівництво нових сонячних і вітрових електростанцій). Тривало зростання капітальних інвестицій АТ "Укрзалізниця" на реконструкцію шляхів сполучення, придбання та виготовлення на власних потужностях напіввагонів, оновлення парку локомотивів та пасажирських вагонів. Додатково зростали інвестиції в інші будівлі та споруди, зокрема, в енергетичному секторі та роздрібній торгівлі. Натомість прискорилося падіння ВНОК у житловій будівлі, відображаючи скорочення частки коштів населення у джерелах фінансування інвестицій у будівництво житла. Роль інших ресурсів (банківське кредитування, іноземні інвестиції) також залишалася незначною.

Зростання імпорту товарів та послуг дещо сповільнилося (до 2.8% р/р) переважно на тлі зменшення обсягів енергетичного імпорту та деякого зниження цін на окремі товари споживчого імпорту. Високий урожай кукурудзи та олійних культур зумовив відновлення зростання експорту товарів та послуг (на 0.4% р/р). У результаті від'ємний

<sup>8</sup> Під час обчислення зміни обсягу кінцевих споживчих витрат домогосподарств на послуги ЖКГ ДССУ враховує джерела коштів на оплату цих послуг (зокрема субсидії чи власні кошти громадян) та включає послуги, оплачені за рахунок субсидій, у споживання СЗДУ, а не домогосподарств.

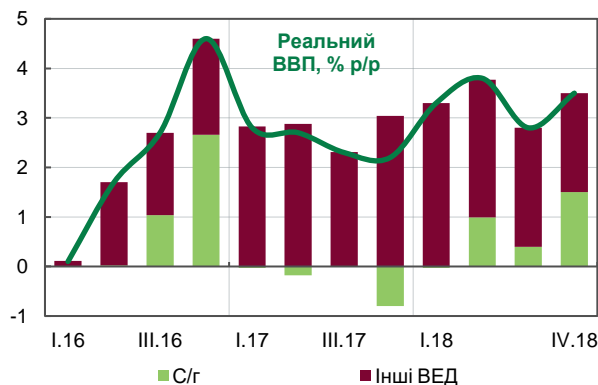


**Графік 2.2.6. Внески видів діяльності в річну зміну капітальних інвестицій, в. п.**



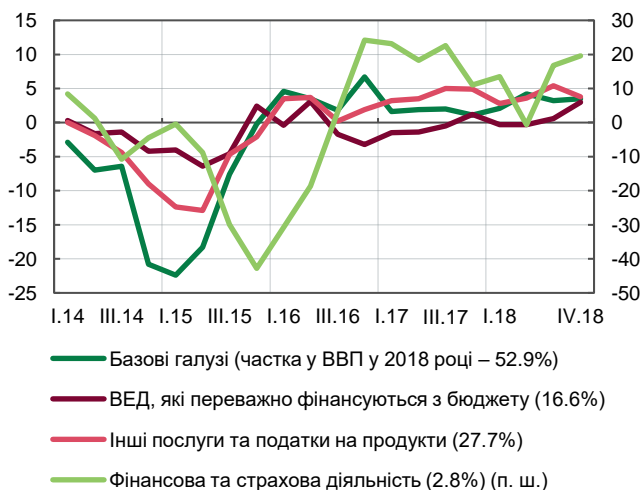
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.2.7. Внески в зміну реального ВВП, в. п.**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.2.8. ВДВ за групами видів діяльності, % р/р**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

внесок чистого експорту в зростання реального ВВП у IV кварталі 2018 року зменшився порівняно з попереднім кварталом (до -1.3 в. п.).

**Валова додана вартість**

Прискорення зростання реального ВВП у IV кварталі 2018 року відбулося насамперед за рахунок збільшення внеску сільського господарства, зростання ВДВ якого прискорилося (до 13.5% р/р). Цьому передусім сприяли високі темпи зростання рослинництва (завдяки рекордному врожаю пізніх зернових та олійних культур), а також поліпшення за окремими показниками тваринництва (переважно птахівництва). У цілому за 2018 рік, за оцінками НБУ, прямий внесок ВДВ сільського господарства у зростання реального ВВП становив 0.8 в. п. Високі результати сільського господарства позитивно позначилися також на показниках суміжних видів діяльності (транспорт, торгівлі, харчової промисловості тощо), відповідно додатним був і внесок вторинних ефектів (0.6 в. п.)<sup>9</sup>.

У IV кварталі 2018 року поліпшилися показники ВДВ у тих видах діяльності, які переважно фінансуються з бюджету, що відображало пом'якшення фіскальної політики наприкінці року. Додатково стрімко зростала ВДВ фінансової та страхової діяльності, відображаючи розвиток як банківського, так і небанківського фінансового сектору.

Натомість помітно сповільнилися темпи зростання ВДВ сектору торгівлі (до 1.6% р/р у IV кварталі 2018 року), що серед інших чинників було зумовлено зниженням наприкінці 2018 року оптового товарообороту. Останнє, у свою чергу, було зумовлене ускладненням вантажних перевезень та ескалацією конфлікту в Азовському морі в другому півріччі 2018 року, а також продовженням ремонтів на деяких металургійних підприємствах. Ці чинники також негативно позначилися на динаміці ВДВ транспорту і переробної промисловості (ВДВ знизилася на 0.1% р/р та 2.8% р/р відповідно).

Холодніша, ніж минулого року погода<sup>10</sup> позитивно вплинула на динаміку енергетичного сектору (зростання ВДВ прискорилося до 3% р/р). А втім вплив цього самого чинника стримував зростання в будівництві (темпи зростання ВДВ сектору сповільнилися до 7.6% р/р) (детальніше про вплив погодних умов на різні види діяльності в Україні – у вставці "Вплив погодних умов на динаміку базових ВЕД економіки України"). Така динаміка корелювала із загальним уповільненням інвестиційної активності в економіці.

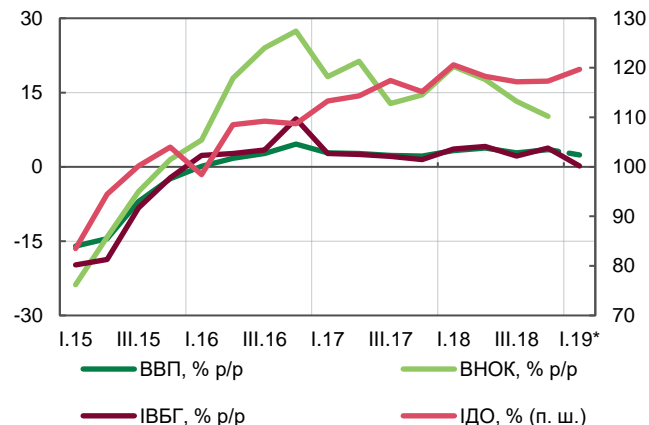
**Оцінки I кварталу 2019 року**

За оцінками НБУ, у I кварталі 2019 року зростання реального ВВП уповільнилося (до 2.4% р/р). Певне сповільнення порівняно з попереднім кварталом зумовлене очікуваним зменшенням додатного внеску

<sup>9</sup> Оцінено на основі таблиці "витрати-випуск" ДССУ за 2017 рік.

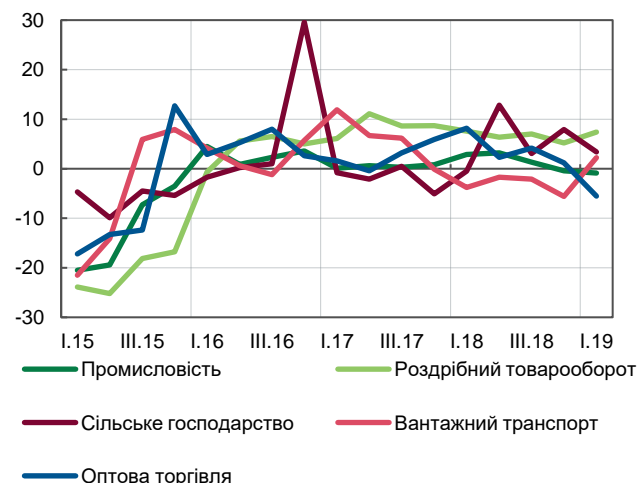
<sup>10</sup> У IV кварталі 2018 року середня температура повітря була на 1.5°C нижчою, ніж за аналогічний період попереднього року.

Графік 2.2.9. ВВП, ІВБГ, ВНОК та ділові очікування підприємств



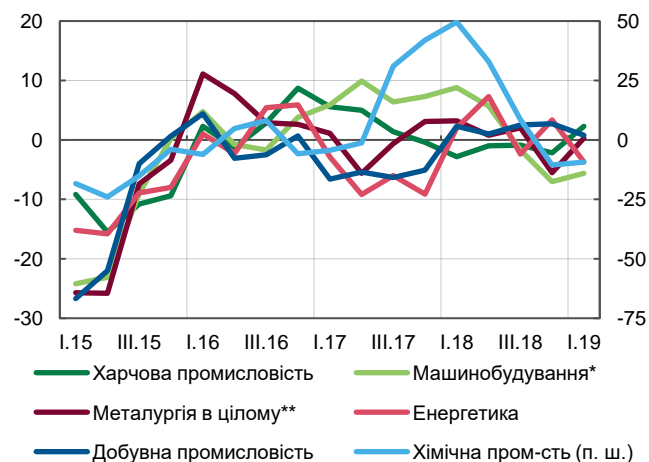
\* У I кварталі 2019 року: ВВП – оцінка НБУ.  
Джерело: ДССУ, розрахунки та опитування НБУ.

Графік 2.2.10. Випуск в окремих видах діяльності, % р/р (у середньому за квартал)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.11. Випуск за галузями промисловості, % р/р (у середньому за квартал)



\* Включає виробництво автотранспортних засобів, причепів і напівпричепів та інших транспортних засобів.

\*\* Металургійне вир-во та вир-во готових металевих виробів.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

сільського господарства внаслідок вичерпання впливу ефекту рекордного врожаю зернових та олійних культур у 2018 році. Так, попри поліпшення результатів тваринництва в січні – березні 2019 року, внесок сільського господарства в зростання ВВП хоч і залишився додатним, однак був невеликим.

Крім того, послабилися показники промисловості. Це передусім відображало суттєве падіння виробництва в енергетичному секторі, значною мірою через теплішу погоду<sup>11</sup>. Також знизилися обсяги виробництва й у деяких галузях обробної промисловості. Зокрема суттєве падіння в хімічній промисловості тривало протягом більшої частини кварталу передусім на тлі ремонтно-відновлювальних робіт на окремих заводах. [Введення Росією наприкінці 2018 року заборони на ввезення окремих видів машинобудівної продукції](#) було одним з чинників подальшого падіння обсягів виробництва в машинобудівній галузі. Темпи зростання металургійного сектору хоч і помітно прискорилися у березні (на тлі завершення запланованих ремонтних робіт на кількох великих підприємствах ГМК), за результатами I кварталу 2019 року були близькими до нуля.

Попри певне сповільнення, основним чинником економічного зростання залишився внутрішній попит (передусім споживання домогосподарств та інвестиційна діяльність підприємств). Зокрема про подальше стійке нарощення споживчого попиту свідчило прискорення зростання роздрібного товарообороту та пасажирообороту, які підтримувалися стійким збільшенням реальних заробітних плат та пенсійних виплат<sup>12</sup>.

Прискорилося зростання в будівництві, що, з одного боку, значною мірою зумовлено сприятливішими погодними умовами цього року порівняно з попереднім, а з іншого – може свідчити про стійкий інвестиційний попит.

<sup>11</sup> У I кварталі 2019 року середня температура повітря була на 3.1°C вищою, ніж за аналогічний період попереднього року.

<sup>12</sup> Зокрема з 01 січня 2019 року збільшено військові пенсії, а з 01 березня – трудові пенсії та проведено додаткові пенсійні виплати (детальніше – у розділі "Ринок робочої сили та доходи домогосподарств").

## Вставка 2. Вплив погодних умов на динаміку базових ВЕД економіки України

Погодні умови мають значний вплив на активність окремих секторів економіки в короткостроковому періоді. Наприклад, нетипово сніжний та холодний березень 2018 року було визнано однією з причин порівняно невисоких показників реального сектору у I кварталі 2018 року. Ранній початок жнив у червні 2018 року порівняно з червнем попереднього року значно вплинув на прискорення зростання реального ВВП у II кварталі того самого року. Вплив погодних умов у I кварталі 2019 року в цілому був негативний, незважаючи на сприятливий ефект на показники випуску в окремих секторах, зокрема в будівництві. Ця вставка присвячена кількісному оцінюванню впливу погодних умов на щомісячні показники окремих видів діяльності та економічної активності в цілому.

Оцінювання впливу погодних умов на показники окремих ВЕД України було здійснено за допомогою простих регресійних рівнянь. Щомісячні індекси випуску окремих видів економічної діяльності та квартальні річні прирости ВДВ були використані як залежні змінні. Як незалежні змінні використовувалися відхилення середньомісячної кількості опадів та/або середньомісячної температури повітря від минулорічного рівня, фіктивні змінні та авторегресійні компоненти. Результати оцінювання наведено в таблиці 1.

**Таблиця 1.** Оцінка впливу погодних умов на активність окремих видів економічної діяльності, в. п.<sup>1</sup>

	Будівництво, % р/р	Енергетичний сектор, % р/р	Добувна промисловість, % р/р	Переробна промисловість, % р/р
Температура	1.0*	-1.1**	0.5**	0.4**
Кількість спостережень	168	170	167	169
R <sup>2</sup>	0.82	0.71	0.76	0.82

\*Prob(t-statistic)<0.05, \*\*prob(t-statistic)<0.01.

<sup>1</sup> До уваги бралися лише статистично значущі коефіцієнти впливу погодних умов в окремі періоди року (період спостереження: січень 2004 року – лютий 2019 року). Зокрема для будівництва наведено середнє значення для періоду з грудня до березня, для енергетичного сектору – з жовтня до березня, для добувної та переробної промисловості – з грудня до лютого.

Джерело: розрахунки НБУ за даними ДССУ та ЦГФО.

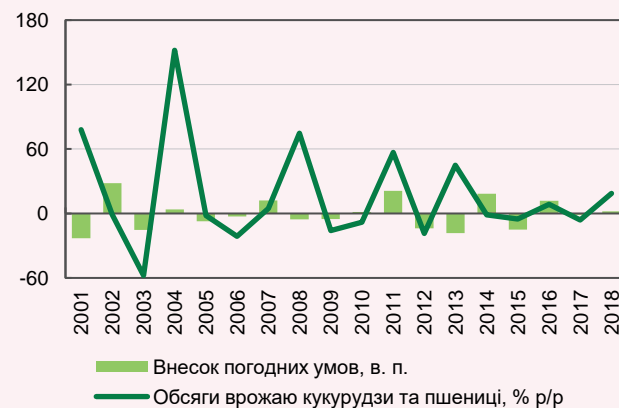
Погодні умови чинять вплив переважно на показники діяльності в тих секторах економіки, які передбачають виконання робіт на відкритому повітрі чи в неопалювальних приміщеннях. Зокрема, йдеться про роботи на відкритих будівельних майданчиках, добування корисних копалин відкритим способом тощо. За нашими оцінками, холодніша погода в зимові місяці та на початку весни зумовлює зменшення обсягів виконання будівельних робіт у середньому на 1.0 в. п. у річному вимірі за кожний градус зниження температури повітря порівняно з аналогічним місяцем попереднього року.

Холодна погода взимку чинить негативний вплив і на динаміку добувної промисловості. Так, за умови зниження температури на 1°C у середньому темпи зростання уповільнюються на 0.5 в. п. Аналогічний вплив погоди у зимовий період спостерігається і на показники переробної промисловості.

Однак погіршення погодних умов має негативний вплив не на всі сектори. Так, холодніша погода (порівняно із попереднім роком) протягом опалювального періоду зумовлює збільшення показників випуску енергетичного сектору. За нашими оцінками, зниження температури повітря на 1°C порівняно з відповідним періодом попереднього року має наслідком прискорення темпів зростання енергетичного сектору в холодний період (жовтень – березень) у середньому на 1.1 в. п. Крім температурного чинника, на динаміку енергетичного сектору безперечно впливає і чинник кількості атмосферних опадів, зокрема, через вплив на діяльність гідроелектростанцій (ГЕС)<sup>13</sup>.

Основною галуззю, яка постійно перебуває під впливом погодних умов, є агросектор. Так, фактор погоди значною мірою визначає строки сівби та час жнив. Однак вплив від зміщення термінів сівби/жнив переважно короткостроковий та в наступні місяці відбувається корекція.

**Графік 1.** Вплив погодних умов (температура повітря та кількість опадів) на динаміку обсягів урожаю пшениці та кукурудзи



Джерело: розрахунки НБУ за даними ДССУ та ЦГФО.

Водночас погодні умови мають і більш тривалий ефект – через вплив на врожайність сільськогосподарських культур. Так, врожай зернових культур (передусім озимої пшениці) за контрольних змінних щодо зміни площ посівів та обсягів внесених добрив значною мірою залежить від достатнього рівня зволоженості ґрунту навесні та влітку, тоді як суттєве збільшення кількості опадів у жовтні-листопаді знижує рівень морозостійкості і виживання озимих культур. Температура повітря також впливає на врожайність. Так, наприклад, висока температура повітря

<sup>13</sup> За офіційними даними Мінпаливенерго, збільшення виробництва електроенергії ГЕС переважно припадає на період весняних паводків. Це підтверджується й нашими оцінками – збільшення кількості опадів в цей період на 1 мм підвищує темпи зростання енергетичного сектору на 0.02 в. п.

у квітні-травні зумовлює зменшення врожайності пшениці. За нашими оцінками, посушлива погода в квітні-травні 2018 року негативно позначилася на темпах зростання врожаю пшениці в 2018 році (від'ємний внесок становив близько 25.0 в. п.).

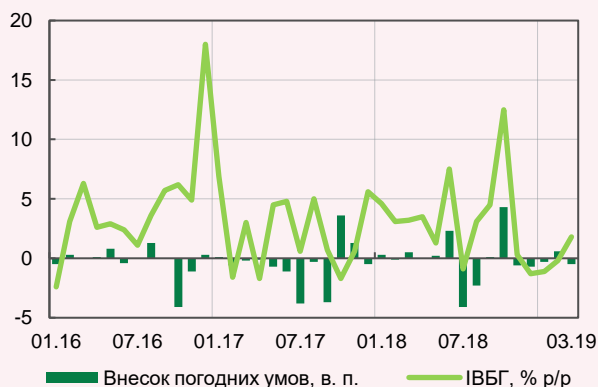
Утім, накопичення тепла з квітня по жовтень, а також достатнє зволоження ґрунту в літні місяці 2018 року були сприятливими для дозрівання пізніх зернових (зокрема кукурудзи). Так, позитивна дія погодних умов на зростання обсягів врожаю кукурудзи, за нашими розрахунками, становила близько 20.0 в. п. (решта – інші фактори, зокрема внесення в ґрунт добрив, збільшення площі посівів). У результаті загальний вплив коливань погодних умов на динаміку обсягів врожаю кукурудзи та пшениці у 2018 році виявився незначним, але додатним.

Попри значний вплив на узагальнений показник економічної діяльності (ІВБГ) в окремі місяці, у цілому погодні умови мають тимчасовий ефект і несуттєво позначаються на кварталних та річних показниках, за

винятком їх впливу на врожайність сільськогосподарських культур. Це зумовлено як протилежними ефектами для різних видів діяльності (додатний вплив холодної погоди на динаміку енергетичного сектору компенсується негативним впливом на показники будівництва і навпаки), так і перерозподілом ефектів між різними місяцями (зміщення строків збору врожаю призводить до стрімкого зростання в сільському господарстві в одному місяці, яке компенсується зниженням обсягів збору врожаю в іншому). У лютому та березні 2019 року погодні умови мали значний додатний внесок у зростання обсягів виконання будівельних робіт, однак мали більший від'ємний внесок у показники енергетики. У результаті в цілому внесок погодних умов у ІВБГ за I квартал 2019 року був від'ємним, але незначним (0.2 в. п.).

Представлені кількісні оцінки дають змогу врахувати ефект дії погодного чинника на динаміку ІВБГ<sup>14</sup>, який є основним випереджаючим індикатором ВВП, та відповідно удосконалити підхід до короткострокового прогнозування ВВП.

**Графік 2.** Вплив погодних умов (температура повітря та кількість опадів) на зміну ІВБГ



Джерело: розрахунки НБУ за даними ДССУ та ЦГФО.

**Графік 3.** Вплив погодних умов (температура повітря та кількість опадів) на динаміку агросектору\*



\*Регресійне рівняння включає температурний фактор та фактор атмосферних опадів окремо для різних пір року (зима, весна, літо, осінь). Ці фактори пояснюють 38% варіації залежної змінної (р-рівень значущості 10%).

Джерело: розрахунки НБУ за даними ДССУ та ЦГФО.

**Графік 4.** Вплив погодних умов (температура повітря та кількість опадів) на динаміку енергетичного сектору\*



\* Включає постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря.

Джерело: розрахунки НБУ за даними ДССУ та ЦГФО.

**Графік 5.** Вплив середньомісячної температури повітря на динаміку сектору будівництва



Джерело: розрахунки НБУ за даними ДССУ та ЦГФО.

<sup>14</sup> До уваги бралися лише статистично значущі регресійні рівняння.

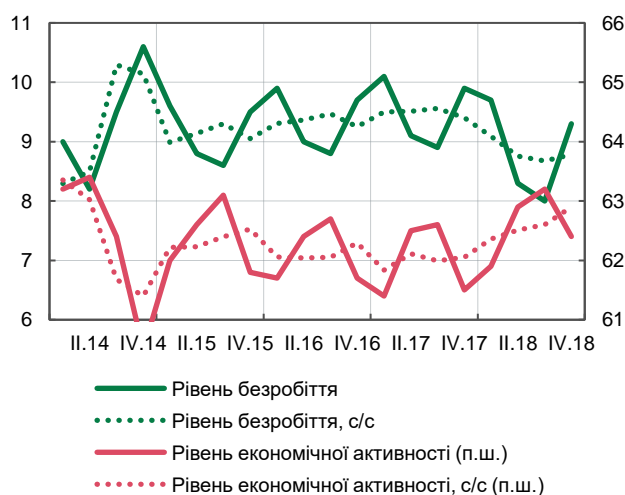


## 2.3. Ринок робочої сили та доходи домогосподарств

Визначальною тенденцією 2018 року було зростання економічної активності населення. У середньому за 2018 рік рівень економічної активності становив 62.6%, перевищивши відповідні показники 2014 – 2017 років. Збільшення кількості економічно активного населення зумовлено посиленням вимог до страхового стажу для призначення пенсії за віком, запроваджених змінами до пенсійного законодавства наприкінці 2017 року, а також високими темпами зростання заробітних плат в останні кілька років. Завдяки подальшому збільшенню попиту на робочу силу, чому сприяло зростання економіки, рівень зайнятості збільшився до 57.1%, а рівень безробіття за методологією МОП знизився до 8.8%. Зміни до пенсійного законодавства також сприяли зменшенню чисельності неформально зайнятих. Водночас у IV кварталі 2018 року рівень безробіття в с/с вимірі дещо зріс на тлі подальшого збільшення рівня економічної активності, передусім у сільській місцевості.

У 2018 році номінальні доходи населення продовжували зростати високими темпами. Так, під впливом значного попиту на робочу силу, міграційного тиску та диспропорцій на ринку праці зростала заробітна плата. Однак її зростання уповільнювалося, в тому числі внаслідок скорочення розриву в заробітних платах між Україною та сусідніми країнами – реципієнтами мігрантів. Соціальні допомоги також зростали високими темпами протягом більшої частини року завдяки осучасненню пенсій наприкінці 2017 року. Зростання доходів підтримувало споживчий попит, а схильність до заощаджень залишалася низькою.

**Графік 2.3.1. Рівень безробіття за методологією МОП\* та рівень економічної активності\*\*, %**

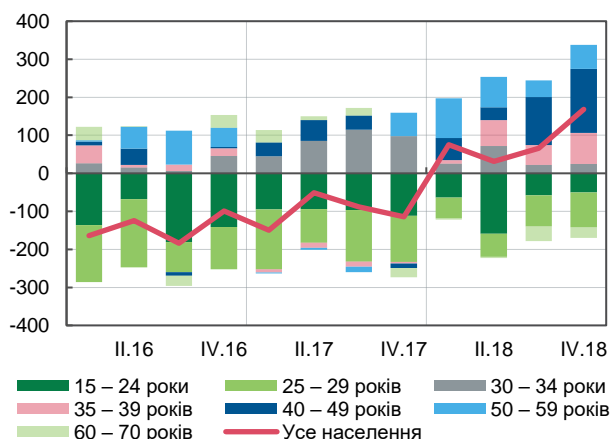


\* У % до економічно активного населення у віці 15 – 70 років.

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

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.3.2. Внески в абсолютну річну зміну економічно активного населення, тис. осіб**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

### Ринок праці

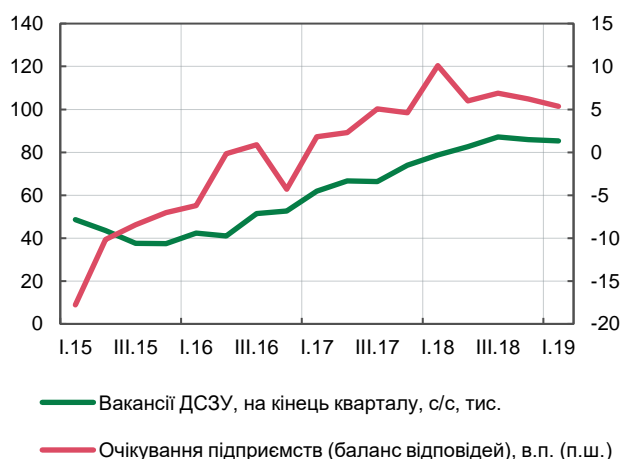
У IV кварталі 2018 року рівень економічної активності становив 62.4%, а у с/с вимірі він досяг нового піку з середини 2014 року – 62.9%. Факторами збільшення пропозиції робочої сили були прийняті наприкінці 2017 року зміни до пенсійного законодавства<sup>15</sup>, внаслідок чого насамперед зростала кількість економічно активного населення віком 40 – 59 років, та подальше зростання заробітних плат. Пропозиція робочої сили збільшувалася серед груп населення із порівняно низьким рівнем економічної активності: жінок та сільських жителів. Водночас тривало зниження чисельності економічно активної молоді (у віці 15 – 24 і 25 – 29 років), передусім унаслідок демографічних процесів: скорочення загальної чисельності населення цих вікових груп.

На тлі прискорення зростання економіки попит на робочу силу залишався високим. За даними [опитувань щодо ділових очікувань підприємств НБУ](#), у IV кварталі 2018 – I кварталі 2019 року очікування щодо зміни кількості працівників у наступні 12 місяців у цілому залишалися позитивними.

У результаті як високого попиту, так і збільшення пропозиції робочої сили, у IV кварталі 2018 року зріс рівень зайнятості (до 57.4% у с/с вимірі). Незважаючи на це, кількість вакансій, зареєстрованих у ДСЗУ, у IV кварталі 2018 – I кварталі 2019 року залишалася високою в усіх базових видах діяльності. Значна кількість вакансій на тлі зростання зайнятості, крім поживлення економічної діяльності, зумовлена також складнощами із їх заповненням. Про це свідчать результати опитування підприємств за підсумками 2018 року (детальніше – у вставці "Опитування підприємств: кадровий голод і високий попит на працівників у 2018 році були зумовлені зростанням економіки").

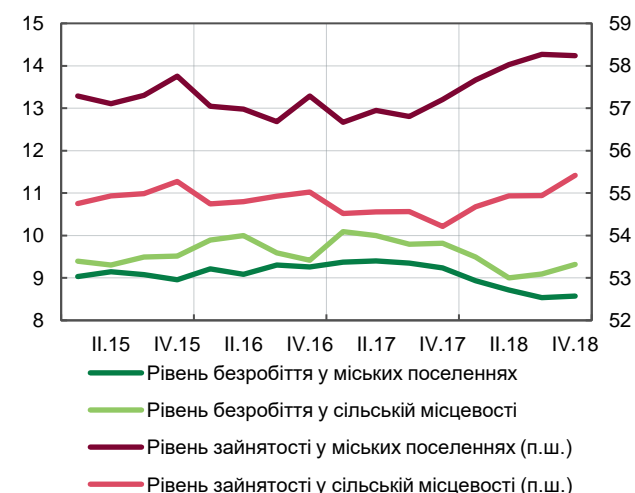
<sup>15</sup> Детальніше – у вставці "[Основні параметри пенсійної реформи](#)" в Інфляційному звіті за жовтень 2017 року.

**Графік 2.3.3. Вакансії ДСЗУ та очікування підприємств щодо зміни кількості працівників у наступні 12 місяців**



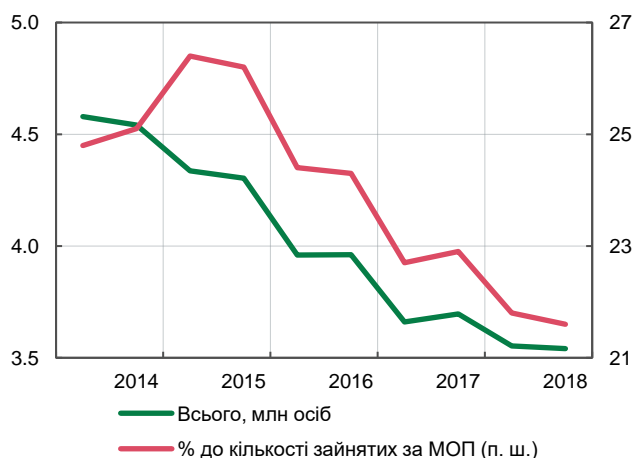
Джерело: ДСЗУ, НБУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.3.4. Рівень зайнятості та безробіття за методологією МОП у сільській місцевості та у міських поселеннях, с/с, %**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.3.5. Неформально зайняте населення**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Складнощі із заповненням вакансій зумовлені низкою причин. Так, на ринку праці зберігався тиск з боку міграційних процесів, хоча їх інтенсивність послабилася у 2018 році. Також, [за оцінками підприємств](#), протягом 2018 року – на початку 2019 року частка підприємств, які мали брак кваліфікованих кадрів, залишалася значною в усіх базових видах діяльності. Крім професійно-кваліфікаційних дисбалансів, наявні диспропорції між попитом і пропозицією й у територіальному розрізі. Так, у сільській місцевості збільшення пропозиції робочої сили (у тому числі в сезонно скоригованому вимірі) наприкінці 2018 року попри подальше зростання зайнятості призвело до збільшення рівня безробіття. Це, у свою чергу, позначилося й на загальному рівні безробіття – у IV кварталі 2018 року рівень безробіття за методологією МОП склав 9.3%, у с/с вимірі – збільшився на 0.1 в.п. до 8.8%.

Крім того, у 2018 році тривали зміни в структурі зайнятості. Зокрема й надалі знижувався рівень неформальної зайнятості (до 21.6% із 22.9% у 2017 році), що серед інших чинників може пояснюватися запровадженнями змінами до пенсійного законодавства. Так, суттєво зменшилася кількість неформально зайнятих у готельно-ресторанному бізнесі, торгівлі та будівництві – видах діяльності, де частка неформальної зайнятості була однією з найвищих (більше 30%, 20% і 90% у 2017 році відповідно<sup>16</sup>).

Зниження кількості неформально зайнятих, а також скорочення кількості штатних працівників, що охоплюють офіційно зайнятих на підприємствах із кількістю працівників 10 та більше, може свідчити про збільшення кількості найманих працівників у фізичних осіб-підприємців та/або зайнятих на мікропідприємствах<sup>17</sup>.

**Доходи домогосподарств і заощадження**

У 2018 році номінальні доходи населення продовжували зростати високими темпами, хоча в IV кварталі зростання уповільнилося до 16.4% р/р.

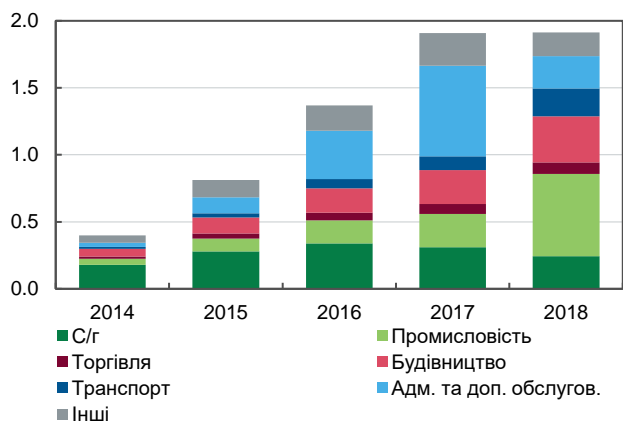
Основний внесок у зростання доходів забезпечувало подальше збільшення заробітних плат. Крім поліпшення показників економічної активності та високого попиту на робочу силу, значні темпи зростання заробітних плат зумовлені наявними диспропорціями на ринку праці та збереженням тиску з боку трудової міграції. З одного боку, в середньому нетто-зарплати<sup>18</sup> у країнах-сусідах усе ще перевищували українські у два або більше рази. Міграція викликала дефіцит кваліфікованих кадрів, а складнощі із заповненням вакантних посад зумовлювали зростання запропонованої оплати праці. Так, за даними Міністерства праці і соціальної політики Польщі, більше 80% дозволів на роботу українцям у Польщі було видано працівникам трьох професійних груп: кваліфікованим робітникам з інструментом, робітникам з обслуговування

<sup>16</sup> Відношення кількості неформально зайнятих до загальної кількості зайнятих у відповідному виді діяльності – розрахунки НБУ.

<sup>17</sup> Згідно з методологією ДССУ до мікропідприємств належать юридичні особи із кількістю працівників менше 10.

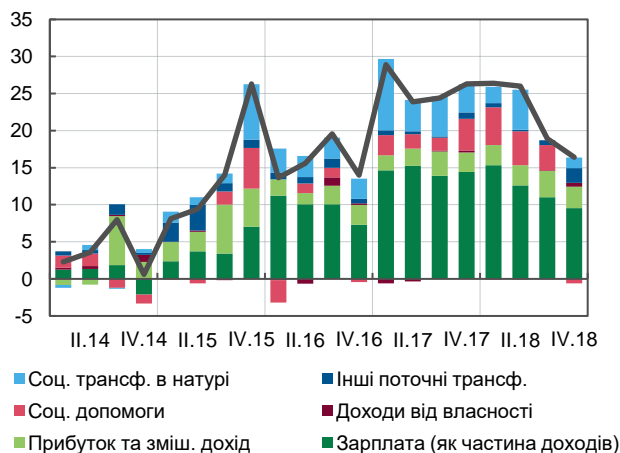
<sup>18</sup> За вирахуванням податку на доходи фізичних осіб, внесків працівника на соціальне страхування та військового збору.

**Графік 2.3.6.** Кількість складених заяв та виданих дозволів на працевлаштування українців у Польщі за видами діяльності, млн



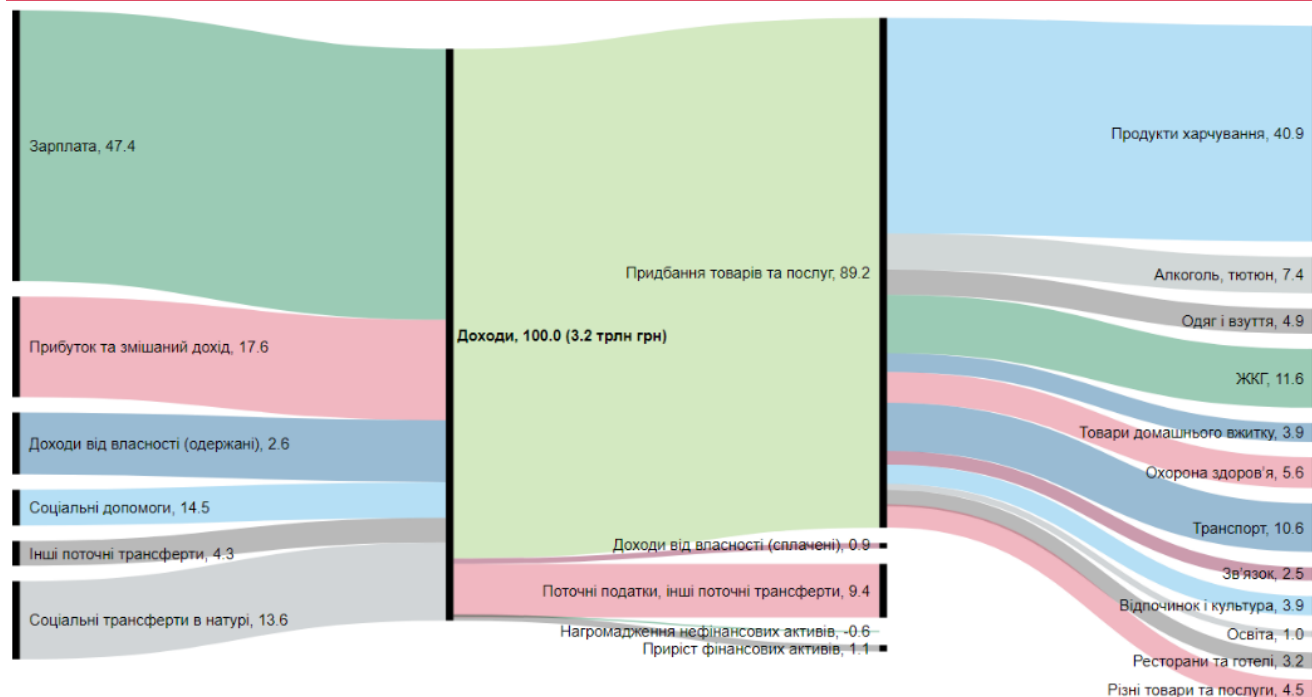
Джерело: Міністерство праці і соціальної політики Польщі.

**Графік 2.3.7.** Внески в річну зміну номінальних доходів населення, в.п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.3.8.** Структура доходів та витрат населення у 2018 році, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ, app.rawgraphs.io.

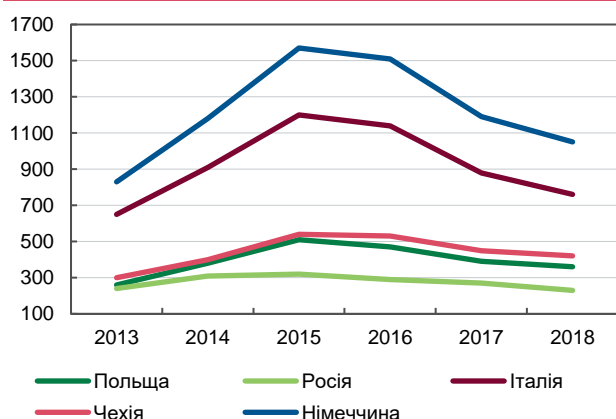
устаткування та працівникам найпростіших професій. Як наслідок, за даними ДСЗУ, у 2018 році зарплата у вакансіях для зазначених категорій професій зростала швидкими темпами – на 42%, 31% і 27% відповідно.

З іншого боку, у 2018 році співвідношення заробітних плат в Україні із країнами-сусідами скоротилося, а інтенсивність міграційних процесів послабилася, зокрема до Польщі. Це разом зі збільшенням пропозиції робочої сили зумовило уповільнення зростання зарплати – у IV кварталі 2018 року до 22.2% р/р. Зростання заробітної плати сповільнилося у більшості видів діяльності. До винятків належало будівництво, де зберігалася гостра нестача працівників, зумовлена значним міграційним тиском (у 2018 році 23% виданих дозволів на роботу українцям у Польщі було надано в цій сфері).

Незважаючи на високі темпи зростання впродовж останніх трьох років, у IV кварталі 2018 року заробітна плата все ще займала менше половини сукупних доходів домогосподарств (45.6%). Іншими значними компонентами номінальних доходів були: прибуток та змішаний дохід (18.0%), соціальні трансферти в натурі (14.1%) та соціальні допомоги (12.9%).

У IV кварталі 2018 року скоротилися соціальні допомоги (на 3.9% р/р). Зростання пенсійних виплат, які займають три чверті цього компоненту доходів, сповільнилося до 2.3% р/р (у III кварталі 2018 року вони зростали на 32.5% р/р) на тлі високої бази порівняння у зв'язку з осучасненням пенсій наприкінці 2017 року. Також зменшилися інші види державної допомоги, у тому числі через зростання інших компонентів доходів.

**Графік 2.3.9.** Відношення нетто-заробітних плат у основних країнах призначення мігрантів до України, %



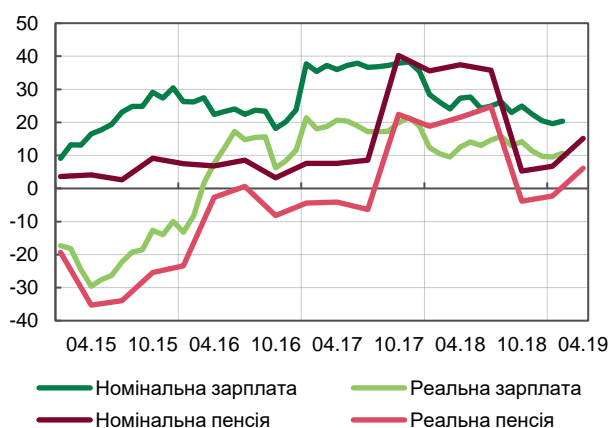
Джерело: ДССУ, НБУ, розрахунки НБУ, статистичні агенції країн, ОЕСР.

**Графік 2.3.10.** ДГ, які отримують субсидії на оплату послуг ЖКГ, та сума бюджетних видатків



Джерело: ДССУ, ДКСУ.

**Графік 2.3.11.** Заробітна плата штатних працівників та пенсія (на початок місяця), % р/р



Джерело: ДССУ, ПФУ, розрахунки НБУ.

Відновилося зростання соціальних трансфертів в натурі (на 9.5% р/р порівняно з їх скороченням на 0.7% р/р у III кварталі). З одного боку, тривало скорочення кількості субсидіантів через верифікацію наданих субсидій, зростання інших доходів домогосподарств та зміну критеріїв призначення субсидій у 2018 році, з іншого – обсяги субсидій зросли через підвищення тарифів на газ та водопостачання.

Сповільнення зростання номінальних доходів та певне прискорення інфляції в IV кварталі 2018 року зумовили й зниження темпів зростання реального наявного доходу. Однак у цілому за рік реальні наявні доходи зросли на 9.9%, підтримавши високі темпи зростання приватного споживання. Схильність населення до заощаджень у 2018 році залишалася низькою – 0.7%.

За оцінкою НБУ, у I кварталі 2019 року доходи населення й надалі зростали високими темпами. Водночас їх зростання уповільнилося як за рахунок заробітних плат, так і субсидій на оплату послуг ЖКГ. Уповільнення зростання заробітної плати було спричинене зниженням інтенсивності міграційних процесів і подальшим уповільненням зростання зарплати, одержаної з-за кордону.

Бюджетні видатки на субсидії на оплату послуг ЖКГ скоротилися на 33.6% р/р. З одного боку, тривало скорочення кількості субсидіантів (на 41.6% р/р), з іншого – падіння обсягів субсидій стримувалося підвищенням тарифів на опалення і гарячу воду. Натомість прискорилося зростання пенсій. У березні 2019 року проведено перший щорічний перерахунок пенсій шляхом збільшення показника середньої заробітної плати (доходу) в Україні, з якої сплачено страхові внески, на 17%<sup>19</sup>. Додатково в березні та квітні 2019 року проведено одноразову доплату до пенсії в розмірі 1205 грн для 2.1 млн пенсіонерів.

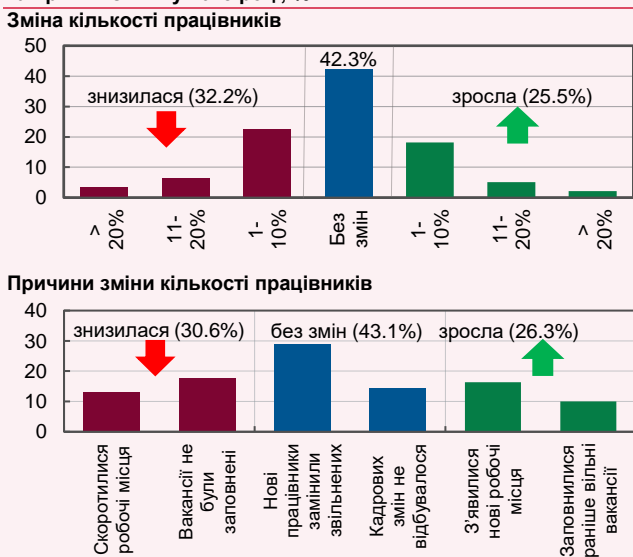
<sup>19</sup> Детальніше – у [повідомленні на сайті Пенсійного фонду України](#) та [статті 42 Закону України “Про загальнообов’язкове державне пенсійне страхування”](#).

### Вставка 3. Опитування підприємств: кадровий голод і високий попит на працівників у 2018 році були зумовлені зростанням економіки

У I кварталі 2019 року НБУ додав [до регулярного опитування щодо ділових очікувань підприємств](#) питання щодо кількості працівників та заповнюваності вакансій у 2018 році<sup>20</sup>.

За результатами додаткового опитування у 2018 році кількість працівників на підприємствах України в цілому знизилася. Про це свідчить баланс відповідей<sup>21</sup>, який становив -6.7%, що, у свою чергу, відповідає тенденції зниження кількості штатних працівників (згідно з даними ДССУ). Водночас вагомою причиною цього насамперед були складнощі із заповненням наявних вакансій.

**Графік 1. Розподіл відповідей щодо зміни кількості працівників та причин зміни у 2018 році, %**



Джерело: НБУ.

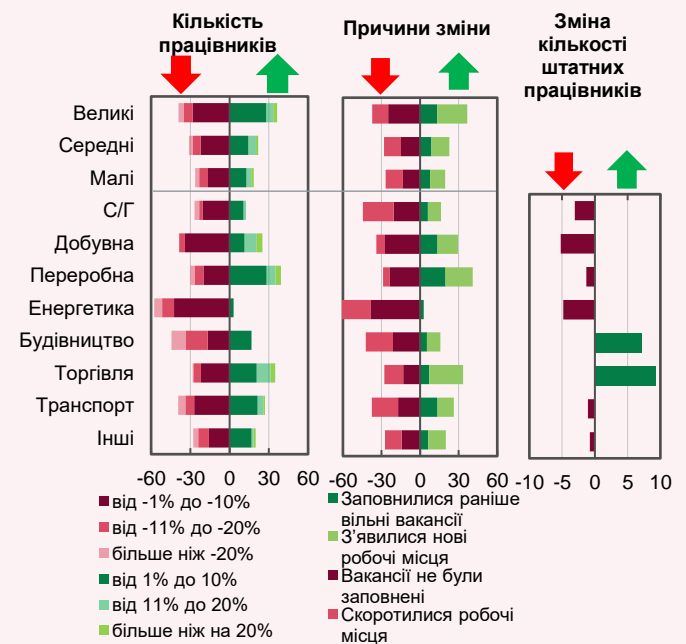
Понад чверть респондентів повідомили про збільшення кількості працівників, із них більше 60% – завдяки появі нових робочих місць у зв'язку із створенням або розширенням підприємства, решта – у зв'язку із заповненням раніше вільних вакансій. Такі тенденції відображали подальше поживлення ділової активності та прискорення зростання економіки. Водночас близько 40% підприємств повідомили, що кількість працівників не змінилася, переважно у зв'язку з природнім рухом кадрів (нові працівники замінили тих, хто звільнився).

Про зменшення кількості працівників зазначили близько 30% підприємств. Утім, через скорочення обсягів виробництва та зменшення розміру підприємства – лише 13% від усіх опитаних, тоді як скорочення кількості працівників у решти 18% респондентів відбулося через складнощі із заповненням вакансій. Однією з причин

скорочення кількості працівників та вагомих фактором, що обмежував розвиток підприємств у 2018 році, респонденти назвали процеси трудової міграції. Насамперед це зазначали представники підприємств у сільському господарстві та будівництві, а також транспорті.

За результатами опитування, найбільше кількість працівників знизилася на енергетичних підприємствах, що відповідало як зростанню кількості вакансій, які зареєстровані в ДСЗУ за цим видом діяльності, так і зниженню штатних працівників у цьому виді діяльності згідно з даними ДССУ. А кількість працівників, за оцінками підприємств добувної промисловості, знизилася переважно через складнощі із заповненням вакансій.

**Графік 2. Розподіл відповідей щодо зміни кількості працівників та її причин за характеристиками підприємств, % та зміна кількості штатних працівників у 2018 році, % р/р**



Джерело: НБУ, ДССУ.

Примітно, що за оцінками будівельних підприємств, кількість працівників знизилася, тоді як за даними ДССУ кількість штатних працівників у 2018 році на будівельних підприємствах істотно зросла. Такі тенденції значною мірою можна пояснити змінами в структурі зайнятості. Зокрема, згідно з розрахунками НБУ відповідно до даних ДССУ, кількість неформально зайнятого населення в будівництві у 2018 році скоротилася на 5.4%. З огляду на те, що рівень неформальної зайнятості в будівництві (у

<sup>20</sup> Опитування проводилося з 4 лютого до 6 березня 2019 року. Отримано відповіді від майже 700 підприємств із 22 регіонів країни (без урахування тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим, а також Донецької і Луганської областей). Вибірка репрезентативна за основними видами діяльності.

<sup>21</sup> Різниця між часткою підприємств, які повідомили про зростання кількості працівників і часткою підприємств, що повідомили про зниження кількості працівників. Від'ємний показник свідчить про перевагу негативних тенденцій.

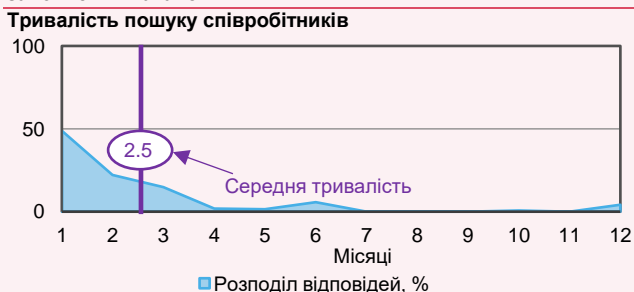


відношенні до формальної зайнятості) є одним із найвищих в економіці, порівняно незначне зниження неофіційної зайнятості могло спричинити суттєве зростання кількості штатних працівників у секторі. Такий самий чинник, вірогідно, пояснює суттєво більший приріст штатних працівників у торгівлі порівняно з результатами опитування.

Пожвавлення економічної активності у 2018 році найвідчутніше позначилося на кількості працівників великих за розміром підприємств, зокрема в переробній промисловості. Так, порівняно більша частка великих підприємств порівняно із середніми та малими повідомила про збільшення кількості працівників у зв'язку із розширенням виробництва та про заповнення раніше вільних вакансій. Це корелює з результатами регулярного опитування: протягом 2018 року, у середньому, малі та середні підприємства значно стриманіше оцінювали свій економічний та фінансовий стан.

Водночас саме великі підприємства, за їхніми оцінками, найбільше відчували складнощі із заповненням вакансій, хоча середня тривалість пошуку нових працівників у них найменша, а рівень заповнюваності вакансій – вищий за середню по економіці. Це, ймовірно, пояснюється, з одного боку, більшим масштабом підприємств та вищою номінальною потребою у працівниках, а з іншого – існуванням більш потужних кадрових служб саме на великих підприємствах.

**Графік 3. Тривалість пошуку співробітників та рівень заповнення вакансій**

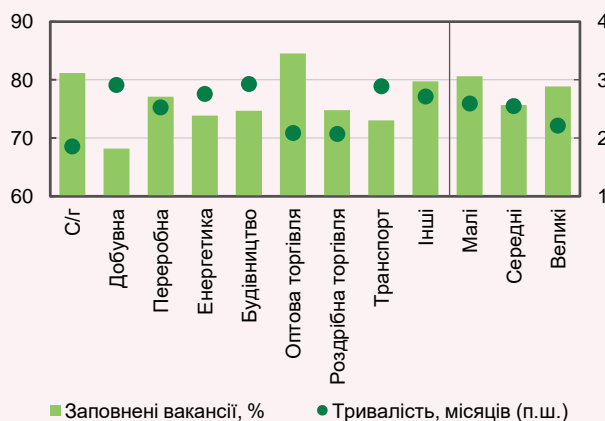


Джерело: НБУ.

Так, вакансії в середньому по всіх підприємствах переважно заповнюються протягом одного кварталу. Водночас 49% респондентів знаходять нових працівників вже протягом першого місяця пошуку. Трохи більше половини респондентів (52%) знайшли працівників на всі вільні робочі місця протягом року, а в середньому по всіх підприємствах протягом року з 10 вакансій заповнюється близько 8.

Добувні, транспортні, енергетичні та будівельні підприємства мали порівняно більші складнощі із заповнюваністю вакансій та довше шукали працівників. Проте, попри негативні коментарі, сільськогосподарські підприємства знаходили нових працівників швидше та мали достатньо високий рівень заповнення вакансій порівняно з підприємствами інших видів діяльності. Все це може свідчити як про достатньо налагоджені процедури пошуку працівників українськими підприємствами, так і про збільшення пропозиції робочої сили у 2018 році.

**Графік 4. Тривалість пошуку працівників та рівень заповнення вакансій за характеристиками підприємств у 2018 році**



Джерело: НБУ.

Згідно з регулярним опитуванням підприємств у I кварталі 2019 року протягом наступних 12 місяців очікується подальше зростання кількості працівників, однак із середини 2018 року очікування підприємств поступово послаблюються. Це може свідчити про певне послаблення попиту на робочу силу у 2019 році, що відповідає також прогнозу НБУ про уповільнення економічного зростання у 2019 році. Водночас, попри незначне поліпшення оцінок підприємств щодо стримуючого впливу нестачі кваліфікованих кадрів на результати їх діяльності, цей показник залишається на одному з найвищих рівнів за останні кілька років.

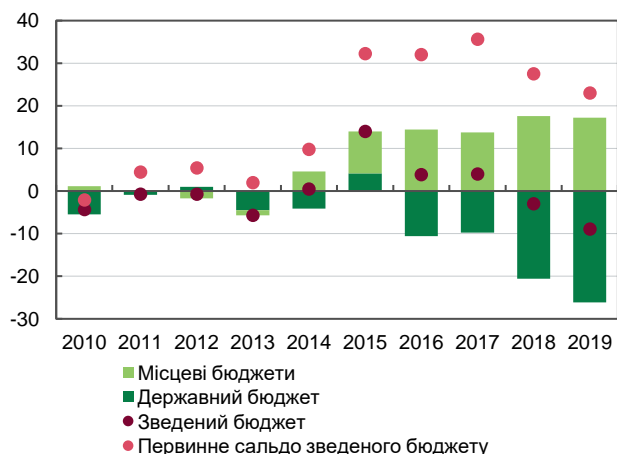
## 2.4. Фіскальний сектор

Фіскальна політика на початку 2019 року дещо пом'якшилася порівняно з передніми кількома роками. За підсумками I кварталу 2019 року сформувався досить значний для цього періоду дефіцит зведеного бюджету, а первинне сальдо, хоча і залишилося додатним, зменшилося. Певне пом'якшення фіскальної політики насамперед пов'язано зі стриманим зростанням доходів (на 10.4% р/р).

Останнє зумовили слабкий імпорт у гривневому еквіваленті, у тому числі через зміцнення гривні, зниження обсягів виробництва окремих підакцизних товарів та несприятливий ефект бази порівняння для окремих податків. Водночас стійке зростання номінальних заробітних плат та поліпшення фінансового результату підприємств підтримували зростання доходів. Додатково значний внесок (3.7 в. п.) у зростання доходів мали тимчасові фактори – кошти від митного оформлення транспортних засобів з іноземною реєстрацією та спеціальної конфіскації. Видатки в цілому за квартал зросли помірно (на 12.8% р/р). Такі темпи видатків частково пояснюються скороченням у березні витрат насамперед соціального напрямку після стрімкого їх зростання на початку кварталу.

Завдяки збереженню додатного первинного сальдо бюджету та міцнішій гривні державний і гарантований державою борг станом у відношенні до ВВП<sup>22</sup> на кінець березня 2019 року опустився нижче 60%, уперше з 2014 року.

Графік 2.4.1. Сальдо зведеного бюджету в I кварталі, млрд грн



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

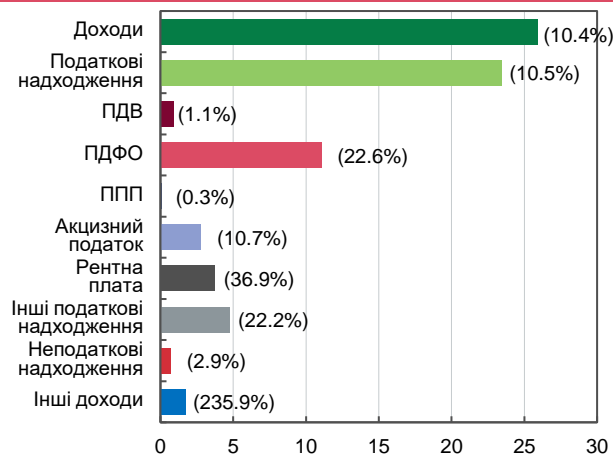
### Сальдо

У I кварталі 2019 року фіскальна політика пом'якшилася. Дефіцит зведеного бюджету був досить значним для цього періоду – 8.9 млрд грн. Хоча первинне сальдо залишилося додатним, його розмір помітно зменшився. Таке сальдо зведеного бюджету сформувалося через досить значний дефіцит державного бюджету (26.2 млрд грн).

### Доходи

У I кварталі 2019 року доходи зведеного бюджету зросли на доволі стримані 10.4% р/р. При цьому помірно зростали і податкові, і неподаткові надходження, незважаючи на значний додатний внесок від кількох тимчасових факторів.

Графік 2.4.2. Абсолютна та відносна річні зміни доходів зведеного бюджету в I кварталі 2019 року, млрд грн (% р/р)



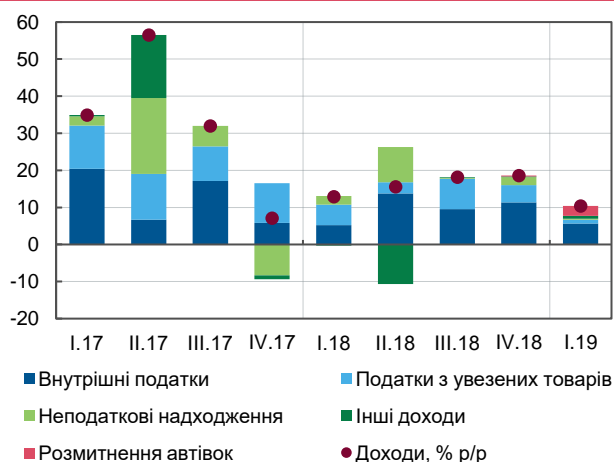
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Основою зростання доходів у цьому кварталі традиційно стали податкові надходження передусім від податку на доходи фізичних осіб завдяки зростанню номінальних заробітних плат. Надходження від податку на прибуток підприємств залишилися вагомим джерелом податкових надходжень на тлі поліпшення фінансових результатів підприємств. Однак обсяги надходжень від податку на прибуток у I кварталі 2019 року майже не змінилися порівняно з минулим роком. Це передусім пояснюється несприятливою базою порівняння, оскільки в I кварталі минулого року внаслідок ефекту від рішення Стокгольмського арбітражу НАК "Нафтогаз України" спрямувала додаткові кошти до бюджету в рахунок податку на прибуток підприємств. Крім того, збільшилися надходження від рентних платежів, що зокрема пов'язано з підвищенням ціни на газ як товар для домогосподарств та підприємств ТКЕ (з листопада 2018 року).

Незначно зросли й надходження від ПДВ порівняно з минулим роком. З одного боку, це наслідок збільшення відшкодування (на 34.8% р/р), ураховуючи значні обсяги сум заявлених до відшкодування, які сформувалися на початок року (28.7 млрд грн). З іншого – низького імпорту

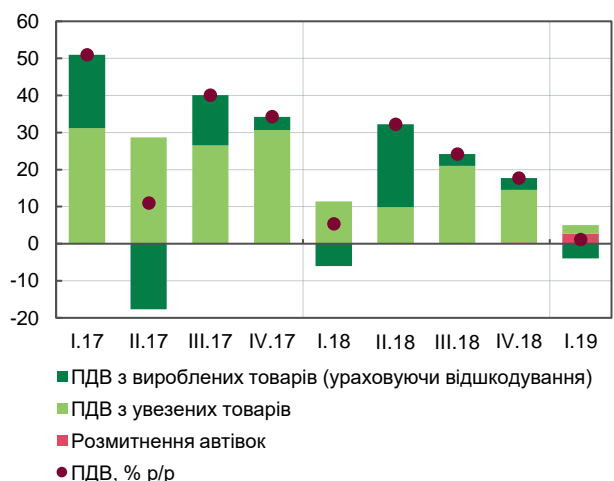
<sup>22</sup> ВВП розраховано як річна плинна на основі фактичних даних ДССУ за 2018 рік та оцінки НБУ за I квартал 2019 рік.

**Графік 2.4.3. Внески в річну зміну доходів зведеного бюджету, в. п.**



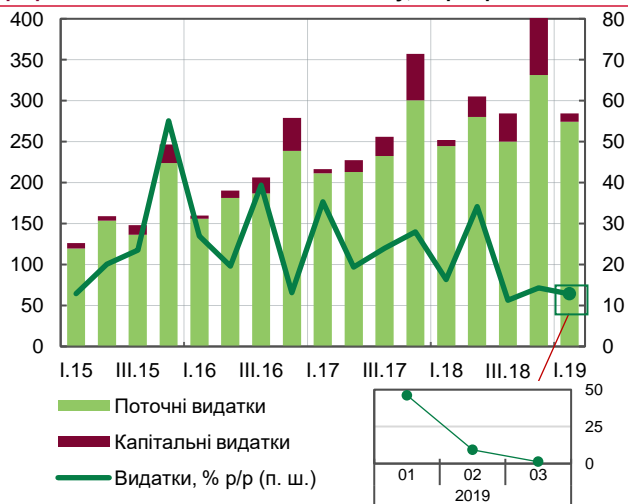
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.4.4. Внески в річну зміну надходжень від ПДВ, в. п.**



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.4.5. Видатки зведеного бюджету, млрд грн**



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

енергетичних ресурсів та дещо міцнішого курсу гривні, а також звільнення з 01 січня 2019 року від оподаткування ПДВ імпорту окремих видів обладнання для ВДЕ.

Натомість надходження від акцизного податку в I кварталі зросли порівняно значними темпами, незважаючи на зниження обсягів виробництва підакцизних товарів (зокрема виробництво тютюнових виробів зменшилося на 7.2% р/р у I кварталі 2019 року). Це передусім пов'язано із тимчасовим ефектом від розмитнення значної кількості транспортних засобів (автомобілів) з іноземною реєстрацією, що також стало причиною збільшення надходжень від податків на міжнародну торгівлю. Загалом за період з початку 2019 року до завершення дії пільгового періоду оформлення цих автомобілів сукупні надходження від ПДВ, акцизного податку та ввізного мита, які були сплачені в цьому році, за оцінками НБУ становили 4.5% усіх податкових надходжень за I квартал.

Пільговий період митного оформлення транспортних засобів позначився й на неподаткових надходженнях. Зокрема були добровільно сплачені кошти для звільнення від адміністративної відповідальності за порушення митного режиму під час митного оформлення транспортних засобів з іноземною реєстрацією. Також цього року додатковим джерелом доходів стали кошти від спеціальної конфіскації.

У цілому внесок тимчасових чинників поточного року в зростання доходів зведеного бюджету в I кварталі оцінюється в 3.7 в. п.

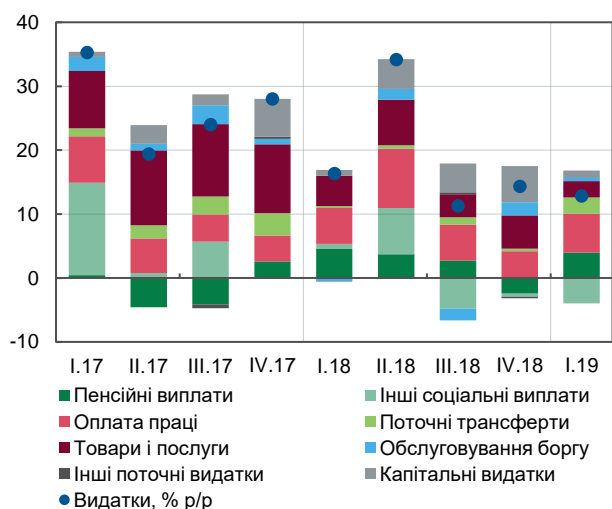
**Видатки**

Видатки зведеного бюджету за підсумками I кварталу зросли досить помірно (на 12.8% р/р). При цьому такі помірні темпи сформувалися передусім під впливом березневих витрат, зростання яких суттєво уповільнилося після сплеску на початку кварталу.

Ключовим чинником такої динаміки були перерахунки Пенсійному фонду. На початку кварталу вони стрімко збільшилися через низку факторів. По-перше, виплата пенсій у цьому році відбулася у повному обсязі на відміну від попередніх трьох років, коли частину січневих пенсій було авансово профінансовано в грудні. По-друге, тривало подальше підвищення пенсій окремим категоріям громадян, зокрема військовим. Однак у березні ці витрати скоротилися попри проведену індексацію трудових пенсій та виплату частини одноразової доплати до пенсії (за рахунок цільових коштів від розмитнення транспортних засобів). Це пояснюється високою базою порівняння з огляду на підвищені перерахунки Пенсійному фонду в березні 2018 року, зокрема для погашення накопичених позик з ЄКР. Натомість й надалі високими темпами зростали витрати на оплату праці, у тому числі за рахунок грошового забезпечення військовослужбовців.

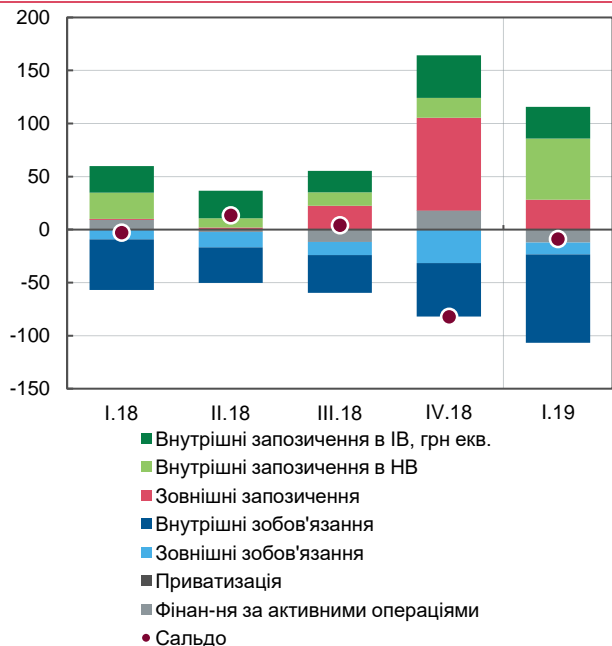
Меншими, ніж у 2018 році, були витрати на надання пільг та субсидій населенню на оплату послуг ЖКГ. Це

**Графік 2.4.6. Внески в річну зміну видатків зведеного бюджету, в. п.**



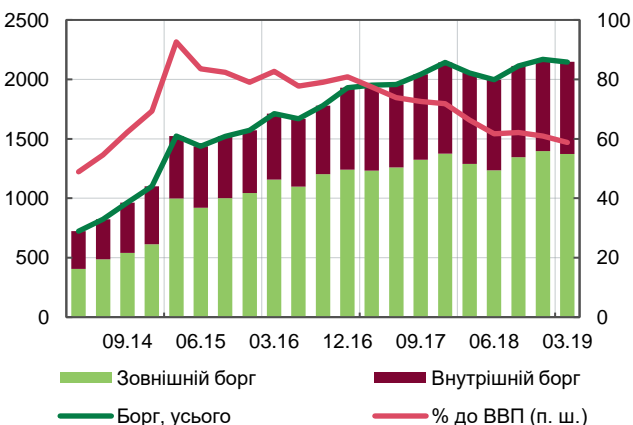
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.4.7. Фінансування сальдо зведеного бюджету, млрд грн**



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.4.8. Державний та гарантований державою борг, млрд грн та % до ВВП**



Джерело: МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

пов'язано зі зниженням кількості субсидіантів (детальніше – у розділі “Ринок робочої сили та доходів домогосподарств”), а також сприятливішими погодними умовами.

Динаміка інших витрат була також різноспрямованою. Так витрати на поточні трансферти збільшилися майже вдвічі. Високими темпами тривало зростання капітальних видатків, зокрема на реалізацію інфраструктурних проектів. Також зросли видатки на обслуговування боргу, серед іншого через зовнішні залучення наприкінці 2018 року. Натомість стримано зросли витрати на використання товарів і послуг, насамперед за рахунок скорочення витрат на дослідження і розробки, окремі заходи щодо реалізації державних (регіональних) програм, а інші поточні видатки скоротилися.

**Фінансування та борг**

На початку року уряд активно залучав боргові ресурси. Це, по-перше, пов'язано зі щільним графіком погашення боргу, а по-друге, з потребою у фінансуванні дефіциту з огляду на незначні надходження від приватизації.

Кошти залучалися як на зовнішньому, так і на внутрішньому ринках. Зокрема отримано кошти від розміщення ОЗДП та позику під гарантії Світового банку. Однак ключовим джерелом фінансування дефіциту залишилися запозичення на внутрішньому ринку – як у національній, так і в іноземній валюті. Левову їх частку становили короткострокові папери. Хоча обсяги погашення зобов'язань були значними, залучення суттєво їх перевищили.

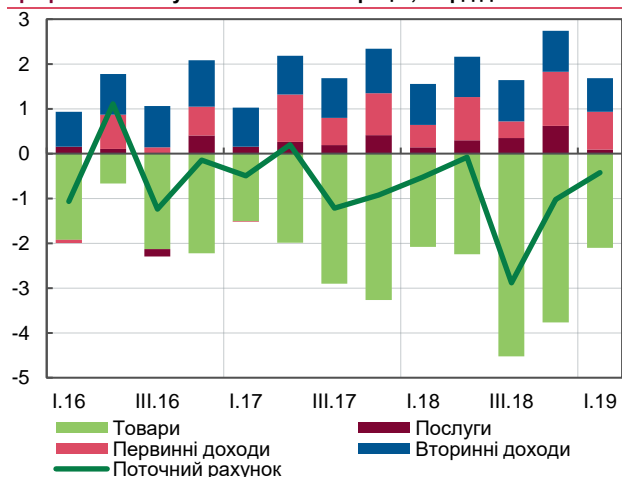
Попри такі залучення державний та гарантований державою борг у цілому зменшився на 1.0% з початку року – до 2147 млрд грн станом на кінець березня 2019 року. Це зумовлено виплатами за гарантованим боргом, зокрема перед МВФ. Додаковим чинником було незначне зміцнення гривні. У підсумку тривало зниження співвідношення боргу і ВВП (за оцінками НБУ – до 59%).

## 2.5. Платіжний баланс

У I кварталі 2019 року дефіцит поточного рахунку продовжив зростати (до 0.4 млрд дол.) Зокрема скоротилося від'ємне сальдо торгівлі товарами, а традиційне зменшення профіциту первинних доходів порівняно з попереднім кварталом було не таким значним як рік тому через зменшення виплат дивідендів. Високий урожай зернових та технічних культур минулого року компенсував зменшення експорту металургійної продукції, забезпечивши стійке зростання експорту товарів. Натомість зростання імпорту товарів сповільнилося завдяки скороченню закупівель енергоносіїв та зниженню цін на окремі товари споживчого імпорту.

Дефіцит поточного рахунку був більш ніж компенсований припливом капіталу за фінансовим рахунком (0.8 млрд дол.), сформованим насамперед залученнями державного сектору. Вони були забезпечені як офіційним фінансуванням, так і портфельними інвестиціями нерезидентів у гривневій державній цінній папері. Водночас приватний сектор був чистим кредитором для зовнішнього світу попри чистий приплив ПІІ. Передусім це зумовлено значними виплатами за зовнішніми зобов'язаннями як банківського, так і реального секторів у березні. Завдяки профіциту платіжного балансу (0.3 млрд дол.) міжнародні резерви за I квартал майже не змінилися попри виплати за зовнішніми зобов'язаннями перед МВФ. Станом на кінець I кварталу резерви становили 20.6 млрд. дол. або 3.4 місяці імпорту майбутнього періоду.

Графік 2.5.1. Рахунок поточних операцій, млрд дол.



Джерело: НБУ.

### Рахунок поточних операцій

У I кварталі 2019 року експорт товарів збільшився на 8% р/р. Як і в попередньому періоді, динаміка експорту визначалася рекордним урожаєм зернових та окремих технічних культур минулого року. Зокрема фізичні обсяги експорту кукурудзи сягнули максимального квартального значення за всю історію спостережень. Як результат, поставки зернових культур оновили історичний рекорд. Це на тлі дещо вищих, ніж минулого року, світових цін сприяло збільшенню вартісних обсягів їх експорту (в 1.5 раза р/р). Крім того, збільшення фізичних обсягів експорту олії на тлі рекордного минулорічного врожаю соняшника компенсувало подальше зниження світових цін на олійні, унаслідок чого вартісні обсяги експорту соняшникової олії збільшилися (на 6.4% р/р). Крім того, істотно збільшився експорт олійних макух на тлі підвищеного попиту на органічні корми з боку країн Азії.

Графік 2.5.2. Внески в річну зміну експорту товарів, в. п.



Джерело: розрахунки НБУ.

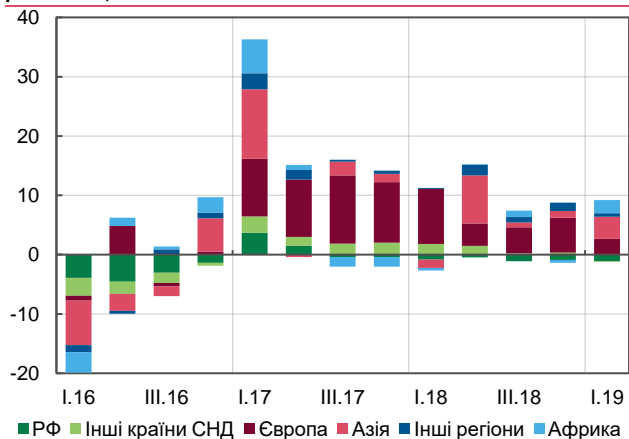
Високими темпами зростає експорт й інших продовольчих товарів. Зокрема, експорт м'яса збільшився (на 21.3% р/р) насамперед завдяки нарощенню поставок курятини до Саудівської Аравії, у тому числі зумовленого встановленням цією країною обмежень на експорт м'яса птиці з Бразилії. У цілому зростання експорту продовольчих товарів прискорилося до 23% р/р, а їх частка в загальному товарному експорті сягнула майже половини.

Водночас зростання експорту товарів стримувалося ситуацією в ГМК. Так продовження проведення ремонтних робіт на окремих заводах та погіршення зовнішньої кон'юнктури призвело до зниження експорту продукції металургії (на 7.5% р/р). Зростання експорту залізних руд уповільнилося (до 7.8% р/р) унаслідок скорочення обсягів їх видобутку та низьких світових цін наприкінці 2018 року – на початку 2019 року.

Крім того, у I кварталі істотно скоротився експорт хімічної продукції (на 18.4% р/р), що серед інших причин зумовлено проведенням ремонтно-відновлювальних робіт на окремих хімічних заводах.

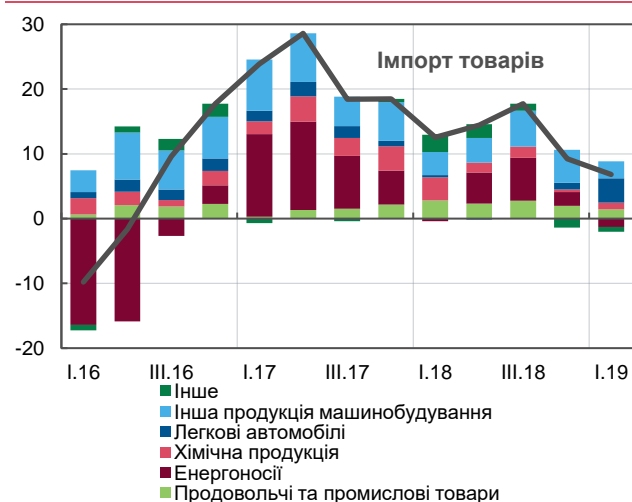


**Графік 2.5.3. Внески в річну зміну експорту товарів за регіонами, в. п.**



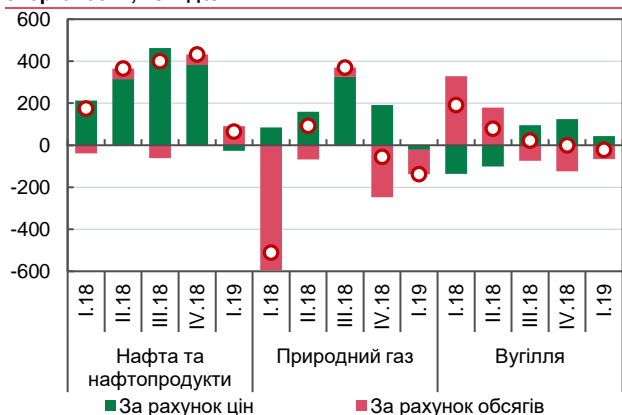
Джерело: розрахунки НБУ.

**Графік 2.5.4. Внески в річну зміну імпорту товарів, в. п.**



Джерело: розрахунки НБУ.

**Графік 2.5.5. Абсолютна річна зміна імпорту окремих енергоносіїв, млн дол.**



Джерело: ДФСУ, розрахунки НБУ.

Уведення з боку Росії додаткових заборон на ввезення товарів з України наприкінці минулого року мало негативний ефект на виробництво та відповідно на експорт продукції машинобудування. Водночас завдяки певній переорієнтації окремої продукції на ринки ЄС та Азії експорт продукції машинобудування зріс (на 12.5% р/р).

Зміни в товарній структурі експорту відобразилися й на його географічній структурі. Запровадження обмежень Росією на ввезення окремих товарів призвело до подальшого скорочення експорту до країн СНД та зменшення їх частки в загальному експорті (до 13.2%). Водночас нарощення поставок кукурудзи відбувалося за рахунок Єгипту. У результаті експорт до країн Африки збільшився, як і їх частка в українському експорті. Збільшення поставок продукції олійно-жирової промисловості до Китаю та Індії зумовило прискорення зростання експорту до країн Азії і збільшення їх частки до 31.5%. Однак основним ринком збуту українських товарів залишалися країни Європи (детальніше у Вставці "Експорт України до країн Європейського Союзу").

Зростання імпорту товарів у I кварталі сповільнилося до 6.8% р/р передусім унаслідок скорочення закупівель енергоносіїв та зниження цін на окремі товари споживчого імпорту.

Вартісні обсяги енергетичного імпорту скоротилися (на 6.2% р/р) зокрема завдяки зниженню світових цін на окремі енергетичні ресурси. Крім того, сприятливі погодні умови призвели до скорочення відбору газу зі сховищ, у результаті чого його запаси станом на кінець березня були вищими порівняно з відповідним періодом минулого року. На тлі стрімкого падіння світових цін на природний газ, яке ще не повністю відобразилося на імпортних цінах в Україну в I кварталі 2019 року, це призвело до зменшення вартісних обсягів імпорту природного газу (на 23.1% р/р). Також зменшилися фізичні обсяги імпорту вугілля (на 8.7% р/р) завдяки переорієнтації окремих енергогенеруючих компаній на українське газове вугілля та нижчого попиту з боку вітчизняної металургії. Попри стрімке зростання світових цін на нафту упродовж I кварталу в середньому вони залишалися нижчими, ніж у рік тому. Це зумовило стрімке сповільнення зростання імпорту нафтопродуктів (до 8.3% р/р).

Темпи зростання імпорту продовольчих та промислових товарів знизилися (відповідно до 6.6% р/р та 16.7% р/р), чому зокрема сприяло зниження цін на окремі імпортовані товари (наприклад, цитрусові фрукти, одяг тощо) та певна переорієнтація на товари українського виробництва<sup>23</sup>.

Водночас істотний внесок у зростання імпорту товарів мали закупівлі продукції машинобудування (збільшилися на 24.5% р/р). Імпорт легкових автомобілів збільшився вдвічі в річному вимірі у результаті як розмитнення

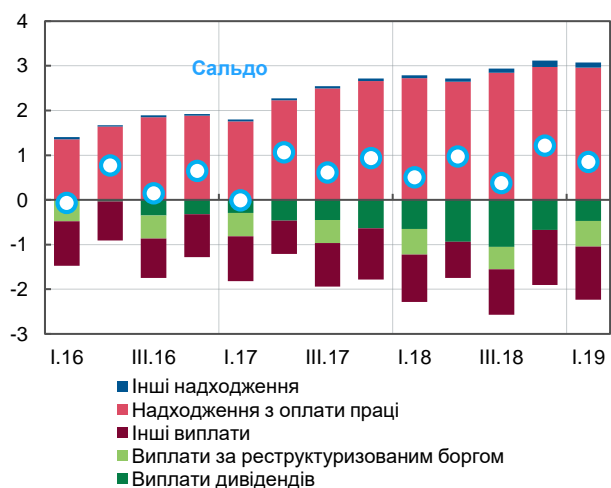
<sup>23</sup> Так у 2018 році в структурі роздрібного товарообороту дещо збільшилася частка окремих товарів вітчизняного виробництва – одягу, меблів, канцелярського приладдя, товарів культурного призначення тощо.

Графік 2.5.6. Імпорт легкових автомобілів



Джерело: Укравтопром, ДФСУ.

Графік 2.5.7. Рахунок первинних доходів, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Графік 2.5.8. Фінансовий рахунок: чисті зовнішні зобов'язання, млрд дол.



Джерело: НБУ.

раніше ввезених автомобілів з іноземною реєстрацією, так і нарощення їх закупівель з боку автодилерів та населення протягом пільгового періоду розмитнення<sup>24</sup>. Також високими темпами й надалі зростає імпорту електричного обладнання, у тому числі для альтернативної енергетики.

Крім того, істотно збільшилися обсяги закупівель добрив у I кварталі унаслідок надолуження їх імпорту напередодні посівної після зниження наприкінці 2018 року та на початку 2019 року, спричинених додатковими митними процедурами та тимчасовими затримками через вдосконалення системи аналізу ризиків за індикативними цінами. Загалом, імпорту продукції хімічної промисловості в I кварталі 2019 року збільшився на 4.8% р/р.

У регіональному розрізі основним постачальником товарів залишалися країни Європи, а їх частка в імпорті збільшилася (до 41.2%), зокрема через розмитнення легкових автомобілів з іноземною реєстрацією. Натомість знизилася частка країн Азії унаслідок уповільнення зростання імпорту окремої продукції машинобудування та країн СНД, у тому числі через скорочення закупівель добрив з РФ.

Попри збільшення обсягів транзиту газу територією України зростання експорту послуг дещо сповільнилося (до 7.1% р/р) насамперед за рахунок скорочення обсягів експорту послуг з переробки давальницької сировини. Це, серед інших причин, може бути зумовлено складною ситуацією в автомобілебудівній промисловості Німеччини. На відміну від експорту, зростання імпорту послуг прискорилося, передусім за статтею "подорожі". У результаті сальдо торгівлі послугами було близьким до нуля.

Водночас у I кварталі зменшилися виплати дивідендів порівняно з відповідним періодом попереднього року. Це сприяло розширенню профіциту рахунку первинних доходів порівняно з попереднім роком попри подальше, хоч і стриманіше, зростання грошових переказів. Сповільнення зростання грошових переказів (до 0.6% р/р) відбулося за рахунок країн ЄС, зокрема Польщі. Це відповідало очікуванням НБУ про зниження інтенсивності міграційних процесів під впливом конвергенції зарплат (детальніше у розділі "Ринок робочої сили та доходи домогосподарств").

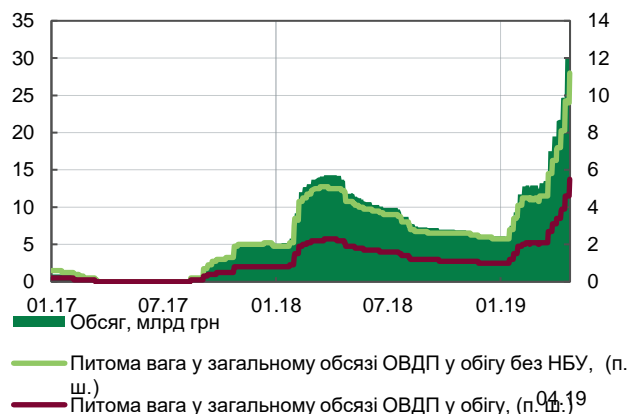
**Фінансовий рахунок**

Приплив капіталу за фінансовим рахунком становив 0.8 млрд дол. та був забезпечений надходженнями до державного сектору, передусім від позики під гарантії Світового банку, дорозміщення 10-річних єврооблігацій та операцій нерезидентів з ОВДП у національній валюті.

У свою чергу приватний сектор був чистим кредитором зовнішнього світу – чисті надходження ПІІ були

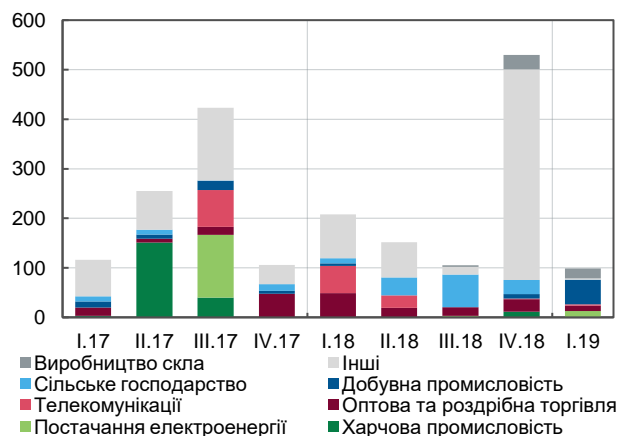
<sup>24</sup> Відповідно до Закону України №2611-VIII від 08.11.2018 пільговий період оподаткування акцизним податком уживаних імпортованих легкових автомобілів завершився 22 лютого 2019 року.

**Графік 2.5.9. Вкладення нерезидентів у гривневі ОВДП**



Джерело: НБУ.

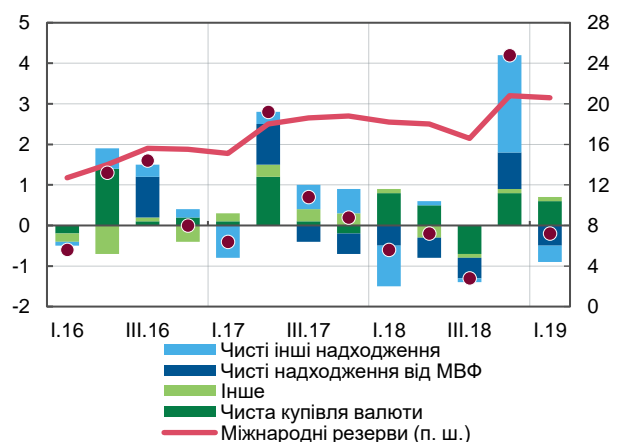
**Графік 2.5.10. Галузева структура ПІІ в реальний сектор (акціонерний капітал), млн дол.\***



\* Інші включають дорахунки даних.

Джерело: НБУ.

**Графік 2.5.11. Валові міжнародні резерви та їх зміна, млрд дол.**



Джерело: НБУ.

нівельовані виплатами за зовнішніми зобов'язаннями банківського та реального секторів.

Прямі іноземні інвестиції за I квартал 2019 року становили 0.8 млрд дол., з них більше 60% було спрямовано до реального сектору. Лідерами залучення ПІІ були добувна промисловість та виробництво скла та виробів зі скла. 41% ПІІ в банківський сектор були забезпечені операціями з переоформлення боргу в статутний капітал.

Протягом I кварталу приватний сектор здійснював погашення зовнішніх зобов'язань, зокрема планові виплати за єврооблігаціями здійснили [Ощадбанк](#) та [АТ "Укрзалізниця"](#). Ці виплати визначали динаміку боргового капіталу в I кварталі 2019 року – роловер сектору знизився до 55% (з 121% у IV кварталі).

**Резервні активи**

Протягом I кварталу 2019 року динаміка міжнародних резервів визначалася такими факторами:

- ↑ чистою купівлею НБУ валюти на міжбанківському ринку (0.6 млрд дол.);
- ↑ отриманням офіційного фінансування, зокрема кредиту під гарантії Світового банку (0.6 млрд дол.);
- ↓ виплатами за кредитами МВФ (0.5 млрд дол.);
- ↓ валютними операціями уряду (1 млрд дол.): виплати за основними сумами та відсотками за валютним боргом перевищили залучення за ними.

У результаті міжнародні резерви протягом I кварталу майже не змінилися та на кінець березня становили 20.6 млрд дол., що забезпечує 3.4 місяці імпорту майбутнього періоду.

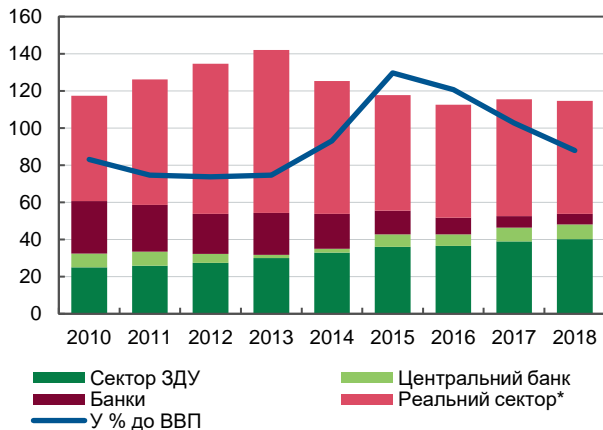
**Зовнішня стійкість**

У IV кварталі 2018 року тривало зниження співвідношення валового зовнішнього боргу до ВВП (до 87.9%). За квартал обсяг валового зовнішнього боргу збільшився до 114.7 млрд дол., насамперед за рахунок сектору ЗДУ. Так зросли чисті запозичення уряду через розміщення єврооблігацій, залучення кредитів під гарантії Світового банку та ЄС. Чистий зовнішній борг центрального банку зріс насамперед завдяки отриманню першого траншу в рамках нової програми співпраці з МВФ. Зовнішні зобов'язання банківського сектору залишилися без змін, тоді як борг приватного сектору в цілому знизився за рахунок [зменшення зобов'язань за короткостроковими торговими кредитами](#)<sup>25</sup>.

Короткостроковий борг за залишковим терміном погашення станом на кінець IV кварталу зменшився до 45.7 млрд дол. за рахунок майже всіх секторів. Зокрема зобов'язання уряду, що мають бути погашені протягом наступних 12 місяців, зменшилися на 1.6 млрд дол. (до 3.3 млрд дол.) за рахунок виплат за ОВДП. Борг реального сектору скоротився насамперед за рахунок

<sup>25</sup> Зменшення заборгованості за торговими кредитами станом на кінець 2018 року зумовлено зміною критеріїв формування сукупності респондентів статистичного спостереження ДССУ щодо взаєморозрахунків підприємств України з нерезидентами за товари, роботи, послуги.

Графік 2.5.12. Валовий зовнішній борг, млрд дол.



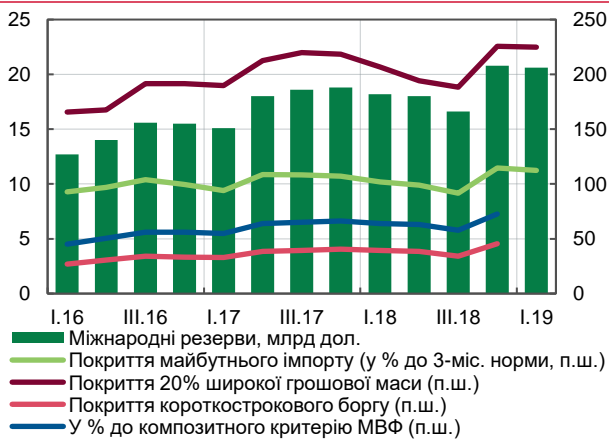
\* включно з міжфірмовим боргом.

Джерело: НБУ.

короткострокових торгових кредитів. У результаті співвідношення короткострокового боргу до основних макроекономічних показників знизилася.

У IV кварталі 2018 року отримання офіційного фінансування сприяло збільшенню міжнародних резервів до 20.8 млрд дол., що зумовило покращення показників їх адекватності. Співвідношення резервів до композитного критерію МВФ (ARA metrics) досягло 72.6% від мінімально достатнього рівня – найвищого рівня з 2012 року. Співвідношення резервів до короткострокового боргу (критерій Гвідотті-Грінспена), після скорочення впродовж попередніх трьох кварталів, збільшилося до 45.5%.

Графік 2.5.13. Міжнародні резерви та критерії їх адекватності, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Таблиця 2.5.1. Показники зовнішньої стійкості й адекватності міжнародних резервів

%	IV.16	I.17	II.17	III.17	IV.17	I.18	II.18	III.18	IV.18
Зовнішній борг/ВВП	120.6	115.6	112.3	108.5	102.8	99.2	93.4	90.7	87.9
Зовнішній борг/експорт товарів і послуг	244.6	230.7	225.3	222.2	214.3	209.2	200.3	197.4	194.0
Короткостроковий борг/валовий борг	41.7	40.8	40.9	40.6	40.2	40.1	41.1	42.7	39.9
Короткостроковий борг/ВВП	50.2	47.2	45.9	44.0	41.3	39.8	38.4	38.7	35.1
Короткостроковий борг/експорт товарів і послуг	101.9	94.2	92.1	90.2	86.1	83.9	82.3	84.3	77.4
Відкритість економіки	105.5	106.4	106.8	104.7	103.6	102.8	101.0	100.6	99.2
Резерви/короткостроковий борг	33.2	32.9	38.6	39.5	40.6	39.4	38.5	34.1	45.5
Резерви, у % до композитного критерію МВФ	56.1	54.7	64.0	65.2	66.1	63.9	63.0	57.7	72.6
Покриття резервами 3 міс. майбутнього імпорту	99.4	94.1	108.5	108.4	107.0	101.8	98.8	91.6	114.6
Покриття резервами 20% широкої грошової маси	191.6	189.8	212.5	219.9	218.3	206.6	194.1	188.4	225.6
Поточний рахунок/ВВП, плинний	-1.4	-0.8	-1.7	-1.6	-2.2	-2.1	-2.3	-3.5	-3.4

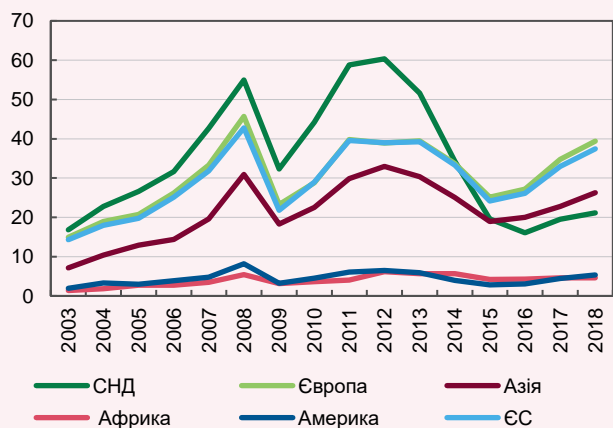
Джерело: розрахунки НБУ



### Вставка 4. Експорт України до країн Європейського Союзу<sup>26</sup>

За підсумками 2018 року країни ЄС закріпили свою першість у зовнішній торгівлі України – товарооборот з ними зріс на 13.6%, а їх частка в загальному товарообороті збільшилася до 37.5%.

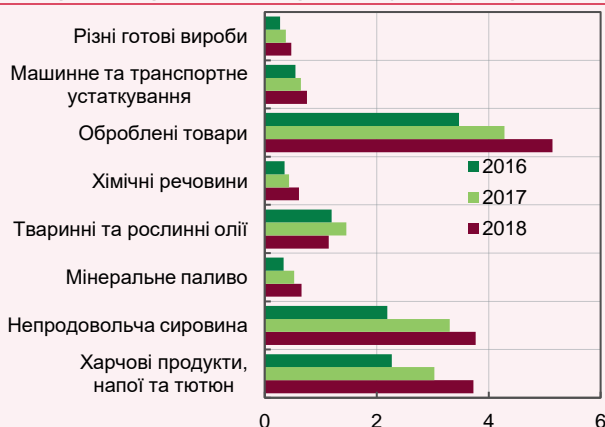
**Графік 1. Зовнішній товарооборот України за регіонами, млрд дол.**



Джерело: НБУ.

Товарооборот із країнами ЄС у 2018 році збільшився як за рахунок експорту, так і імпорту товарів. Експорт товарів зростав третій рік поспіль (у 2018 році – на 15.6% до 16.3 млрд дол.) та досяг найвищого значення за всю історію спостережень. У цілому він забезпечив 5.5 в.п. із загального приросту експорту товарів у 2018 році (9.2% р/р). Імпорт також збільшився, однак меншими темпами, ніж експорт, – на 12%.

**Графік 2. Експорт товарів до країн ЄС за Міжнародною Стандартною Торговою Класифікацією (МСТК)<sup>27</sup>, млрд дол.**



Джерело: розрахунки НБУ.

Зростання експорту до країн ЄС було не лише кількісним, поступово поліпшувалася його структура – збільшилася частка готових товарів при певному скороченні сировинної складової. Так, як і в попередні роки,

найбільше у 2018 році зросли обсяги поставок оброблених товарів. Їх частка в експорті була найбільшою та становила 31.5%. Близько ¼ обсягу експорту за цією групою становить продукція металургії (чавун та сталь), яка і забезпечила основний внесок у приріст за 2018 рік. Проте її частка в оброблених товарах за останні п'ять років зменшилася на 10 в. п. за рахунок більш стрімкого зростання інших категорій оброблених товарів, найбільше – виробів з деревини (частка яких збільшилася з 4% у 2013 році до 10% у 2018 році).

**Графік 3. Експорт окремих оброблених товарів<sup>27</sup> до країн ЄС за МСТК, млрд дол.**



Джерело: розрахунки НБУ.

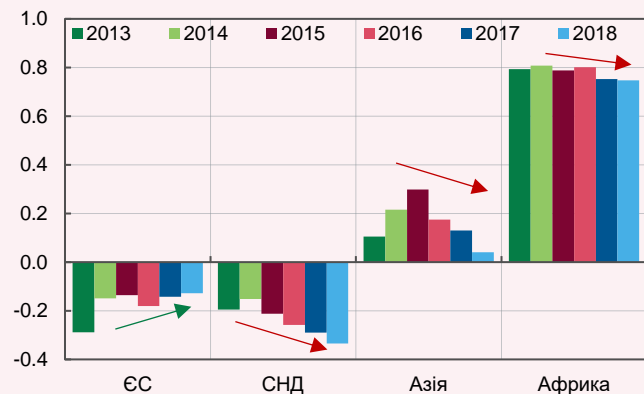
Також за останні п'ять років змінилася структура експорту харчових продуктів до країн ЄС, де також збільшилася частка оброблених виробів. Зокрема, у 2013 році частка м'ясної та молочної продукції становила 1.5% експорту харчових продуктів, у 2018 році – уже 10%. Основною причиною таких змін була поступова реалізація заходів, передбачених Угодою про асоціацію України з ЄС. Завдяки цьому експорт продовольчих товарів до країн ЄС зазнав найбільших змін порівняно з іншими регіонами. Його обсяг за останні п'ять років збільшився на 1.5 млрд дол. – до 6 млрд дол. Обсяги експорту передусім зросли за вже наявними позиціями. Однак з'явилися й нові товари, що не постачалися раніше до країн ЄС. У результаті за підсумками 2018 року Україна закріпилася на четвертому місці в переліку країн – основних постачальників харчової продукції до країн ЄС.

Нарощення експорту до ЄС певним чином компенсувало зростання імпорту енергоносіїв та продукції машинобудування. У результаті дефіцит торгівлі товарами України з ЄС залишається практично незмінним, тоді як баланс торгівлі за іншими регіонами протягом останніх трьох років погіршувався.

<sup>26</sup> Аналіз проведено на основі даних за КПБ6, які не включають товари у вигляді давальницької сировини для подальшої обробки.

<sup>27</sup> У МСТК класифікація товарів на рівні груп здійснюється за видами сировини, з якої виготовлено товар, за ступенем обробки товару та за призначенням товару.

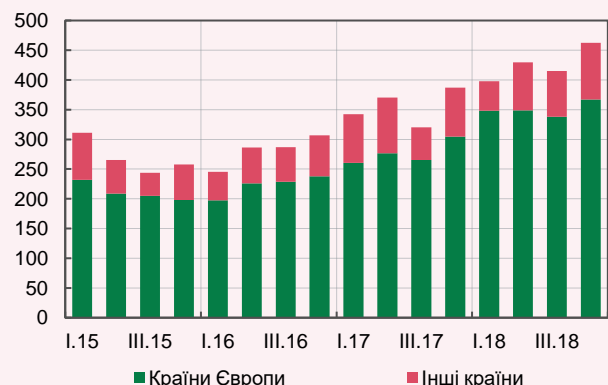
Графік 4. Індекс чистої торгівлі<sup>28</sup> за регіонами



Джерело: розрахунки НБУ.

Також третій рік поспіль зростає й експорт послуг до країн ЄС, за 2018 рік – на 18% до 5.6 млрд дол., а частка країн ЄС в експорті послуг зросла до 35.6%. Стрімке збільшення експорту послуг відбувається насамперед за рахунок операцій з переробки сировини – так званих толінгових операцій, які можна розглядати як початковий етап інтеграції вітчизняних підприємств до міжнародних ланцюжків створення доданої вартості. Взаємне послаблення тарифних та нетарифних бар'єрів у торгівлі товарами та послугами, усунення перешкод для вільного руху капіталу, передбачені Угодою про асоціацію, істотно підвищили привабливість України для розміщення виробництва на основі толінгових операцій для європейських інвесторів. З початку 2015 року на території України відкрилося більше **200 нових підприємств**. Серед них значна частка підприємств з іноземними інвестиціями, що створені відомими у світі компаніями-авто виробниками.

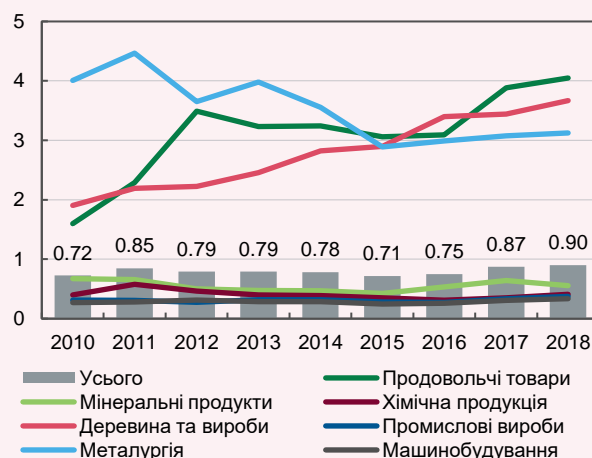
Графік 5. Експорт толінгових послуг за країнами, млн дол.



Джерело: НБУ.

Отже роль України на європейських ринках поступово зростає, значною мірою завдяки Угоді про Асоціацію з ЄС. Однак частка українських товарів у загальному імпорті товарів країн ЄС залишається порівняно невисокою.

Графік 6. Частка України в імпорті товарів країнами ЄС, %



Джерело: Eurostat, розрахунки НБУ.

Відтак після початкового імпульсу завдяки лібералізації митних тарифів для подальшої реалізації експортного потенціалу України потрібні подальші заходи, зокрема зі зниження нетарифних обмежень у зовнішній торгівлі<sup>29</sup>, пришвидшення процесу приведення української продукції до європейських стандартів. Окремі з них вже реалізуються. Так з 1 січня 2019 року Україна почала застосовувати в торгівлі з ЄС ідентичні правила походження товарів відповідно до концепції Пан-Євро-Мед, розроблено законопроект про приєднання України до Угоди про оцінку відповідності та прийнятності промислової продукції (АСАА)<sup>30</sup>. Це дає змогу й надалі очікувати нарощення обсягів та зміну якісної структури вітчизняного експорту до країн ЄС.

<sup>28</sup> Індекс чистої торгівлі розраховується як співвідношення різниці між експортом та імпортом відповідного регіону та товарообороту цього регіону

<sup>29</sup> Для прикладу, див. [Saha et al. \(2019\)](#).

<sup>30</sup> **Проект** Закону України №10183 зареєстровано у Верховній Раді 25 березня 2019 року. Приєднання України до Угоди АСАА дасть змогу вітчизняним експортерам маркувати свою продукцію європейськими знаками відповідності та вільно продавати її на ринку ЄС без додаткової сертифікації. Очікується, що найбільші вигоди від цього отримають експортери продукції з високою часткою доданої вартості, зокрема машинобудування.

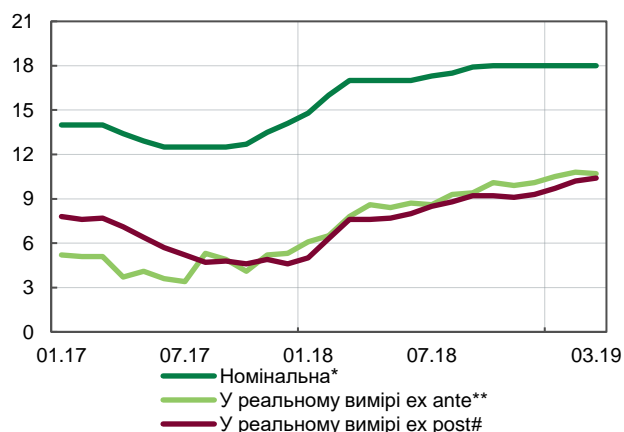
## 2.6. Монетарний сектор та фінансові ринки

У I кварталі 2019 року Правління НБУ двічі залишало облікову ставку незмінною на рівні 18.0% річних. Жорсткі монетарні умови залишалися важливою передумовою для подальшого сповільнення інфляції до цілі 5% у 2020 році. Водночас, залишаючи облікову ставку без змін, Правління НБУ вбачало можливості для її зниження в майбутньому, що реалізувалося в квітневому рішенні. На засіданні з монетарних питань 25 квітня [Правління знизило ключову ставку на 50 б.п. до 17.5%](#).

На початку 2019 року UIIR знизився з огляду на зростання ліквідності банківської системи. Надалі протягом кварталу він незначно коливався біля нижньої межі коридору ставок НБУ за інструментами постійного доступу. Динаміка UIIR та формування очікувань інвесторами щодо зниження ключової ставки в майбутньому зумовили певне зниження кривої дохідності гривневих цінних паперів на її середньостроковому сегменті порівняно із кінцем 2018 року. Також дещо знизилась ставка банків за депозитами та кредитами НФК.

У I кварталі 2019 року ситуація на валютному ринку залишалася сприятливою – пропозиція іноземної валюти від клієнтів банків переважала попит на неї. Зростанню пропозиції сприяли валютні надходження від аграрних підприємств, приплив іноземних портфельних інвестицій в гривневі цінні папери з огляду на високу дохідність останніх, настання в березні строків сплати квартальних та річних податків до державного бюджету. Крім того, переважання пропозиції валюти над попитом було зумовлено слабким зростанням імпорту товарів, нижчими, ніж попереднього року, обсягами репатріації дивідендів за кордон, а також чистим продажем валюти населенням. Завдяки цьому НБУ продовжував поповнювати міжнародні резерви, не перешкоджаючи зміцненню обмінного курсу гривні.

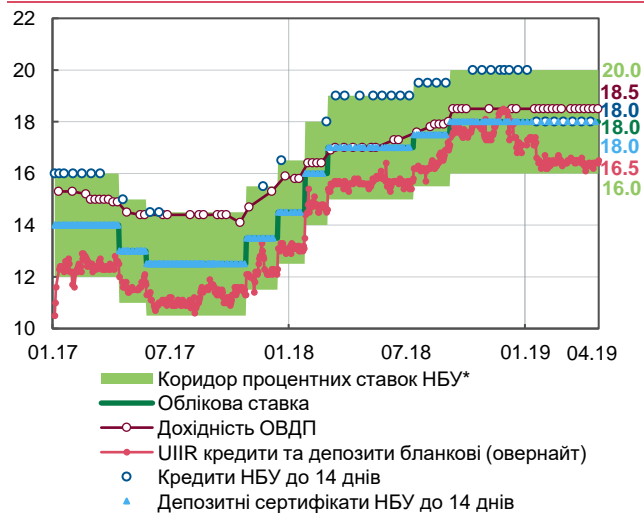
**Графік 2.6.1. Ключова ставка НБУ та її реальні виміри, % річних**



\* Середньомісячна ставка за ДС до 14 днів.

\*\* Дефльована на очікування фінансових аналітиків щодо інфляції через 12 місяців. # Дефльована на фактичну річну базу інфляцію. Джерело: розрахунки НБУ.

**Графік 2.6.2. Процентні ставки НБУ, UIIR та дохідність 1-річних ОВДП на первинному ринку, % річних**



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

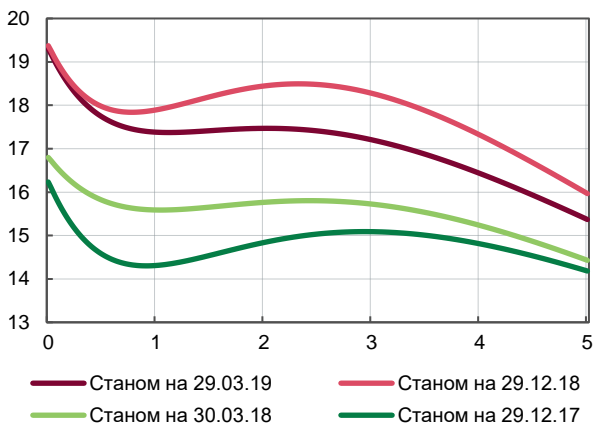
### Процентні ставки

У I кварталі 2019 року облікова ставка залишалася незмінною на рівні 18.0% річних. На думку Правління НБУ основними проінфляційними ризиками залишалися погіршення очікувань через ймовірне збільшення соціальних виплат та посилення невизначеності перед виборами, а також погіршення зовнішніх умов разом із посиленням волатильності світових цін на сировинні товари. Попри незмінну номінальну ставку, у реальному вимірі облікова ставка зросла до 10-11% річних, у тому числі завдяки поступовому зниженню інфляційних очікувань та певному послабленню інфляції на початку року. Відповідно в реальному вимірі облікова ставка значно перевищувала нейтральний рівень, який за оцінками НБУ, знаходиться в межах 3-4% річних.

Рішення щодо ключової ставки та рівень ліквідності банківської системи визначали вартість ринкових ресурсів. UIIR, який визначено індикатором рівня гривневих міжбанківських процентних ставок для цілей процентної політики, протягом I кварталу за винятком початку року залишався практично незмінним та коливався в межах коридору ставок НБУ за інструментами постійного доступу, тяжіючи до його нижньої межі. Його зниження в середині січня передусім відобразило збільшення ліквідності банківської системи. Незначним додатковим чинником було зниження ставок за основними операціями з рефінансування через зміну операційного дизайну монетарної політики (див. вставку "[Реалізація монетарної політики НБУ в умовах нестійкої структурної позиції ліквідності банківської системи](#)", Інфляційний звіт за січень 2019 року).

На ринку державних цінних паперів упродовж I кварталу сформувалися очікування зниження ключової ставки в майбутньому. Це відобразилося у певному зниженні

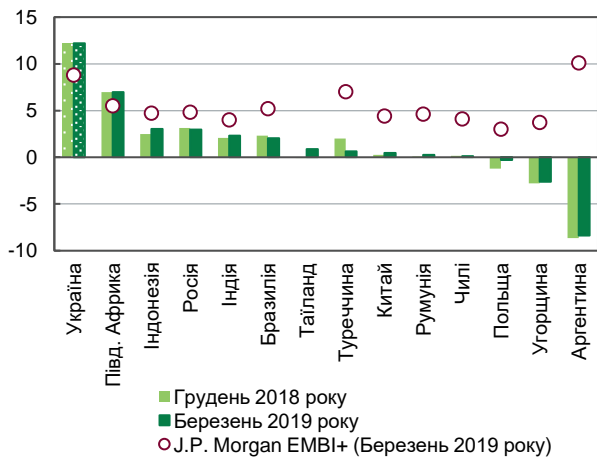
**Графік 2.6.3. Криві безкупонної дохідності гривневих ОВДП на вторинному ринку\*, % річних**



\* Спот-ставки з безперервним нарахуванням доходу, побудовані з використанням параметричної моделі Свенссона.

Джерело: НБУ.

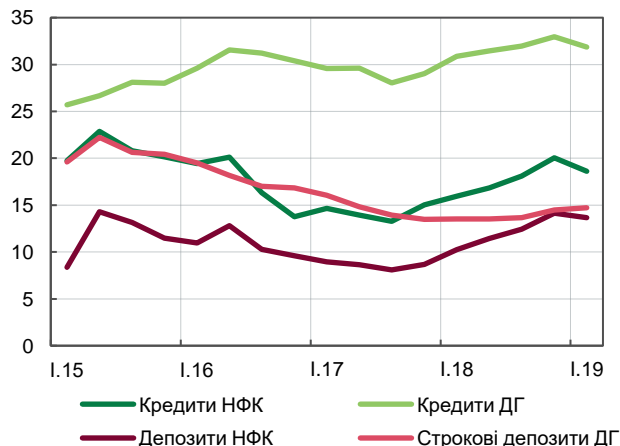
**Графік 2.6.4. Дохідність за ДЦП окремих країн, ринки яких розвиваються, у реальному вимірі\*, % річних, та спреди за суверенними єврооблігаціями країн, ринки яких розвиваються (EMBI+)**



\* Різниця середньомісячної дохідності однорічних облігацій уряду на первинному ринку та прогнозу інфляції на кінець 2019 року.

Джерело: DeKaBank, Consensus Economics, Thomson Reuters, Bloomberg, прогноз та розрахунки НБУ.

**Графік 2.6.5. Середньозважені процентні ставки в НВ за новими кредитами (без овердрафту) і депозитами, % річних**



Джерело: НБУ.

кривої дохідності на її середньостроковому сегменті порівняно із кінцем 2018 року. Водночас дохідність однорічних гривневих ОВДП залишалася практично незмінною протягом кварталу, а дохідність короткострокових інструментів незначно підвищилася з огляду на значну потребу уряду в залученнях на фінансування фіскальних потреб. У цілому дохідність гривневих цінних паперів у реальному вимірі залишалася однією з найвищих серед країн, ринки яких розвиваються, що серед інших чинників, підтримувало приплив іноземних портфельних інвестицій.

13 березня 2019 року міжнародний депозитарій цінних паперів [Clearstream та НБУ](#) встановили кореспондентські відносини. Цей крок з наступним запуском лінку сприятиме подальшому припливу іноземного капіталу та підвищенню привабливості та ліквідності ринку цінних паперів України. Уряд також отримує переваги від розширення кола джерел фінансування, що сприятиме зниженню вартості боргових залучень і покращенню валютної структури державного боргу за рахунок збільшення попиту на гривневі інструменти.

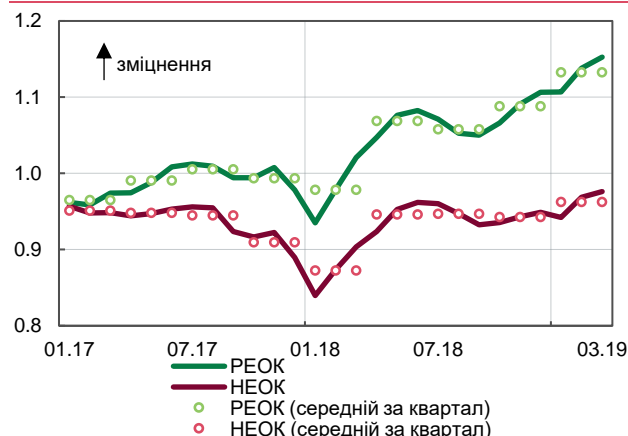
Зменшення вартості ресурсів на МБКР у I кварталі 2019 року зумовило й зниження гривневих процентних ставок банків за кредитами клієнтам. Разом із [суттєвим зменшенням ризику ліквідності](#) це позначилося й на ставках за депозитними продуктами банків. Зокрема дещо знизилися середньозважені ставки за депозитами НФК, передусім за депозитами овернайт та на строк більше року. Зниження дохідності депозитів більше року може свідчити про формування очікувань як бізнесу, так і банків щодо майбутнього зниження ключової ставки. Водночас середньозважені процентні ставки за гривневими депозитами ДГ незначно збільшилися порівняно з попереднім кварталом, передусім за рахунок строкових депозитів. Крім більшої інерційності, що притаманна зміні цих ставок, про що свідчив їх порівняно помірний відгук на зміни ключової ставки в попередні періоди, це відображало також збільшення інтересу ДГ до депозитів з більшою строковістю (від 6 місяців до 1 року).

### Валютний ринок

У I кварталі 2019 року ситуація на валютному ринку залишалася переважно сприятливою – пропозиція іноземної валюти від клієнтів банків переважала попит на неї завдяки:

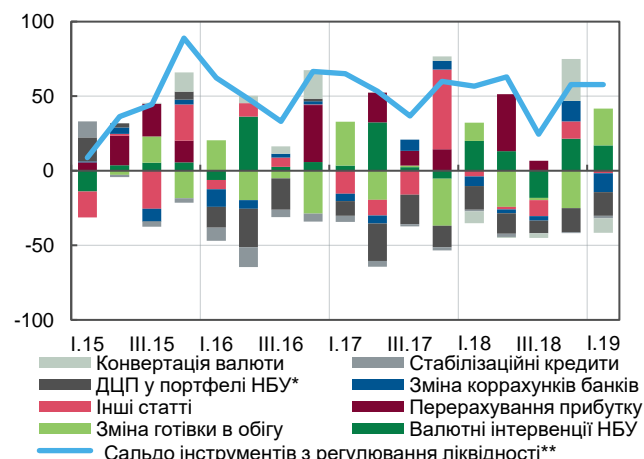
- стабільним надходженням експортної виручки від АПК з огляду на рекордний урожай зернових минулого року;
- припливу іноземних портфельних інвестицій з огляду на високу дохідність гривневих ОВДП;
- збільшенню обсягів продажу валюти бізнесом у березні через настання термінів сплати квартальних та річних податків до державного бюджету;
- слабкому зростанню імпорту товарів;
- нижчим, ніж минулого року, обсягам репатріації дивідендів за кордон;
- чистому продажу валюти населенням.

Графік 2.6.6. Індекси РЕОК та НЕОК гривні, 12.2016=1



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.6.7 Фактори впливу на ліквідність банківської системи, млрд грн

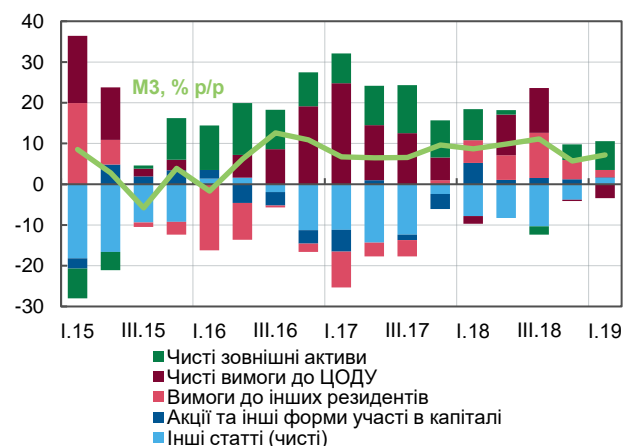


\* Різниця між обсягами купівлі ДЦП у портфель НБУ та обсягами погашення урядом, включаючи відсоткові платежі.

\*\* Різниця між залишками за ДС та короткостроковими кредитами рефінансування.

Джерело: НБУ.

Графік 2.6.8 Річна зміна М3 за внесками в розрізі кореспондуючих статей, в.п.



Джерело: НБУ.

Водночас в окремі періоди в умовах посилення впливу поведінкових факторів та виходу на ринок великих гравців з купівлею іноземної валюти для погашення зовнішніх зобов'язань турбулентність на валютному ринку зростала. НБУ зберігав присутність на валютному ринку, здійснюючи операції як із купівлі іноземної валюти, так і з її продажу. Водночас в умовах загалом сприятливої ситуації на валютному ринку НБУ в I кварталі 2019 року переважно купував іноземну валюту – додатне сальдо операцій НБУ на міжбанківському валютному ринку перевищило 0.6 млрд дол. Поряд з цим, у січні було збільшено планові обсяги купівлі іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів<sup>31</sup> до 15 млн дол. на день у I-II кварталах 2019 року з 10 млн дол. упродовж II-IV кварталів 2018 року. Таким чином, більша частина операцій НБУ з купівлі іноземної валюти була спрямована на поповнення міжнародних резервів. Відповідно поступово знижується участь НБУ в запобіганні надмірній волатильності обмінного курсу гривні.

Ревальваційний тиск, що переважав на валютному ринку, відображався і на динаміці курсу гривні. Так офіційний обмінний курс гривні у I кварталі 2019 року зміцнився як в середньому до попереднього кварталу, так і з початку року до долара (відповідно на 2.3% та 1.6%) та до євро (відповідно на 2.8% та 3.6%). Натомість більшість валют країн – ОТП України девальвували до долара США. Як наслідок, у березні 2019 року курс гривні до кошика валют країн – ОТП зміцнився порівняно із груднем 2018 року (на 2.9% та 4.2% у номінальному та реальному вимірах відповідно) та березнем попереднього року (на 8.0% р/р та 12.9% р/р відповідно).

**Базові гроші і ліквідність**

У I кварталі 2019 року в банківській системі зберігався значний профіцит ліквідності. Більш того, рівень ліквідності, виражений сумою середньоденних залишків коштів на коррахунках банків та депозитних сертифікатах НБУ, збільшився як по відношенню до попереднього, так і до відповідного кварталу 2018 року.

Збільшення ліквідності порівняно з кінцем року зумовлено зниженням обсягів готівки (майже на 24.7 млрд грн, або на 6.2% кв/кв), пік якого традиційно припадає на січень. Крім того, ліквідність надходила і через валютний канал – додатне сальдо операцій НБУ на міжбанківському валютному ринку становило 16.9 млрд грн.

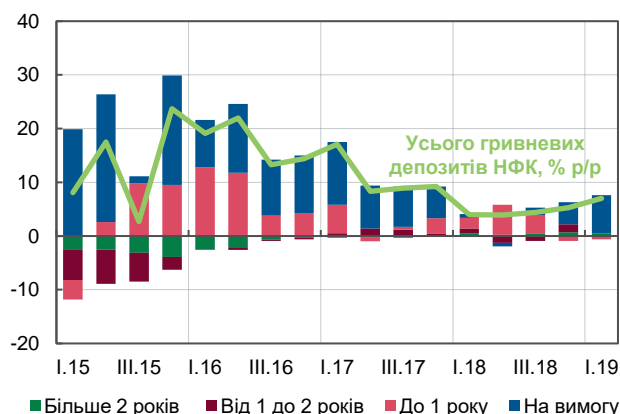
Вилучалася ліквідність через операції уряду з огляду на значні фіскальні потреби останнього, зокрема на фінансування валютного боргу, у тому числі зовнішнього. Чистий вплив операцій уряду на ліквідність становив 29.2 млрд грн<sup>32</sup>. Крім того, ліквідність поглиналася через погашення банками раніше отриманих кредитів

<sup>31</sup> НБУ розпочав регулярне оголошення кількісного індикатора щоденних обсягів купівлі іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів у квітні 2018 року з метою підвищення прозорості проведення інтервенцій на валютному ринку.

<sup>32</sup> Вплив фіскальних факторів на зростання ліквідності банківської системи розраховано на основі таких головних чинників: чиста купівля урядом валюти в НБУ, платежі уряду НБУ за своїми зобов'язаннями, збільшення залишків коштів на ЄКР.

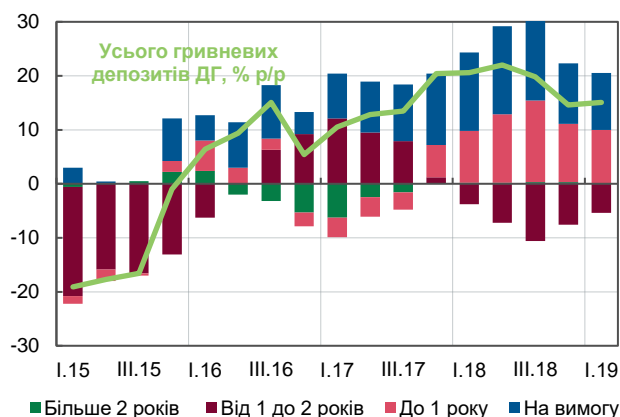


**Графік 2.6.9.** Річна зміна залишків гривневих депозитів НФК за внесками у розрізі строків погашення, в.п.



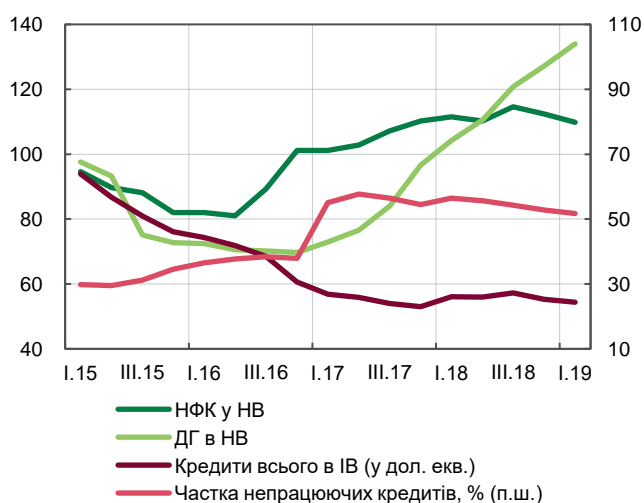
Джерело: НБУ.

**Графік 2.6.10.** Річна зміна залишків гривневих депозитів ДГ за внесками у розрізі строків погашення, в.п.



Джерело: НБУ.

**Графік 2.6.11.** Кредити, IV.2014=100



Джерело: НБУ.

рефінансування (4.7 млрд грн), а також операції ліквідаторів банків та ФГВФО (у цілому 2.4 млрд грн).

Зниження обсягу готівки перевищило зростання коррахунків банків станом на кінець I кварталу 2019 року порівняно з попереднім кварталом та призвело до зниження грошової бази (на 2.8% з початку року), а її річні темпи приросту сповільнилися до 7.8% у березні 2019 року.

Крім традиційного чинника – зменшення готівки в післясвятковий період, готівка знижувалася й через подальшу загальну тенденцію до послаблення попиту на неї. За підсумками I кварталу 2019 року співвідношення М0 до ВВП в Україні знизилося до 9.5%<sup>33</sup> з понад 10% у відповідному періоді 2018 року. Крім зниження використання готівки для розрахунків, упродовж I кварталу 2019 року зменшувалася й питома вага готівкових операцій у загальному обсязі операцій з платіжними картками.

**Грошова маса та її компоненти**

У I кварталі 2019 року тривав приплив гривневих депозитів до банківської системи. Певне уповільнення річних темпів приросту гривневих депозитів (до 9.7% у березні з 10.1% у грудні 2018 року) спричинене зниженням залишків коштів на рахунках сектору загального державного управління.

Депозити НФК у річному вимірі зросли (до 7.0% у березні порівняно із 5.3% у грудні 2018 року). Це відбулося за рахунок зростання в річному вимірі залишків коштів на депозитних рахунках за усіма строками, крім коштів строком до одного року.

Річні темпи приросту гривневих депозитів ДГ за результатами березня також пришвидшилися (до 15.1% порівняно із 14.6% на кінець грудня 2018 року), відображаючи подальше зростання заробітних плат та привабливість депозитів у національній валюті на тлі зміцнення гривні та уповільнення інфляції.

Натомість залишки за депозитами в іноземній валюті (в доларовому еквіваленті) й надалі знижувалися (на 1% р/р).

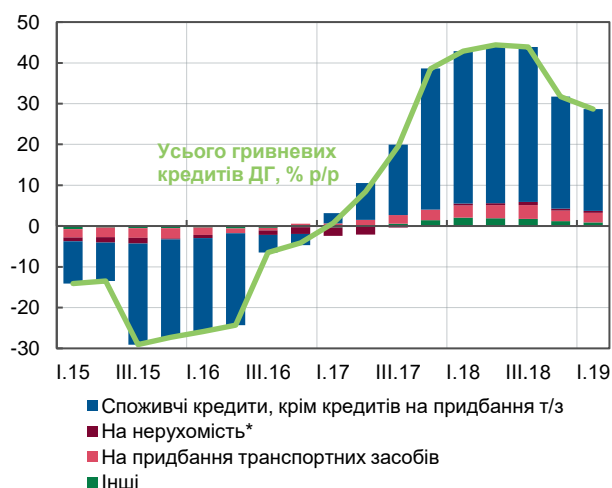
Завдяки зростанню гривневих депозитів річні темпи приросту грошової маси в березні 2019 року пришвидшилися до 7.2% (5.7% на кінець 2018 року).

**Кредити**

Кредитна активність банків на початку 2019 року в цілому залишалася достатньо високою, хоча й дещо послабилася, відображаючи відповідні тенденції реального сектора. Так, високими темпами й надалі зростали гривневі кредити ДГ (28.7% р/р). Як і в попередні періоди, значним залишався попит на споживчі кредити.

<sup>33</sup> Номінальний ВВП у I кварталі 2019 року – оцінка НБУ.

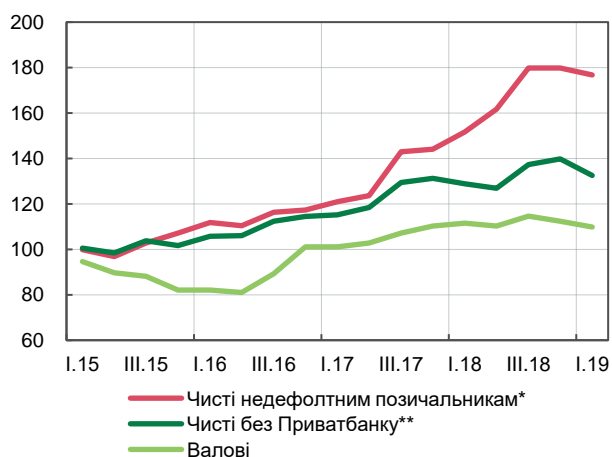
**Графік 2.6.12. Річна зміна залишків гривневих кредитів, наданих ДГ, за внесками в розрізі цільового спрямування, в.п.**



\* До цієї категорії належать кредити на придбання, будівництво та реконструкцію нерухомості.

Джерело: НБУ.

**Графік 2.6.13. Кредити НФК у гривні, IV.2014=100**



\* Кредити на понад 2 млн грн підприємствам, що не мали дефолтів у 2014-2019 роках.

\*\* Приватбанк виключено з розрахунку чистих кредитів через суттєве доформування резервів після націоналізації.

Джерело: НБУ.

Швидкими темпами зростали обсяги виданих кредитів на придбання транспортних засобів та інші споживчі потреби населення. Й надалі незначними залишалися обсяги кредитів на нерухомість. Згідно "[Опитування про умови кредитування](#)" рівень схвалення заявок на іпотеку практично не змінюється вже п'ять кварталів поспіль. Іпотечне, як і загальне, кредитування стримують насамперед чинники, вирішення яких лежить не в площині банківської системи (захист прав кредиторів, високий обсяг проблемної заборгованості тощо).

Загальні залишки за гривневими кредитами НФК знизилися (на 1.6% р/р), що значною мірою відображало погашення та списання банками раніше зарезервованих активів наприкінці 2018 року та на початку поточного року. Так, обсяги кредитування НФК, які не припускалися дефолтів протягом кризового періоду, продовжували зростати високими темпами (17% р/р у березні 2019 року). Водночас кредитна активність на початку року послабилася, що могло відображати [певне зниження попиту бізнесу на кредити](#), у тому числі через зниження ділової активності на початку року та значні обсяги відшкодування ПДВ.

У результаті зростання загальних залишків гривневих кредитів становило 4.5% р/р на кінець I кварталу 2019 року порівняно з 7.6% р/р на кінець 2018 року. Також скоротилися загальні залишки за кредитами в іноземній валюті (у доларовому еквіваленті) – на 3.0% р/р.

Водночас [банки оптимістично оцінюють перспективи кредитування корпоративного сектору та ДГ](#), прогножуючи зростання кредитного портфеля протягом наступних 12 місяців.

## Вставка 5. Нова система валютного регулювання та валютна лібералізація

На початку 2019 року НБУ затвердив вісім нормативно-правових актів, які стали основою нової системи валютного регулювання та привели її у відповідність до Закону України "Про валюту і валютні операції".

[Нове валютне законодавство](#) набрало чинності 07 лютого 2019 року та замінило попередню законодавчу базу із понад п'ятдесяті документів. Крім того, НБУ продовжив пом'якшувати валютне регулювання, [розширивши](#) перелік валютних послаблень для бізнесу та населення (таблиця 1).

**Таблиця 1. Валютні послаблення на початку 2019 року**

Зміст	
<b>Скасовується</b>	Валютний нагляд для експортно-імпортних операцій до 150 тис грн Індивідуальні ліцензії на валютні операції Санкції у вигляді припинення ЗЕД Ліміт на дострокове погашення зовнішніх зобов'язань Реєстрація зовнішніх запозичень Подвійний контроль операцій під час надходження митної декларації до іншого банку
<b>Дозволяється</b>	Вільне відкриття рахунків юр. осіб за кордоном Розрахунки в іноземній валюті за валютними державними облігаціями Валютні свопи банків з резидентами та нерезидентами Безпоставочні форварди та форварди для хеджування боргових операцій Ввезення-вивезення готівкової іноземної валюти та банківських металів юр. особами Внесення платежів у іноземній валюті під час страхування життя Накопичення валюти на рахунках юр. осіб для погашення зовнішніх запозичень Безлімітні інвестиції банків в цінні папери інвестиційного класу Інвестиції та кредитування резидентів з гривневих лоро-рахунків банків-нерезидентів Інвестиції в Україну також у валютах 2-ї групи класифікатора валют
<b>Збільшується</b>	Граничний строк здійснення розрахунків за експортно-імпортними контрактами – до 365 днів Ліміт на перекази за кордон без відкриття рахунку для фіз. осіб у 10 разів – до 150 тис. грн на рік, Ліміт на купівлю банківських металів для фіз. та юр. осіб до еквіваленту 150 тис. грн на день. Без обмежень для спеціалізованих юр. осіб
<b>Знижується</b>	Норма обов'язкового продажу валютних надходжень бізнесом з 50% до 30%
<b>Спрощується</b>	Здійснення операцій за рахунками юр. осіб-нерезидентів у банках України Переміщення валютних цінностей через кордон – обов'язкове декларування від 10 тис. євро

Джерело: НБУ.

Уведення в дію нового валютного законодавства практично не відобразилося на динаміці показників міжбанківського валютного ринку. Місячна волатильність обмінного курсу гривні<sup>34</sup> продовжила знижуватися до середини березня (графік 1), а в цілому за перші три місяці 2019 року відповідала аналогічному показнику

минулого року. Посилення волатильності наприкінці березня 2019 року значною мірою зумовлено напруженням напередодні першого туру президентських виборів. У цілому в I кварталі 2019 року середня місячна волатильність обмінного курсу UAH/USD становила в середньому близько 7% порівняно з 5% у 2018 році, а протягом кварталу перебувала в діапазоні, прийнятному для країн, ринки яких розвиваються, – 2-15% (див. вставку "[Волатильність обмінного курсу гривні](#)", Інфляційний звіт за липень 2016 року).

Також не відчув негативних ефектів і готівковий ринок (графіки 2, 3). Зростання попиту на іноземну валюту протягом перших днів після набрання чинності новим валютним законодавством було короткостроковим і в подальшому головним чином визначалося курсовою динамікою. Зокрема, суттєве зміцнення обмінного курсу гривні в середині березня спровокувало зростання попиту на іноземну валюту та скорочення її пропозиції з боку населення.

**Графік 1. Інтервенції НБУ та волатильність обмінного курсу**



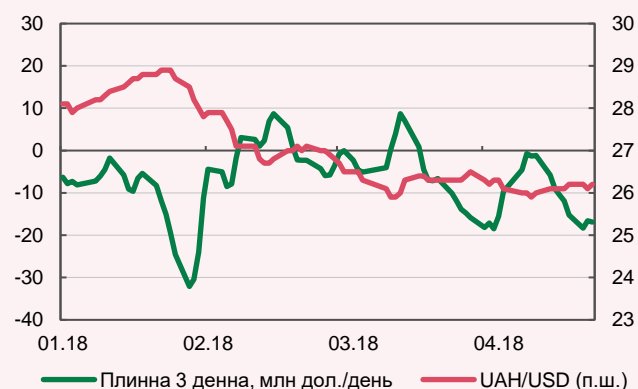
Джерело: розрахунки НБУ.

Незначним був попит і на он-лайн купівлю населенням іноземної валюти. Згідно з попередніми даними звітності банків за он-лайн операціями з купівлі/продажу іноземної валюти, що наразі здійснюються в тестовому режимі, питома вага таких операцій у березні в загальному обсязі готівкової торгівлі іноземною валютою на сьогодні є незначною.

Тож нове валютне законодавство не мало негативного ефекту на валютний ринок, але надало можливості його учасникам використовувати нові можливості у своїй діяльності. Крім того, передбачається, що в довгостроковому періоді валютна лібералізація сприятиме зростанню глибини валютного ринку та зниженню ролі НБУ на ньому.

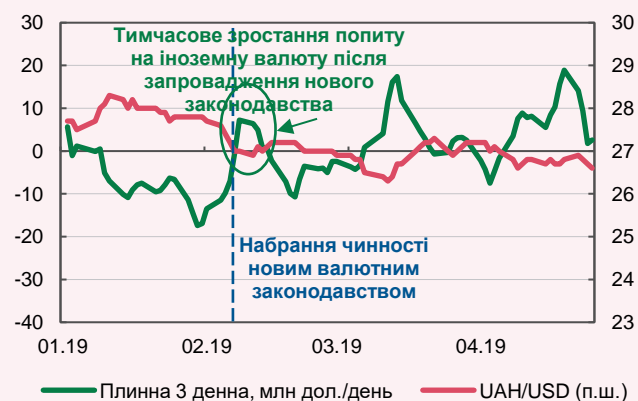
<sup>34</sup> Середньоквадратичне відхилення зміни офіційного обмінного курсу протягом плинних 20 робочих днів у річному вимірі.

**Графік 2.** Чиста купівля населенням готівкової іноземної валюти (3-денна плинна) у 2018 році



Джерело: НБУ.

**Графік 3.** Чиста купівля населенням готівкової іноземної валюти (3-денна плинна) у 2019 році



Джерело: НБУ.

Кінцева мета НБУ – зняття всіх наявних обмежень і поступовий перехід до режиму вільного руху капіталу. Водночас міжнародний досвід свідчить про необхідність дотримання послідовності в лібералізації валютного ринку. Однією з основних причин неефективності проведення лібералізації у країнах, що розвиваються, є зняття всіх обмежень одночасно (таблиця 2).

Тож, разом із новим валютним законодавством НБУ оприлюднив [дорожню карту валютної лібералізації](#), яка

передбачає прийняття ще низки законів, спрямованих на підвищення якості регулювання небанківського фінансового ринку (законопроект про “спліт”) і запобігання непродуктивному відпливу капіталу з країни (законопроект щодо протидії BEPS).

**Таблиця 2.** Оцінка світового досвіду проведення лібералізації

Лібералізація	Успішна	Неуспішна
Швидка	Чехія, Грузія, Мексика: лібералізація експорту, потім імпорту; розвиток ринку фін. інструментів; перехід до плаваючого обмінного курсу	Аргентина, Ісландія, Ізраїль (1977): зняття всіх обмежень на поточні і капітальні операції; боргова криза, макро-та політична нестабільність
Поступова	Польща, Угорщина: лібералізація торгових відносин; відміна дозволюючого та заявного характеру всіх валютних операцій	Казахстан: лібералізація спрямована на короткострокову стабілізацію попиту та пропозиції; криза, зовнішні шоки та неготовність системи до реформування
Довга	Чилі, Ізраїль (1987-2005), Південна Корея: комбінування лібералізації з обмеженнями на рух капіталу на час кризи; поступова лібералізація ПІІ, інших потоків; структурні реформи	Україна (1991-2015): зарегульована та надмірно бюрократизована система валютного регулювання, що складалася із 56 нормативно-правових актів

Джерело: EasyBusiness, Центр економічної стратегії, USAID.

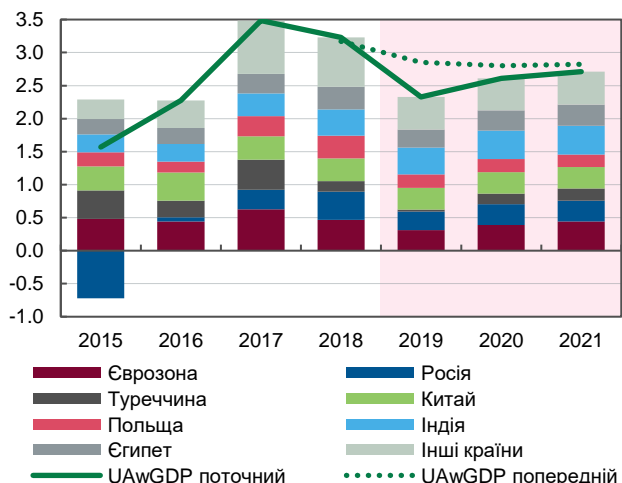
Дорожня карта не має часових меж – чим швидше сформується сприятливі макроекономічні та фінансові умови, тим скоріше НБУ скасовуватиме обмеження на валютному ринку, і навпаки. Цьому насамперед передуватиме оцінка НБУ макроекономічних індикаторів (темпи зростання ВВП, динаміка інфляції), стану валютного ринку, фінансової стабільності, ситуації на зовнішніх ринках. Водночас нова система валютного регулювання залишає за НБУ право запроваджувати заходи захисту у сфері валютних операцій, зокрема в разі виникнення ознак нестійкого фінансового стану банківської системи, погіршення стану платіжного балансу України, виникнення обставин, що загрожують стабільності банківської та (або) фінансової системи держави.

## Частина 3. Макроекономічний прогноз

### 3.1. Зовнішні припущення прогнозу

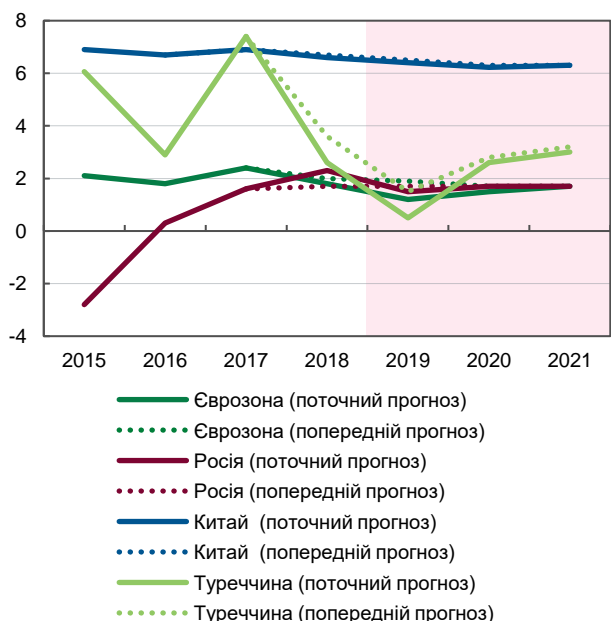
Після прискореного зростання протягом останніх двох років очікується, що в 2019 році динаміка світової економіки суттєво уповільниться. Наростання геополітичних конфліктів та дія протекціоністських заходів призведуть до звуження попиту та скорочення темпів зростання світової торгівлі. Найбільше від вищезазначених факторів потерпають країни Єврозони та окремі ЕМ, зокрема Туреччина. Водночас поступове пристосування країн до нових гео економічних умов призведе до певного прискорення зростання світового ВВП у 2020-2021 роках. У результаті, середньозважений показник темпів економічного зростання країн – ОТП України був переглянутий у бік зниження на всьому прогнозному горизонті, найсуттєвіше – на 2019 рік: до 2.3%. Відповідно через слабкий попит зростання цін на світових товарних ринках буде досить млявим. Через уповільнення економічного зростання та ризики дефляції монетарна політика провідних центральних банків залишатиметься м'якою. Внаслідок цього для країн ЕМ умови на світових фінансових ринках залишатимуться відносно сприятливими.

**Графік 3.1.1. Внески країн – ОТП України в річну зміну UAwGDP, %**



Джерело: оцінка та розрахунки НБУ на основі даних МВФ.

**Графік 3.1.2. Реальний ВВП окремих країн – ОТП України, % р/р**



Джерело: оцінка НБУ.

Економічне зростання США поступово уповільнюватиметься через вичерпання позитивного ефекту від податкових стимулів та дію протекціоністських заходів. Натомість усе ще сприятливі фінансові умови та гарні показники ринку праці забезпечать збереження темпів зростання вище потенційного рівня. Очікування щодо уповільнення як економіки США, так і глобальної економіки потребуватиме від ФРС США більш м'якої монетарної політики, ніж припускалося раніше. Так, наразі фінансові ринки оцінюють, що ставка за федеральними фондами протягом 2019 – першої половини 2020 років не змінюватиметься. Також заспокійливий вплив на учасників ринку матиме призупинення скорочення балансу ФРС у вересні 2019 року.

Зростання економіки Єврозони уповільниться на тлі невизначеності щодо реалізації Brexit та погіршення зовнішньоторговельних умов. Причому значне сповільнення буде в найбільшій економіці – Німеччині – внаслідок: звуження торгівлі з Китаєм через непряму дію торговельного протистояння між США та Китаєм, що обмежило купівельну спроможність Китаю; низькі обсяги експорту до США внаслідок збільшення імпорتنних мит на окремі товари європейського виробництва. Додатковим фактором залишаються внутрішні проблеми в автомобілебудуванні, на яке припадає лівова частка в промисловості та експорті.

Суттєве уповільнення економічної активності в Німеччині чинитиме негативний вплив на країни – ОТП, насамперед країни Єврозони та ЦСЄ. Причому вплив на країни ЦСЄ буде подвійним: через зовнішню торгівлю та через фонди фінансування ЄС для цих країн. Адже саме Німеччина є лідером за внесками до бюджету ЄС – 19%. Натомість відносно сталий споживчий попит, підтриманий зростанням зайнятості та заробітних плат у попередній періоді сприятимуть економічному зростанню країн ЦСЄ.

За таких умов, інфляція в Єврозоні залишатиметься нижчою за цільовий діапазон. Відповідно ЄЦБ надалі підтримуватиме економіку за допомогою реінвестування прибутків від цінних паперів, довгострокових операцій із



**Графік 3.1.3. Очікування ринку щодо процентної ставки за федеральними коштами ФРС та депозитної ставки ЄЦБ відповідно до щоквартального огляду Bloomberg Economics, %**



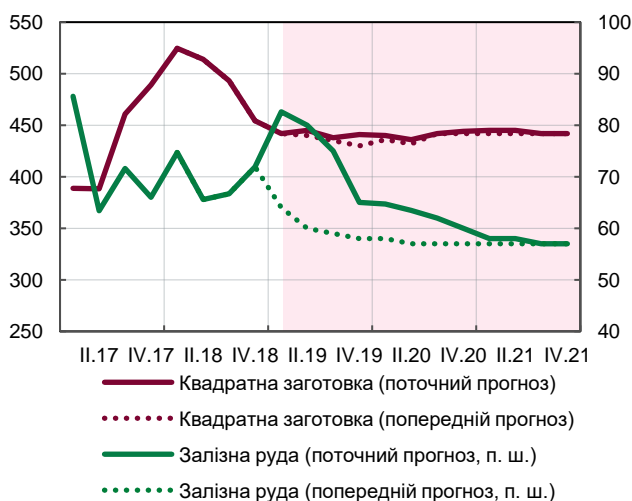
Джерело: офіційні сторінки центральних банків, Bloomberg.

**Графік 3.1.4. Індекс світових цін на товари українського експорту (ЕСPI), 12.2004 = 1**



Джерело: розрахунки НБУ.

**Графік 3.1.5. Світові ціни на чорні метали та залізну руду (62%), дол./т, середні за квартал**



Джерело: Thomson Reuters, оцінка НБУ.

рефінансування та утримання на низькому рівні процентної ставки. Очікується, що зміна ключової ставки можлива не раніше середини 2020 року.

Уповільнення зростання зовнішньої торгівлі буде також стримуючим фактором для економік країн СНД, зокрема РФ, Білорусі та Казахстану. Також може постраждати економіка Туреччини, насамперед через скорочення зовнішньої торгівлі з Єврозоною. Адже остання є найбільшим торговим партнером та іноземним інвестором Туреччини. Додатковими факторами будуть внутрішньополітичні проблеми країни на тлі наростання інфляційного та девальваційного тиску.

Країни Азії, зокрема Китай та Індія, залишатимуться лідерами за темпами економічного зростання. І хоча в Китаї очікуються найменші темпи економічної активності за останні 30 років, країна й надалі залишатиметься одним з основних драйверів світової економіки. Підтримку економіці Китаю надаватимуть фіскальні та монетарні стимули, зокрема зниження податкового тиску та збільшення витрат на інфраструктурні проекти (а саме, автомобільних та залізничних шляхів сполучення).

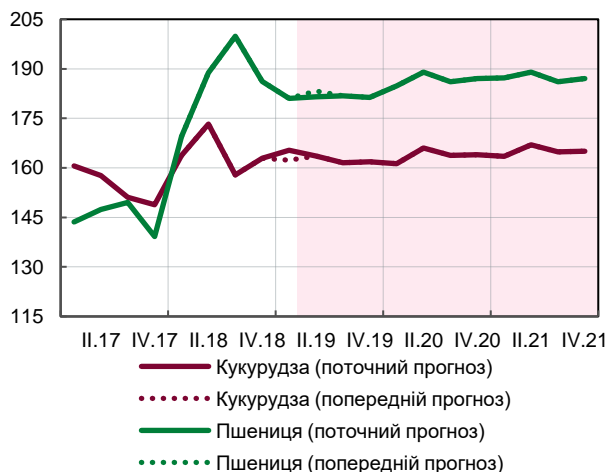
Уповільнення зовнішнього попиту та світової торгівлі призведе до стримування зростання цін. У результаті, світова цінова кон'юнктура для українських експортерів, виражена індексом ЕСPI, залишатиметься на прогнозованому горизонті близькою до поточної. Незначне підвищення рівня ЕСPI порівняно з попереднім прогнозом в 2019 році пов'язане, насамперед, з переглядом цін на залізну руду.

Так, світові ціни на залізну руду залишатимуться на відносно високому рівні протягом 2019 року, попри їх низхідний тренд. Вагомою причиною такої динаміки буде наявний дефіцит залізної руди на світовому ринку внаслідок обмеження виробничих потужностей одного зі світових лідерів – компанії Vale в результаті масштабної аварії. Додатковими факторами буде зростання попиту з боку Китаю та перебої з постачанням залізної руди з Австралії внаслідок погіршення погодних умов. Однак надалі нарощення обсягів виробництва компаніями Rio Tinto та BHP Billiton на тлі зменшення державної підтримки інфраструктурних проектів у Китаї, призведе до поступового зниження цін.

Ціни на сталь на світових ринках залишатимуться близькими до поточних рівнів. Очікується, що попит на сталь у 2019 та 2020 роках продовжить збільшуватися. Однак темпи зростання будуть помірними – 1.3% та 1%<sup>35</sup> відповідно – через уповільнення темпів зростання світової економіки. Водночас попит на сталь у Китаї залишатиметься відносно стійким у 2019 році та поступово зменшуватиметься з 2020 року в міру вичерпання стимулюючих урядових ефектів. Попри відносно слабкий світовий попит, високі ціни на сировину

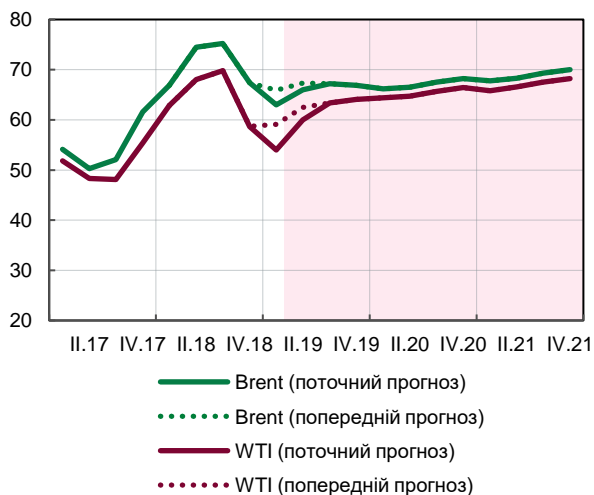
<sup>35</sup> За оцінками World Steel Association, квітень 2019.

**Графік 3.1.6. Світові ціни на зернові, дол./т, середні за квартал**



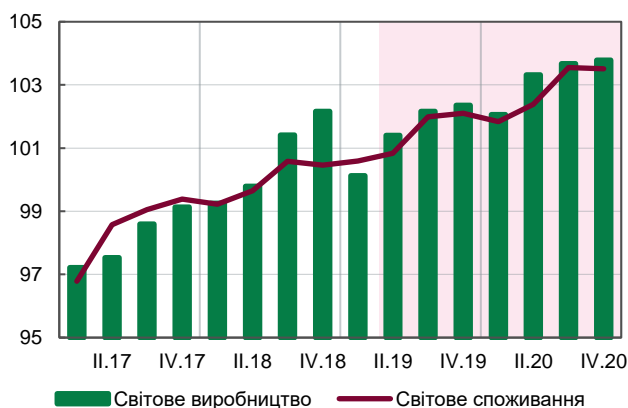
Джерело: оцінка НБУ.

**Графік 3.1.7. Світові ціни на нафту сортів Brent і WTI, дол./бар., середні за квартал**



Джерело: Thomson Reuters, оцінка НБУ.

**Графік 3.1.8. Обсяги світового виробництва та споживання нафти та конденсату, млн бар./добу**



Джерело: U.S. Energy Information Administration, квітень 2019.

утримуватимуть від зниження котирування на сталь та сталеву продукцію.

Світові ціни на зернові поступово підвищуватимуться на прогнозованому горизонті в умовах прискорення зростання світового споживання та зміни погодних умов. Очікується, що світове виробництво пшениці в 2018/2019 МР буде нижчим на 4% р/р<sup>36</sup> через значно менший показник у РФ, ЄС, Австралії та Туреччині. Частково нівелюватиме зниження врожаю його зростання у США, Канаді, Аргентині та Індії. Як наслідок, за незначного зростання обсягів споживання запаси пшениці скоротяться на 2.2% р/р у 2018/2019 МР. Крім того, на подальше зростання цін на пшеницю впливає погіршення погодних умов в Австралії, яка входить до п'ятірки найбільших світових експортерів пшениці.<sup>37</sup>

Водночас світове виробництво кукурудзи у 2018/2019 МР<sup>38</sup> зросте на 2.9% р/р, а споживання – на 4.3% р/р та сягне рекордно високого рівня, що перевищить обсяги виробництва. Однак наявність необхідного рівня перехідних запасів дасть змогу компенсувати цю різницю. У результаті ціни коливатимуться у вузькому діапазоні з поступовим висхідним трендом.

На світовому ринку енергоносіїв, попри тимчасові різноспрямовані тенденції цін на нафту та газ, очікується, що в подальшому вони рухатимуться в одному напрямі. Так, світові ціни на нафту після певного зростання на початку 2019 року надалі коливатимуться в діапазоні 60 – 70 дол./бар. Підтримку цінам надаватимуть скорочення постачання нафти країнами ОПЕК+ та санкції США проти Ірану і Венесуели. Водночас очікується, що попит на нафту залишатиметься стабільно високим і в 2019 році він зросте на 1.2 – 1.5 млн бар./добу. У наступні роки темпи його зростання уповільнюватимуться через зниження споживання нафти, насамперед за рахунок збільшення частки електромобілів, особливо в Китаї.

Світові ціни на природний газ після стрімкого зниження стабілізуються з подальшим слабким висхідним трендом. Очікується, що попит на скраплений природний газ зросте більш ніж на 20% до кінця 2020 року<sup>39</sup>. Причому найбільше зростання попиту демонструє Китай, який наростив імпорт природного газу в 2018 році на 40% р/р. Водночас прискореними темпами зростатиме пропозиція, насамперед за рахунок виробництва в США, Росії, а також до них долучилися Австралія та Катар.

<sup>36</sup> За прогнозом USDA, квітень 2019.

<sup>37</sup> Традиційно сівби в Австралії розпочинається наприкінці квітня. За даними Австралійського бюро метеорології, ймовірність виникнення у 2019 році на території країни природного явища Ель-Ніньо зросла з 50 до 70%.

<sup>38</sup> За прогнозом USDA, квітень 2019.

<sup>39</sup> За прогнозом Royal Dutch Shell. LNG Outlook 2019.

### 3.2. Інфляційний розвиток

Інфляція знизиться до 6.3% до кінця цього року та досягне цільового діапазону вже на початку наступного року, а середньострокового цільового рівня в 5% – наприкінці 2020 року. Визначальними факторами такого її сповільнення будуть жорсткі монетарні умови та стримана фіскальна політика. Також серед основних чинників подальшого зниження інфляції є такі:

- зниження темпів зростання заробітних плат, рівень яких поступово наближається до відповідного показника сусідніх країн, в умовах послаблення інтенсивності міграційних процесів;
- зміцнення обмінного курсу гривні в першому кварталі 2019 року, що гальмуватиме темпи зростання цін на непродовольчі товари;
- здешевлення газу на світових ринках, яке відобразиться в зміні цін на внутрішньому ринку;
- збільшення пропозиції продовольчих товарів як вітчизняного, так і іноземного походження.

Базова інфляція продовжить уповільнюватися (до 5.0% у поточному році та 3.7% у наступних) насамперед завдяки зменшенню тиску з боку сукупного попиту. Ціни на ринкові послуги все ще зростатимуть найбільше серед усіх компонентів базового ІСЦ, проте це зростання суттєво уповільниться відповідно до динаміки заробітних плат. Низька імпортована інфляція за помірної волатильності курсу гривні також буде сприяти зниженню як базової інфляції, так і темпів зміни цін на сирі продукти.

Ціни на сирі продовольчі товари на всьому прогнозованому горизонті зростатимуть досить помірно (на 3 – 4%) завдяки очікуваному збільшенню пропозиції на внутрішньому ринку, у тому числі імпортованих товарів. Відповідно, очікується стримуючий вплив і на ціни продуктів харчування з високим ступенем обробки, що входять до складу базового ІСЦ.

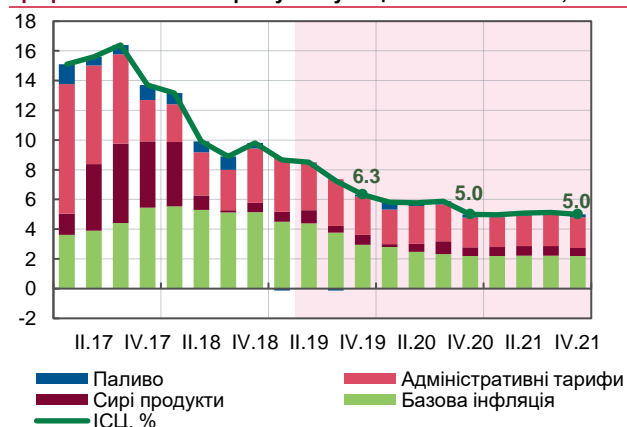
Серед компонентів інфляції найвищими темпами все ще зростатимуть адміністративні ціни (13.9% – у поточному році, та майже 10% – у середньостроковій перспективі), відображаючи приведення окремих тарифів до ринкових рівнів та підвищення акцизів на алкогольну та тютюнову продукцію. Внутрішні тарифи на газ для населення досягнуть імпортного паритету вже в 2019 році та надалі визначатимуться передусім динамікою світових цін та обмінним курсом гривні.

Графік 3.2.1. ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.2.2. Внески в річну зміну ІСЦ за компонентами, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Базова інфляція продовжить уповільнюватися (до 5.0% – у поточному році та 3.7% – у наступних) завдяки жорстким монетарним умовам та стриманій фіскальній політиці, що зумовлять зниження тиску з боку сукупного попиту. Також цьому сприятиме поступове уповільнення зростання заробітних плат на тлі зниження інтенсивності трудової міграції через зменшення розриву між зарплатами в Україні та за кордоном.

Вартість ринкових послуг, на яку значною мірою впливає заробітна плата, все ще зростатиме найбільше серед усіх компонентів базового ІСЦ, проте темпи її зростання суттєво уповільняться. Імпортована інфляція (одяг і взуття, побутова техніка тощо) очікується на низькому рівні на тлі помірної волатильності обмінного курсу. Сповільненню базової інфляції також сприятимуть вторинні ефекти від зниження інфляції продуктів харчування та палива.

Продовольча інфляція на всьому прогнозованому горизонті буде досить помірною (на 3 – 4% щороку) завдяки очікуваному збільшенню пропозиції на внутрішньому ринку як за рахунок внутрішнього виробництва, так і імпорту. Фактором стримування продовольчої інфляції в середньостроковій перспективі та зниження її волатильності буде розвиток сільського господарства як результат інвестицій та зростання продуктивності в галузі.

Адміністративні ціни продовжать зростати найвищими темпами на прогнозованому горизонті, відображаючи

Графік 3.2.3. Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.2.4. Ціни на сирі продовольчі товари, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.2.5. Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

приведення окремих тарифів до ринкових рівнів та підвищення акцизів. У поточному році вони зростуть на 13.9%, а основний внесок визначатиме подорожчання тютюнової продукції (очікується на рівні 19%) внаслідок підвищення акцизного податку на неї. У зв'язку зі здешевленням газу на спотовому ринку в ЄС, очікується, що тарифи на газ для населення досягнуть імпортного паритету вже в поточному році, що дасть змогу впровадити механізми ринкового ціноутворення на газ для населення вже в короткостроковій перспективі.

Підвищення адміністративно регульованих цін у 2020 – 2021 роках переглянуто до 9.9% та 9.7% відповідно (з 11.1% та 10.3% у попередньому прогнозі) через нижчі світові ціни на газ у гривневому еквіваленті, що визначатимуть внутрішні тарифи на газ для населення та залежні від них централізоване опалення і гаряче водопостачання. Найбільший внесок в адміністративну інфляцію залишиться за тютюновою продукцією, вартість якої зростатиме значною мірою через подальше підвищення ставок акцизних зборів. Подорожчання алкогольної продукції прогнозується в межах 6 – 9% щорічно на прогнозному горизонті. Зростання вартості послуг комунальної сфери та муніципального транспорту через підвищення заробітних плат для працівників також формуватиме суттєвий внесок у зростання адміністративно регульованих цін.

Ціни на паливо в 2019 році розглядаються, як стримуючий фактор для загальної інфляції (зростуть лише на 3.4%) за рахунок відносно стабільної ціни на нафту на світових ринках. Подальше щорічне зростання цін на паливо оцінюється близько 5% за припущення незмінності в ставках акцизів.

Прогноз інфляції не змінився порівняно з попереднім Інфляційним звітом на всьому прогнозному періоді, проте були переглянуті окремі її компоненти. Прогноз адміністративно-регульованих цін у 2020 – 2021 роках переглянутий у бік зниження за рахунок нижчих світових цін на газ у гривневому еквіваленті. Прогноз базової інфляції в наступному році переглянуто з 3.6% до 3.7% через дещо вищий темп зміни цін на ринкові послуги (близько 6%).

### Вставка 6. Оцінювання точності макроекономічних прогнозів НБУ

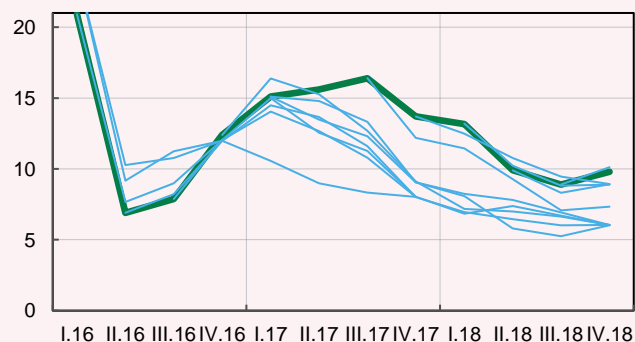
Реалізація монетарної політики за режиму ІТ базується на використанні макроекономічних прогнозів, оскільки вплив монетарних інструментів на інфляцію та інші макроекономічні показники відбувається зі значною затримкою у часі. Звісно, кожен макроекономічний прогноз є об'єктом невизначеності, і майже завжди фактичні значення індикаторів відхиляються від прогнозів. Водночас, спроможність центрального банку передбачати майбутні тенденції є одним з найбільш важливих елементів успішного проведення монетарної політики.

Відповідно, НБУ запровадив практику щорічного оцінювання своїх макроекономічних прогнозів, зокрема щодо перевірки систематичної наявності помилок в один бік, спроможності передбачати розворот тенденцій, порівняння точності прогнозів у часі та з іншими організаціями.

У даній вставці представлені ключові висновки щодо характеристик прогнозів основних показників: ІСЦ, ВВП та сальдо поточного рахунку платіжного балансу.

Прогнози НБУ щодо інфляції характеризуються високою точністю, особливо короткострокові прогнози в 2016 та 2018 роках (графік 1). Поквартальний профіль прогнозів влучно повторював фактичну динаміку річної зміни ІСЦ в другій половині 2017 року – 2018 році. Однак, різке неочікуване підвищення цін продовольчих товарів у 2017 році разом зі значним тиском зі боку заробітних плат (на тлі стрімкішої, ніж передбачалося, міграції) зумовили достатньо значні відхилення інфляції від прогнозних траєкторій у 2017 році. При цьому швидкість зниження інфляції з ІV кварталу 2017 року є дуже близькою до прогнозних профілів.

Графік 1. Історія прогнозів: ІСЦ (2015-2018 рр), % р/р



Джерело: НБУ.

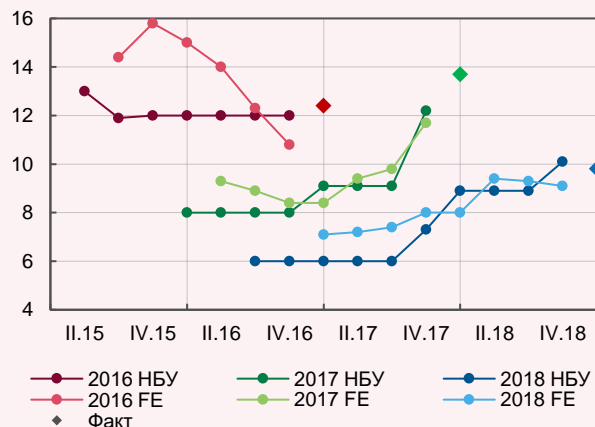
Окремо були проаналізовані прогнози на кінець року (графік 2), враховуючи наявність відповідних цілей в Основних засадах.

Прогнози НБУ щодо ІСЦ на 2016-й рік майже не переглядалися, а їх помилки були несуттєвими. Консensusні прогнози учасників ринку (FE<sup>40</sup>) в 2015-2016 роках були значно песимістичнішими.

Прогноз НБУ щодо інфляції на кінець 2017 року підвищувався двічі: у I та IV кварталах 2017 року, але все одно виявився нижчим за факт. Помилки прогнозу були зумовлені переважно неочікуваними шоками, про що зазначалося вище. Консensusні прогнози FE були дуже близькими до прогнозів НБУ, що свідчить про неочікуваний характер інфляційних шоків для більшості прогнозистів.

Прогноз НБУ щодо інфляції на 2018 рік також переглядався декілька разів у бік підвищення, насамперед у другій половині 2017 року. У 2018 році перегляди були мінімальні та зумовлені вищими, ніж очікувалося раніше, темпами зростання окремих адміністративно регульованих цін та тарифів (зокрема вартості проїзду в транспорті, тютюнової продукції, тарифів на газ та водопостачання), а також швидшим зростанням заробітних плат. Учасники ринку також очікували дещо нижчу інфляцію протягом 2017-2018 років.

Графік 2. Історія прогнозів: ІСЦ (2015-2018 рр), річна зміна на кінець року, %



Джерело: НБУ.

Також було здійснено порівняння прогнозів НБУ з прогнозами інших провідних організацій: Міністерство економіки, Альфа-Банк Україна, ICU, Dragon Capital, FE, Райффайзен Банк Аваль, J.P. Morgan, ОТП Банк, Goldman Sachs, МВФ, консensusними прогнозами: FE, Consensus Economics (CE)<sup>41</sup> та опитуваннями НБУ фінансових аналітиків (Опит). Рейтинг прогнозів будувалася на основі середніх абсолютних помилок

<sup>40</sup> Focus Economics – видання, що проводить опитування щодо макроекономічних показників серед учасників фінансового ринку. Зокрема, в опитуваннях щодо економіки України традиційно беруть участь близько 30 організацій (<https://www.focus-economics.com/>).

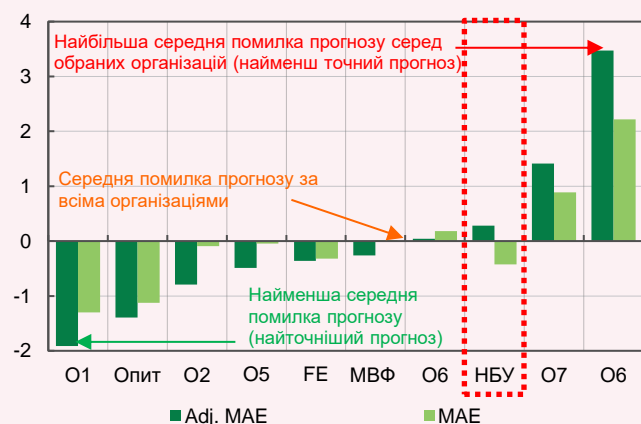
<sup>41</sup> Consensus Economics – одна з провідних світових фірм, що проводить макроекономічні опитування (<https://www.consensuseconomics.com/>).



прогнозу (MAE<sup>42</sup>). Точність прогнозу організації була визначена як різниця між середньою помилкою її прогнозу та середньою помилкою за всіма організаціями. Нульові значення на графіках означають, що точність відповідає середній точності прогнозу всіх організацій, додатні значення – помилки більші за середній рівень, від'ємні – нижчі.

Однак прогнози робляться у різні моменти часу, тож для нівелювання "часового ефекту" (чим раніше зроблений прогноз, тим вищою може бути його помилка) були також розраховані скориговані середні абсолютні помилки (Adj. MAE<sup>43</sup>). Для цього помилки множаться на ваговий коефіцієнт, який стає більшим при зменшенні проміжку часу від прогнозу до появи фактичних даних<sup>44</sup>.

**Графік 3. Рейтинг прогнозів: ІСЦ (2016-2018 рр), річна зміна на кінець року<sup>45</sup>, %**



Джерело: розрахунки НБУ.

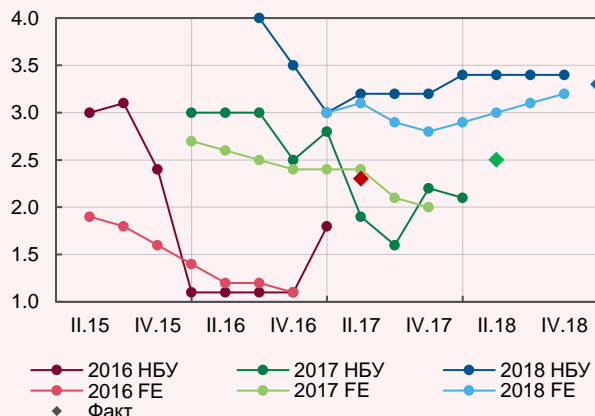
Влучність прогнозів НБУ щодо інфляції є середньою з-поміж прогнозів інших організацій і не сильно відрізняється від прогнозів МВФ та FE (графік 3). Нескориговані помилки прогнозів ІСЦ НБУ нижчі за середні, однак скориговані помилки є дещо вищими за середній рівень.

Прогнози НБУ щодо реального ВВП також були доволі точними, особливо на 2018 рік (графік 4). У 2016-2017 роках вони переглядалися в обидва боки через зовнішні (торговельні війни, зміни обсягів промислового виробництва в Китаї, зміни цін на нафту та метали, торговельні санкції тощо) та внутрішні шоки (прискорення зростання заробітної плати, припинення торгівлі з окупованими територіями, зміни очікувань щодо обсягів врожаїв). Прогноз НБУ щодо ВВП на 2018 рік був дуже близьким до факту та справедливо був більш оптимістичним, ніж консенсус прогноз.

Точність прогнозу НБУ щодо ВВП середня з-поміж

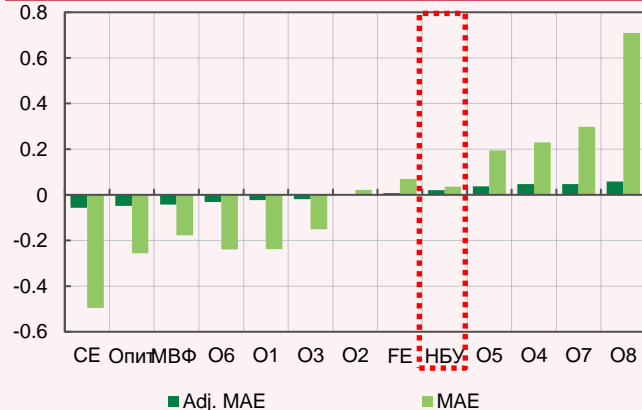
прогнозів усіх охоплених організацій і є майже однаковою незалежно від урахування часових ефектів (графік 5). Скориговані помилки прогнозів між усіма організаціями надто не відрізняються, а найкращу якість демонструють консенсусні прогнози.

**Графік 4. Історія прогнозів: реальний ВВП (2015-2018 рр), % р/р**



Джерело: розрахунки НБУ.

**Графік 5. Рейтинг прогнозів: реальний ВВП (2016-2018 рр), % р/р**



Джерело: розрахунки НБУ.

Прогнози поточного рахунку були досить волатильними, враховуючи відкритий і сировинний характер економіки та її вразливість до зовнішніх шоків (графік 6). Такі події, як Врехіт, протистояння між Китаєм та США, кризи в Туреччині та інші досить сильно впливали на економіки країн ОТП України та, відповідно, призводили до різноспрямованих переглядів прогнозу платіжного балансу України.

У 2016 – 2017 роках фактичні значення дефіциту поточного рахунку переважно перевищували прогнозні. Це відбувалося насамперед через прискорення обсягів імпорту машинобудування. Прогноз дефіциту поточного рахунку на 2018 рік неодноразово переглядався як у бік

<sup>42</sup> Mean Absolute Error.

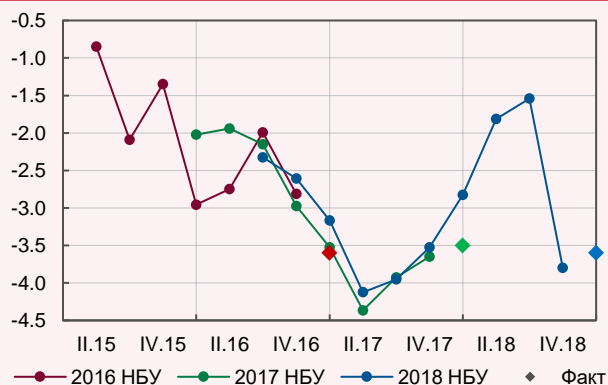
<sup>43</sup> Adjusted Mean Absolute Error.

<sup>44</sup> Детально методологію розрахунку цього показника див. у роботах: Anderson M.K., Aranki T., Reslow A. [Adjusting for Information Content when Comparing Forecast Performance](#), 2016; [Evaluation of the Riskbank's forecast](#), 2018.

<sup>45</sup> O1-O8 – тут і надалі використовуються зашифровані назви вказаних вище організацій.

підвищення, так і зниження, відображаючи ефекти неочікуваних шоків. Серед яких були: стрімкі коливання цін на енергоносії, рекордний урожай зернових, блокада РФ Керченської протоки тощо. Крім того, протягом 2018 року були суттєво переглянуті дані щодо розмірів грошових переказів від трудових мігрантів.

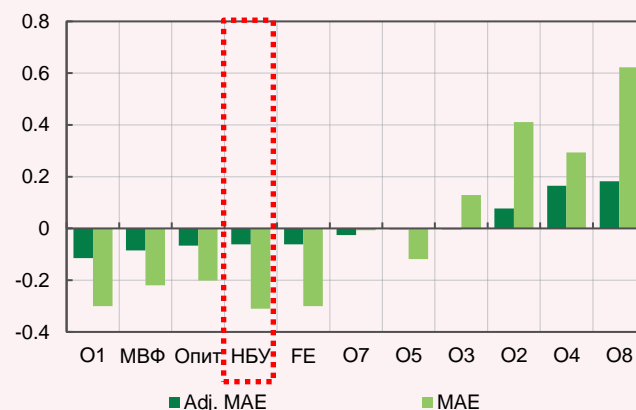
**Графік 6. Історія прогнозів: сальдо поточного рахунку (2015-2018 рр), % ВВП**



Джерело: розрахунки НБУ<sup>46</sup>.

Точність прогнозу НБУ щодо сальдо поточного рахунку є вищою порівняно з прогнозами більшості організацій (графік 7), незважаючи на значні перегляди прогнозів та переважне недооцінення розміру дефіциту. Помилки прогнозів НБУ без урахування часового ефекту є найнижчими порівняно з іншими організаціями, а скориговані помилки також є відносно низькими.

**Графік 7. Рейтинг прогнозів: сальдо поточного рахунку (2016-2018 рр), % ВВП**



Джерело: розрахунки НБУ.

У цілому прогнози НБУ та консенсусні прогнози (які, як правило, точніші, ніж індивідуальні прогнози) у більшості випадків є дуже близькими, а помилки прогнозів часто зумовлені неочікуваними шоками.

Порівняння точності прогнозів НБУ (інфляції, ВВП, сальдо поточного рахунку) з результатами інших центральних банків регіону (Чехії, Сербії, Польщі, Угорщини) показали, що в середньому точність прогнозів НБУ є співставною<sup>47</sup>.

<sup>46</sup> Фактичні значення дефіциту поточного рахунку – перші доступні офіційні дані (без урахування можливих переглядів).

<sup>47</sup> Для порівняння помилок прогнозу по ІСЦ та ВВП вони були нормалізовані відповідно до середнього значення цих показників у відповідній країні.

### 3.3. Попит і випуск

Зростання економіки України у 2019 році уповільниться до 2.5% (після 3.3% у 2018 році), проте прискориться вже з наступного року (до 2.9% та 3.7% у 2020 – 2021 роках відповідно).

У 2019 році основними стримуючими факторами для економічного зростання будуть:

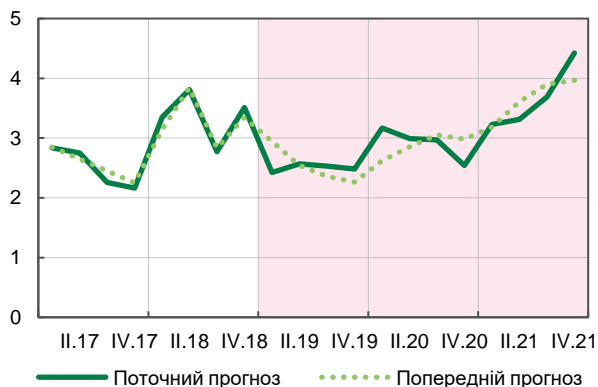
- слабкий зовнішній попит через уповільнення зростання економік ОТП;
- стримана фіскальна політика, визначена необхідністю погашення значних обсягів державного боргу;
- достатньо жорсткі монетарні умови, необхідні для приведення інфляції до середньострокової цілі 5%;
- зниження врожаїв зернових і олійних після рекордних показників у 2018 році;
- політична невизначеність, пов'язана з подвійними виборами, що уповільнює інвестиційну активність.

Частково дія цих факторів буде компенсована поліпшенням умов торгівлі, пов'язаним зі зниженням цін на природний газ та вищими, ніж минулого року, світовими цінами на залізну руду.

Основним драйвером економічного зростання залишатиметься приватне споживання, проте його зростання в поточному році уповільниться до 4.7% на тлі зниження темпів зростання реальних доходів домогосподарств – заробітних плат, пенсійних виплат, а також грошових переказів із-за кордону. Зростання інвестиційної діяльності у 2019 році також уповільниться (до 5.7%) через зростання політичної невизначеності у рік подвійних виборів, проте вже з наступного року прискориться. На відміну від 2018 року, експорт зростатиме завдяки відновленню металургії, проте обмежуватиметься уповільненням попиту з боку країн ЄС та Туреччини. Однак імпорт зростатиме швидше, ніж експорт, для задоволення як інвестиційних, так і споживчих потреб. Внесок чистого експорту у ВВП залишиться від'ємним.

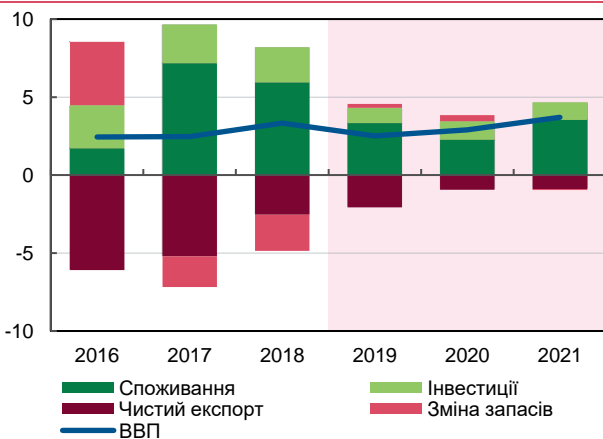
У 2020 – 2021 роках зростання реального ВВП прискориться – до 2.9% та 3.7% відповідно. Цьому сприятимуть поступове пом'якшення монетарної політики, що стимулюватиме внутрішній попит, а також активізація інвестиційної активності на тлі стабілізації політичної ситуації. Стримувати економічне зростання буде скорочення обсягів транзиту природного газу до Європи внаслідок будівництва обхідних газопроводів.

Графік 3.3.1. Реальний ВВП, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.3.2. Внески в річну зміну реального ВВП за категоріями кінцевого використання, в. п.



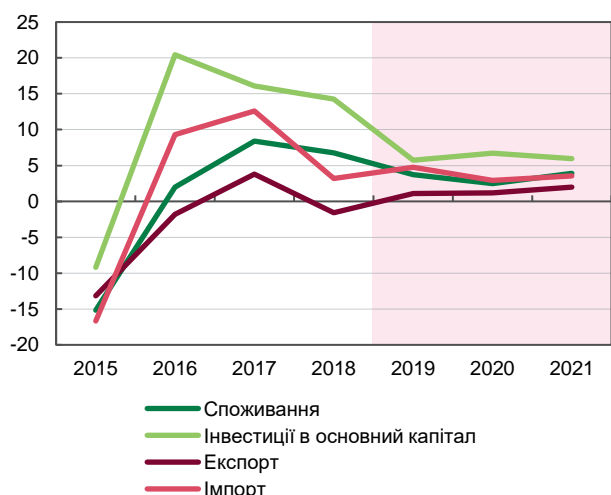
Джерело: розрахунки НБУ.

Приватне споживання й далі буде основною рушійною силою росту економіки, проте темпи його зростання поступово зменшуватимуться через уповільнення зростання доходів домогосподарств в Україні. Зокрема на тлі стриманої фіскальної політики очікується помірне зростання мінімальної заробітної плати та оплати праці у державному секторі. На тлі охолодження економіки ЄС та скорочення різниці в заробітних платах (у т.ч. завдяки стрімкому зростанню заробітних плат в Україні у попередніх роках) інтенсивність трудової міграції знизиться, що також обумовить зниження темпів зростання переказів з-за кордону. Незважаючи на уповільнення, темпи зростання приватного споживання продовжать перевищувати зростання ВВП на прогнозованому горизонті, і певною мірою визначатимуться пом'якшенням монетарної політики та зростанням кредитної активності.

Активізація інвестиційної діяльності у 2019 році також уповільниться (до 5.7%) через зростання політичної невизначеності у рік подвійних виборів. Жорсткі монетарні умови, а також продовження зростання частки витрат бізнесу на оплату праці обмежуватимуть інвестиційну діяльність цього року.

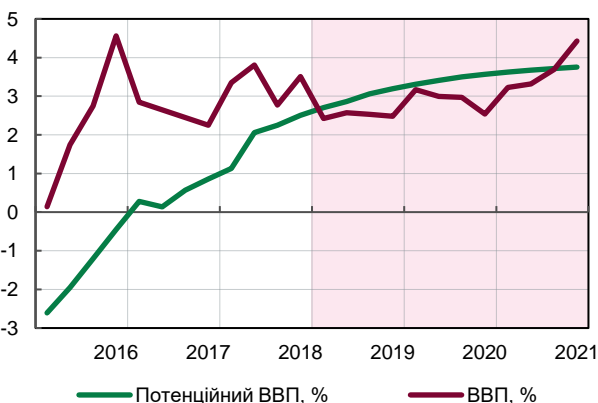
У 2020 – 2021 роках інвестиційна діяльність дещо прискориться завдяки очікуваній стабілізації політичної ситуації, пом'якшенню монетарної політики та стрімкому відновленню кредитування. Проте загалом темпи зростання інвестицій в основний капітал залишатимуться нижчими (у межах 6–7% щороку), ніж в останні декілька

**Графік 3.3.3. Компоненти ВВП за категоріями кінцевого використання, % р/р**



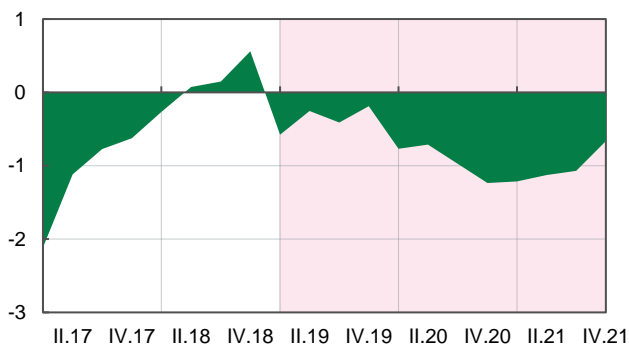
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 3.3.4. Фактичний та потенційний ВВП, % р/р**



Джерело: НБУ.

**Графік 3.3.5. Розрив ВВП, % від потенційного ВВП**



Джерело: розрахунки НБУ.

років, у зв'язку з поступовим досягненням рівня інвестицій, який був характерним для економіки України в докризовий період. Зокрема очікується, що інвестиції в основний капітал поступово підвищуватимуться до майже 20% ВВП у 2021 році. Активна інвестиційна діяльність, як і раніше, очікується в галузях, що насамперед орієнтовані на експорт продукції (зокрема сільське господарство, переробна промисловість), а також залежні від нарощування капітальних видатків бюджету (дорожнє будівництво).

Внесок чистого експорту у ВВП залишатиметься від'ємним на всьому прогнозованому періоді, проте скорочуватиметься насамперед через поступове зростання фізичних обсягів експорту. У поточному році очікується його приріст на 1.1% передусім за рахунок нарощення поставок продукції металургії, що пов'язано з відновленням виробництва після закінчення ремонтів на деяких підприємствах. Однак невисокі темпи зростання визначаються послабленням попиту з боку країн ЄС та Туреччини. У 2020–2021 роках темпи зростання фізичних обсягів експорту залишатимуться невисокими через скорочення обсягів транзиту природного газу до Європи.

Очікується, що фізичні обсяги імпорту в поточному році зростуть на 4.8% як за рахунок споживчого, так і інвестиційного імпорту. Зростання реальних доходів домогосподарств формуватиме все ще значний попит на споживчий імпорт. Інвестиційний імпорт зростатиме переважно за рахунок машин та обладнання. У 2020 – 2021 роках зростання імпорту уповільниться (до 2.9% та 3.5% відповідно), зокрема за рахунок скорочення обсягів закупівлі газу за кордоном. У середньостроковій перспективі його частка в імпорті зменшуватиметься, чому сприятиме підвищення енергоефективності, зниження потреби в технологічному газі для транзиту та поступове зростання внутрішнього видобутку енергоресурсів.

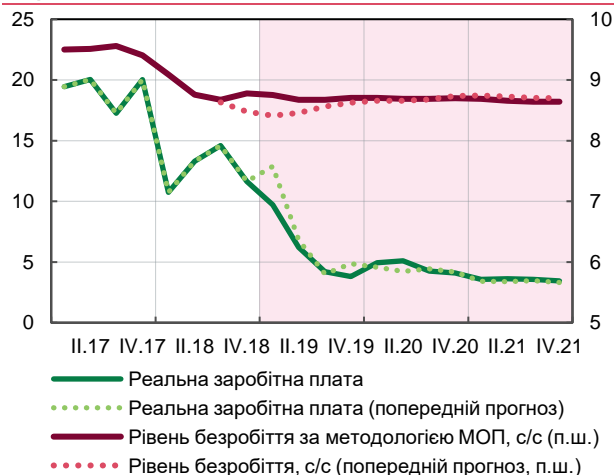
**Оцінка факторів потенційного рівня ВВП та циклічної позиції економіки України**

У 2019 – 2021 роках продовжиться прискорення зростання потенційного ВВП – з поточних темпів близько 2.5% до майже 4% у 2021 році. Головним драйвером залишиться зростання продуктивності факторів виробництва.

Внесок капіталу в зміну потенційного ВВП стане додатним (на відміну від попереднього року) з початку 2019 року завдяки збільшенню частки капітальних інвестицій. Це дозволить інтенсифікувати виробництво через більш швидке оновлення основних фондів порівняно з їх зносом.

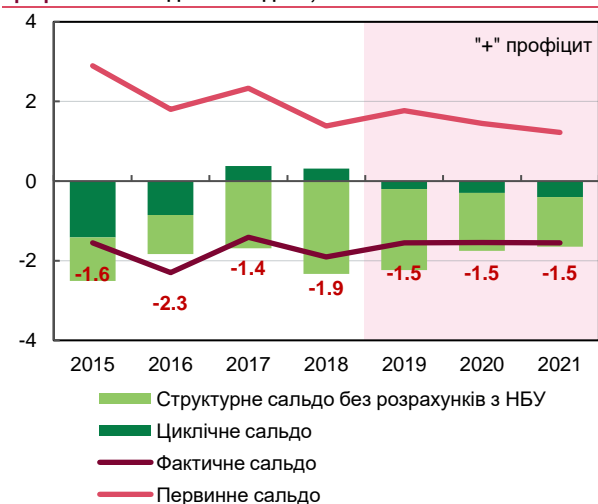
Однак від'ємний внесок робочої сили залишиться фактором, що стримуватиме зростання потенційного ВВП на прогнозованому горизонті. Це обумовлюватиметься нестачею кваліфікованих працівників особливо робітничих професій разом із природним скороченням населення. Водночас від'ємний внесок робочої сили буде

**Графік 3.3.6. Реальна заробітна плата, % р/р, та рівень безробіття за методологією МОП, %**



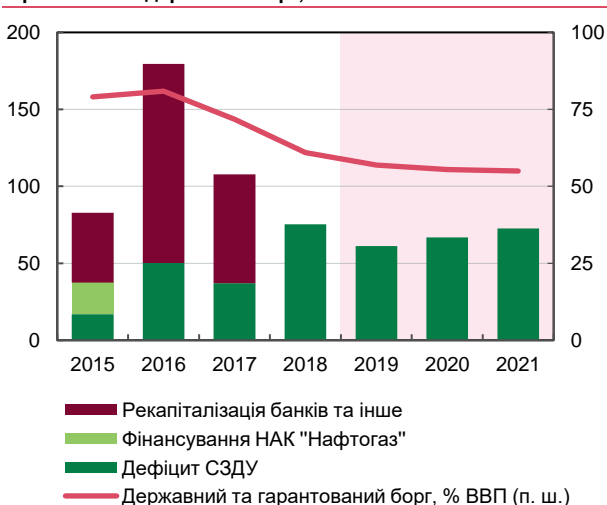
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 3.3.7. Зведений бюджет, % ВВП**



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

**Графік 3.3.8. Широкий дефіцит СЗДУ, млрд грн, і державний та гарантований державою борг, % ВВП**



Джерело: МВФ, ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

меншим ніж у попередні роки, що пов'язано насамперед з уповільненням міграційних процесів через конвергенцію заробітних плат та насичення ринку праці.

Протягом II-IV кварталів 2018 року спостерігався додатний розрив ВВП внаслідок поліпшення умов торгівлі, поживлення споживчого та інвестиційного попиту, а також рекордного врожаю кукурудзи. У 2019 році очікується повернення до від'ємного розриву випуску, що в 2020–2021 роках розшириться до рівня близько 1% від потенційного ВВП через стриманий внутрішній та слабкий зовнішній попит.

**Доходи населення та безробіття**

Рівень безробіття на всьому прогностному періоді очікується на рівні 8.7% (за методологією МОП), що близько до оцінок природного рівня. Досить високий рівень природного безробіття визначається структурними чинниками, такими, як невідповідність працівників кваліфікаційним вимогам роботодавців, а також міграційними процесами.

Уповільнення міграційних процесів (у т.ч. за рахунок поступового насичення ринку праці Польщі на тлі охолодження економіки ЄС) та вирівнювання диспропорцій на ринку праці поступово знижуватимуть тиск на підвищення заробітних плат. Відповідно зростання середньої номінальної заробітної плати до кінця прогностного періоду сповільниться нижче 9%. А в реальному вимірі – до близько 4%, що відповідатиме зростанню продуктивності в економіці та не створюватиме додаткового інфляційного тиску.

**Фіскальна політика**

Вплив фіскальної політики на сукупний попит на всьому прогностному періоді оцінюється як стримуючий. Структурний дефіцит зведеного бюджету щороку зменшуватиметься, а загальний дефіцит прогнозується на рівні 1.5% ВВП насамперед через обмежені можливості уряду щодо нарощування державного боргу в період пікових виплат за ним. Відповідно ключовим припущенням прогнозу залишається подальша реалізація Україною своїх зобов'язань за програмою співпраці з Міжнародним валютним фондом. Зазначене, крім безпосереднього фінансування від офіційних кредиторів, дає змогу зберегти доступ до міжнародних ринків капіталу та знизити премію за ризик під час формування ставки для нових запозичень.

Підвищення соціальних виплат і монетизація субсидій для оплати житлово-комунальних послуг, що вже відбулися у I кварталі цього року, не створюватимуть значного додаткового тиску на попит. Хоча ефекти цих окремих факторів незначні, сукупно їхній вплив може бути відчутним, якщо позначиться на інфляційних очікуваннях в умовах посилення невизначеності в рік подвійних виборів.

Загальне зростання видатків СЗДУ в поточному році прогнозується на рівні 10.4%, а видатки соціального



характеру зростуть приблизно на 12%. Відповідно в таких умовах зростання капітальних видатків суттєво уповільниться, проте їхній рівень відносно ВВП залишатиметься близьким до 3.5%. Податкові надходження СЗДУ збільшаться на 11%, що визначатиметься передусім зростанням надходжень від ПДФО та ЄСВ через усе ще значні темпи підвищення номінальної заробітної плати в економіці.

За стриманої фіскальної політики на всьому прогнозованому періоді зберігатиметься постійний первинний профіцит бюджету (понад 1% ВВП щорічно), що в умовах збереження високих темпів зростання номінального ВВП та низької волатильності обмінного курсу визначатиме подальше зниження рівня державного та гарантованою державою боргу.

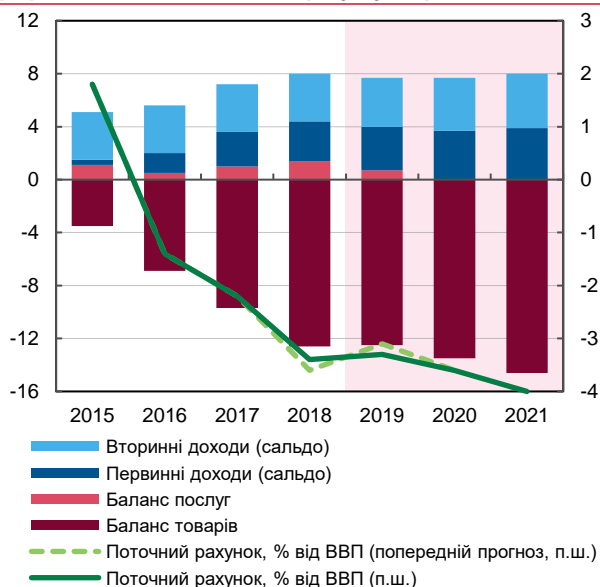
### 3.4. Платіжний баланс

У 2019 році дефіцит поточного рахунку збережеться на рівні попереднього року й становитиме 3.3% ВВП у результаті дії різноспрямованих факторів. Надходження від продажу минулорічного рекордного врожаю кукурудзи та ефекти сприятливих умов торгівлі, передусім через зниження цін на енергоносії, нівелюватимуться охолодженням економік країн-ОТП, що відобразиться на експортних поставках і обсягах грошових переказів від трудових мігрантів. На прогнозованому горизонті дефіцит поточного рахунку розширюватиметься до 4% ВВП у 2021 році внаслідок скорочення обсягів транзиту газу та слабого попиту з боку країн ОТП на тлі прискорення внутрішнього інвестиційного попиту.

У 2019–2021 роках надходження інвестиційного та боргового капіталу до приватного сектору на тлі збереження високих реальних процентних ставок будуть основним джерелом фінансування дефіциту поточного рахунку. Водночас подальше виконання Україною взятих зобов'язань за програмою співпраці з МВФ та, відповідно, отримання офіційного фінансування залишаються ключовим припущенням макроекономічного прогнозу. Це дозволить покращувати умови доступу до міжнародних ринків капіталу та підтримувати жвавий інтерес нерезидентів до ОВДП у національній валюті, а отже профінансувати виплати за зовнішнім державним боргом у 2019–2021 роках.

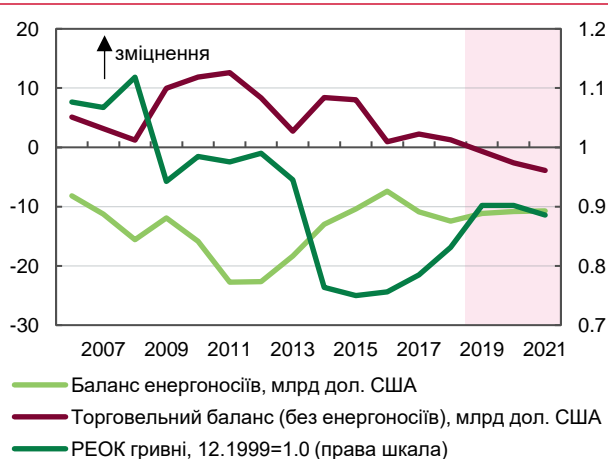
У результаті обсяги міжнародних резервів зберігатимуться на рівні 21–22 млрд дол. на прогнозованому горизонті.

Графік 3.4.1. Сальдо поточного рахунку, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Графік 3.4.2. РЕОК гривні та торговельний баланс



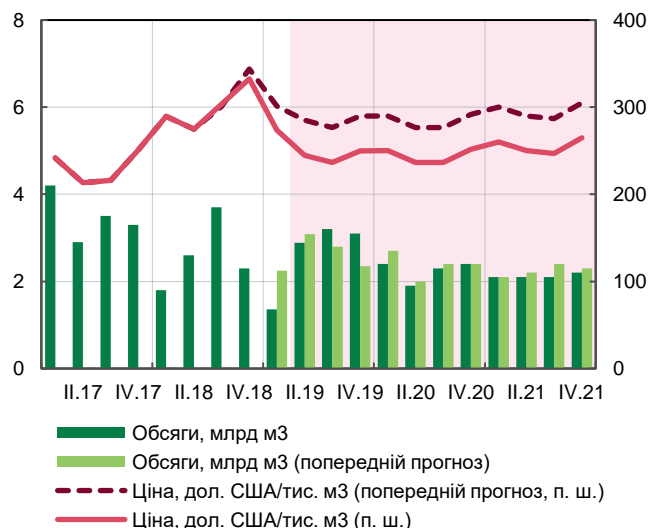
Джерело: НБУ.

У 2019 році дефіцит поточного рахунку збережеться на рівні попереднього року під впливом різноспрямованих чинників. Поліпшення умов торгівлі, передусім через зниження цін на енергоносії, та рекордний урожай кукурудзи 2018 року нівелюватимуть ефекти сповільнення економік країн – ОТП України, особливо ЄС і Туреччини. Останнє позначиться на обсягах експорту як товарів, так і послуг із транспортування газу, а також грошових переказах. У 2020–2021 роках дефіцит поточного рахунку розшириться через стрімке скорочення обсягів транзиту газу та слабкий попит з боку країн-ОТП. Водночас таке розширення стримуватиметься поступовим послабленням РЕОК гривні.

Зростання обсягів експорту товарів у 2019 – 2021 роках уповільниться до 2–3% (порівняно з 9% у 2018 році). Це пов'язано як із низьким зовнішнім попитом, так і зі зниженням цін на залізну руду та чорні метали. У 2019 році високі фізичні обсяги поставок аграрної продукції завдяки рекордному врожаю кукурудзи та соняшнику будуть основним драйвером експорту. У 2020 – 2021 роках зростання обсягів експорту забезпечуватиметься насамперед металургійною та машинобудівною галузями.

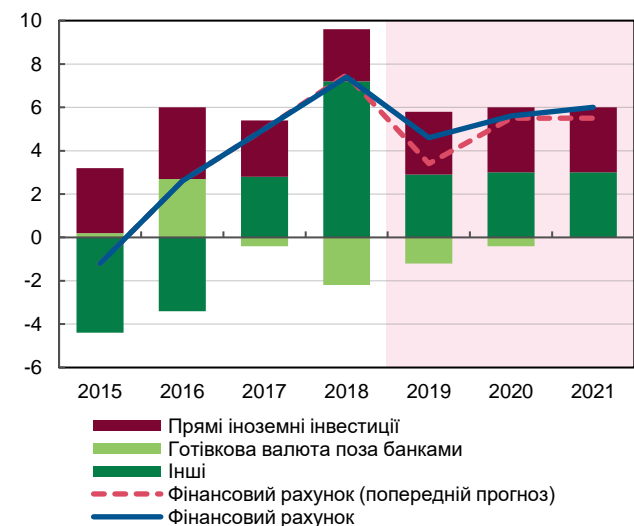
Темпи зростання обсягів імпорту товарів у 2019 – 2021 роках уповільняться як за рахунок енергетичної, так і за рахунок неенергетичної складових. У 2019 році енергетичний імпорт скорочуватиметься насамперед через падіння цін на газ та нафту. Подальше скорочення у 2020 – 2021 роках зумовлюватиметься зменшенням обсягів імпортованого газу завдяки нарощуванню обсягів внутрішнього видобутку, зниженню його споживання населенням, а також скороченню потреби в технологічному газі. Уповільнення темпів зростання неенергетичного імпорту до 5–6% (порівняно з 13% у 2018 році) у 2019-2021 роках відбуватиметься насамперед за рахунок споживчих товарів на тлі сповільнення зростання доходів населення. Інвестиційний імпорт також буде досить стриманим у 2019 році на тлі подвійних виборів, однак з 2020

Графік 3.4.3. Імпорт газу



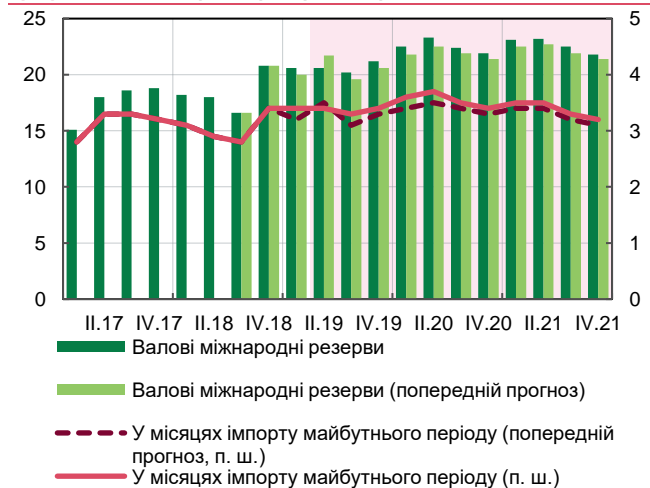
Джерело: НБУ.

Графік 3.4.4. Фінансовий рахунок: чисті зовнішні зобов'язання, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Графік 3.4.5. Міжнародні резерви, млрд дол.



Джерело: НБУ.

прискориться, незважаючи на зниження інвестицій в альтернативну енергетику.

У 2019 році очікується збереження профіциту торгівлі послугами: подальше зростання ІТ-послуг компенсуватиметься зменшенням надходжень за транзит газу як через зниження тарифів, так і обсягів транспортування. Проте з 2020 року очікується зниження додатного сальдо до нуля внаслідок зменшення обсягів транзиту газу майже вдвічі через введення в експлуатацію обхідних газопроводів.

У 2019–2021 роках темпи зростання грошових переказів від трудових мігрантів значно сповільняться через зниження інтенсивності міграційних процесів унаслідок подальшої конвергенції заробітних плат та насичення ринку праці, а також охолодження економічної активності країн ЄС та Росії.

У 2019 – 2021 роках виплати за нарахованими дивідендами залишаться на рівні 2018 року на тлі подальшої лібералізації руху капіталу та відносно високих фінансових результатів підприємств.

Основним джерелом покриття дефіциту поточного рахунку на всьому прогнозованому горизонті буде надходження боргового та інвестиційного капіталу до приватного сектору. У 2019 році, з одного боку такі надходження будуть стримуватися політичною турбулентністю, а з іншого – заохочуватимуться високими процентними ставками. У 2020–2021 роках очікується збільшення припливу боргового капіталу на тлі зниження політичної невизначеності та продовження співпраці з МВФ.

У 2019 – 2021 роках очікується значне сповільнення зростання готівкової валюти поза банками завдяки продовженню процесів дедоларизації на тлі зниження інфляційних очікувань, високих процентних ставок у національній валюті та помірної волатильності обмінного курсу.

Надходження до державного сектору від офіційних кредиторів у 2019 – 2021 роках разом із розміщенням ОЗДП та внутрішніми залученнями дадуть змогу профінансувати виплати за зовнішніми державними зобов'язаннями (близько 20 млрд дол.). На відміну від попередніх років у 2019–2020 роках очікується зростання портфелю ОВДП, номінованих у гривні, у власності нерезидентів через привабливу дохідність та зниження курсової волатильності.

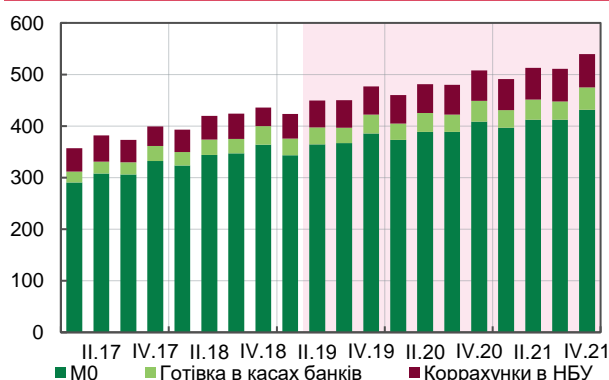
Незначний дефіцит зведеного платіжного балансу на прогнозованому горизонті буде профінансовано за рахунок чистих надходжень коштів від МВФ. У результаті міжнародні резерви у 2019–2021 роках залишаться на рівні 21–22 млрд дол. Станом на кінець 2021 року вони покриватимуть 3.2 місяця імпорту майбутнього періоду та становитимуть 74% від композитного критерію МВФ щодо адекватності резервів.

### 3.5. Монетарні умови та фінансові ринки

Очікується, що зниження інфляційного тиску забезпечуватиме умови для поступового пом'якшення монетарної політики. Незважаючи на зниження номінальних процентних ставок в умовах поліпшення інфляційних очікувань, реальні ставки залишатимуться відносно високими. Це забезпечуватиме достатньо жорсткі монетарні умови для сповільнення інфляції до цільового рівня в 2020 році. Наступні кроки будуть залежати від реалізації інфляційних ризиків та поліпшення інфляційних очікувань. Водночас посилення ризиків фінансової стабільності та незалежності НБУ можуть призупинити зниження облікової ставки.

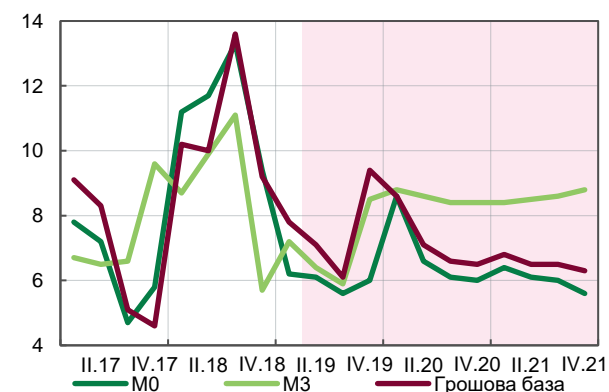
За нашими оцінками, банківська система перейде до дефіциту ліквідності наприкінці 2020 року. Головними чинниками її зниження будуть здійснення урядом виплат за зовнішніми зобов'язаннями впродовж наступних двох років та збільшення готівки в обігу на тлі зростання трансакційного попиту. Це відобразиться на основних операціях НБУ з регулювання ліквідності – потреби банків у кредитах рефінансування зростуть, а обсяги розміщення ДС НБУ знизяться.

**Графік 3.5.1. Грошова база (компоненти), млрд грн**



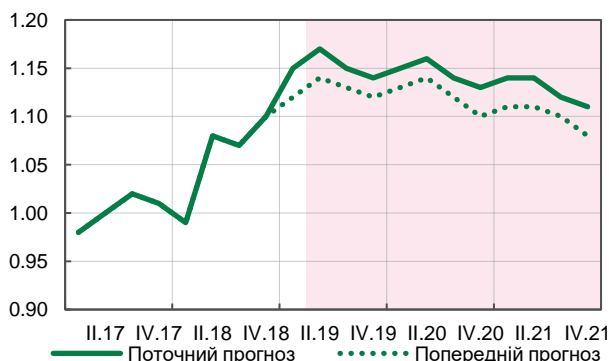
Джерело: НБУ.

**Графік 3.5.2. Монетарні показники, % р/р**



Джерело: НБУ.

**Графік 3.5.3. Індекс РЕОК гривні, IV.2016=1**



Джерело: НБУ.

Зростання трансакційного попиту на готівку в деякій мірі компенсуватиметься подальшим розвитком безготівкових розрахунків. Готівка зростатиме повільнішими темпами ніж номінальні споживчі витрати, а співвідношення M0 до ВВП продовжуватиме знижуватися. За нашими оцінками воно становитиме 9.7% на кінець 2019 року та знизиться до 9.1% у 2021 році. Така динаміка готівки разом зі зростанням коррахунків банків призведе до приросту грошової бази на рівні 9% у 2019 році та близько 6% у 2020 та 2021 роках.

Збереження високих реальних процентних ставок у 2019–2020 роках стимулюватиме зростання заощаджень у національній валюті. Очікується, що річні темпи приросту депозитів (9–10%) будуть вищими, ніж готівки (6%). У результаті приріст грошової маси на прогнозованому горизонті становитиме 8–9%. Відновлення кредитної активності банків також буде підтримувати приріст грошей в економіці. Зростання кредитів буде стриманим через усе ще високі ризики інституційного характеру та значну частку проблемної заборгованості. Зниження інфляції та девальваційних очікувань сприятимуть зменшенню доларизації депозитів та кредитів.

Поступове звуження профіциту ліквідності банківської системи та перехід до її дефіциту наприкінці 2020 року зумовлюватиметься зростанням готівки в обігу та значними виплатами уряду за зовнішніми зобов'язаннями. Припускається, що фінансування зовнішніх виплат буде здійснено за рахунок залучення урядом коштів на внутрішньому ринку та подальшої купівлі валюти. Це частково компенсуватиметься купівлею НБУ іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів. За таких умов спрямованість основних операцій НБУ з надання або вилучення ліквідності визначатиметься її структурною позицією.

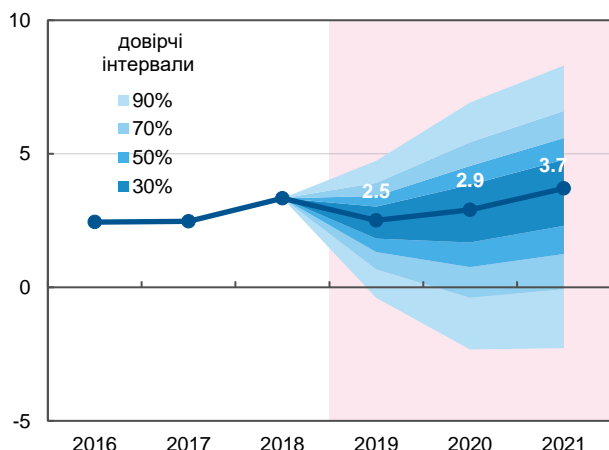
Зниження інфляційного тиску супроводжуватиметься пом'якшенням монетарних умов, що сприятиме послабленню РЕОК гривні у 2020 – 2021 роках. Ключова ставка в реальному вимірі знижуватиметься з поточних 10–11% до нейтрального рівня – 3–4%<sup>48</sup> у 2021 році.

<sup>48</sup> Груй А., Лепушинський В., Ніколайчук С. Нейтральна реальна відсоткова ставка в умовах малої відкритої економіки: застосування для України // Вісник Національного банку України, № 243, 1/2018. <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=69524810>

### 3.6. Ризики прогнозу

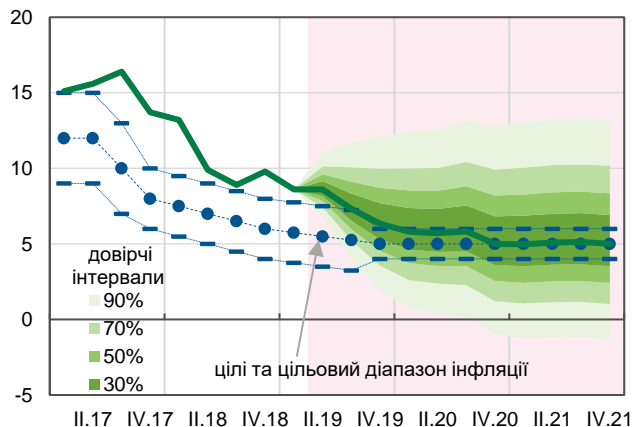
Основним внутрішнім ризиком для базового сценарію макроекономічного прогнозу НБУ вважає традиційне посилення невизначеності в рік президентських та парламентських виборів, що може вплинути на фінансовий ринок та інфляційні очікування.

**Графік 3.6.1. Прогноз реального ВВП, % р/р**



Джерело: розрахунки НБУ.

**Графік 3.6.2. Прогноз ІСЦ та інфляційні цілі, % р/р**



Джерело: розрахунки НБУ.

Прогноз наведено у вигляді віялової діаграми (FanChart). Такий тип графіка призначений для відображення невизначеності щодо майбутньої динаміки прогнозованої змінної. Наприклад, імовірність того, що інфляція перебуватиме в межах найтемнішої області на графіку (навколо центральної лінії) становить 30%. Відповідна властивість зберігається і для інших зон графіка. Таким чином, імовірність того, що інфляція не вийде за межі найсвітлішої зони, становить 90%.

Одним із проявів цього ризику може стати неприйняття бюджету до кінця року через вибори в парламент та затягнення формування складу нового Уряду України. Іншим – зростання бюджетних видатків соціального характеру через передвиборчі ініціативи політиків, такі як стрімке підвищення соціальних стандартів, зокрема мінімальної зарплати. Підвищення соціальних стандартів вищими темпами, ніж темпи зростання продуктивності праці в економіці насамперед позначиться на інфляційних очікуваннях. Для інфляційного розвитку наразі зберігається невизначеність, пов'язана з продовженням адміністрування урядом тарифів на природний газ та електроенергію для населення та термінами переходу на ринкове ціноутворення.

З боку зовнішнього середовища вагомим ризиком базового сценарію є погіршення зовнішніх умов через можливий перехід світової економіки у фазу рецесії, а також зниження світових цін на сировинні товари. Ризики більш стрімкого уповільнення світової економіки останнім часом зростають на тлі посилення геополітичних конфліктів, невизначеності щодо реалізації Brexit, стрімкого зниження темпів зростання Єврозони, підвищення волатильності на фінансових ринках. Зміна зовнішніх умов відобразатиметься на надходженнях валюти в країну за поточним рахунком, на можливості держави та приватного сектору залучати боргові ресурси на міжнародному ринку капіталу та на попиті нерезидентів на номіновані в гривні ОВДП.

Зберігаються суттєві ризики, пов'язані з ескалацією військового конфлікту, як на сході країни, так і в Азовському морі та новими торговельними обмеженнями з боку Росії. Ці ризики суттєво впливають на інвестиційний клімат у країні, премію за ризик, а також формування інфляційних та курсових очікувань.

Додаткова невизначеність генерується з боку обсягів транзиту газу через територію України з 2020 року унаслідок будівництва обхідних газопроводів до Європи.



Показники	2019					2020					2021										
	2016	2017	2018	I	II	III	IV	поточний прогноз 1.2019	I	II	III	IV	поточний прогноз 1.2019	I	II	III	IV	поточний прогноз 1.2019			
<b>РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше</b>																					
Номинальний ВВП, млрд грн	2385	2984	3559	797	907	1107	1160	3970	3965	880	995	1212	1255	4342	4336	959	1084	1325	1383	4750	4744
Реальний ВВП	2.4	2.5	3.3	2.4	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	3.2	3.0	3.0	2.5	2.9	2.9	3.2	3.3	3.7	4.4	3.7	3.7
Дефлятор ВВП	17.1	22.1	15.4	10.4	9.0	8.0	8.0	8.9	8.9	7.0	6.5	6.0	5.5	6.3	6.3	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
ІСЦ (середнє за період)	13.9	14.4	10.9	-	-	-	-	8.0	8.1	-	-	-	-	5.7	5.7	-	-	-	-	5.1	5.2
ІЦВ (середнє за період)	20.5	26.4	17.4	-	-	-	-	9.5	9.6	-	-	-	-	7.4	7.3	-	-	-	-	7.8	7.8
<b>ІСЦ (на кінець періоду)</b>	<b>12.4</b>	<b>13.7</b>	<b>9.8</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>	<b>7.3</b>	<b>6.3</b>	<b>6.3</b>	<b>6.3</b>	<b>5.8</b>	<b>5.7</b>	<b>5.8</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	<b>5.1</b>	<b>5.1</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>
Базова інфляція	5.8	9.5	8.7	7.6	7.6	6.5	5.0	5.0	5.0	4.8	4.1	3.8	3.7	3.7	3.6	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
Небазова інфляція	17.5	19.4	10.7	10.0	10.0	8.2	8.1	8.1	8.1	7.2	7.8	8.5	6.6	6.6	6.9	6.5	6.7	6.8	6.6	6.6	6.8
Сирі товари	1.2	23.5	3.3	3.6	4.8	2.5	3.6	3.6	3.4	1.1	2.8	4.6	3.1	3.1	3.0	3.3	3.5	3.5	3.0	3.0	3.0
Адміністративно регульовані ціни	34.6	16.1	18.0	18.7	17.0	16.8	13.9	13.9	13.6	12.8	13.3	12.4	9.9	9.9	11.1	9.8	9.7	9.7	9.7	9.7	10.3
<b>ІЦВ (на кінець періоду)</b>	<b>35.7</b>	<b>16.5</b>	<b>14.2</b>	<b>8.9</b>	<b>10.7</b>	<b>8.7</b>	<b>8.2</b>	<b>8.2</b>	<b>8.2</b>	<b>9.7</b>	<b>7.2</b>	<b>6.2</b>	<b>7.6</b>	<b>7.6</b>	<b>7.6</b>	<b>7.6</b>	<b>8.0</b>	<b>8.0</b>	<b>7.3</b>	<b>7.3</b>	<b>7.3</b>
Номинальна заробітна плата, (в середньому за період)	23.6	37.1	24.8	19.5	15.1	12.6	10.3	14.2	15.6	11.2	11.3	10.4	9.6	10.6	10.9	8.8	8.7	8.8	8.6	8.7	8.7
Реальна заробітна плата (в середньому за період)	9.0	19.1	12.5	9.7	6.0	4.2	3.8	5.8	7.0	5.0	5.3	4.3	4.1	4.6	4.5	3.6	3.6	3.6	3.4	3.5	3.5
Безробіття, % (МОП)	9.4	9.5	8.8	-	-	-	-	8.7	8.5	-	-	-	-	8.7	8.7	-	-	-	-	8.7	8.7
<b>ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР</b>																					
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	-54.8	-42.1	-67.8	-	-	-	-	-61.5	-61.4	-	-	-	-	-67.2	-67.2	-	-	-	-	-73.6	-73.5
% ВВП	-2.3	-1.4	-1.9	-	-	-	-	-1.5	-1.5	-	-	-	-	-1.5	-1.5	-	-	-	-	-1.5	-1.5
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд грн	-50.3	-37.0	-75.4	-	-	-	-	-61.2	-59.6	-	-	-	-	-66.9	-63.7	-	-	-	-	-72.6	-70.9
% ВВП	-2.1	-1.2	-2.1	-	-	-	-	-1.5	-1.5	-	-	-	-	-1.5	-1.5	-	-	-	-	-1.5	-1.5
<b>ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)</b>																					
Поточний рахунок, млрд дол	-1.3	-2.4	-4.5	-0.4	-1.2	-2.2	-1.0	-4.9	-4.5	-1.1	-1.5	-2.2	-0.9	-5.8	-5.6	-1.1	-1.7	-2.3	-1.5	-6.7	-6.2
Експорт товарів та послуг, млрд дол	46.0	53.9	59.1	14.9	15.0	15.1	15.8	60.8	61.4	14.5	14.9	15.6	16.6	61.7	62.2	15.0	15.4	16.2	16.9	63.6	64.5
Імпорт товарів та послуг, млрд дол	52.5	62.5	70.3	16.9	17.9	18.7	19.2	72.7	73.2	17.6	18.2	19.3	20.0	75.1	75.7	18.2	19.0	20.1	20.9	78.2	78.8
Фінансовий рахунок, млрд дол	-2.6	-5.0	-7.4	-0.8	-0.5	-2.4	-0.7	-4.6	-3.4	-2.0	-2.3	-0.8	-0.5	-5.6	-5.5	-1.9	-1.8	-1.2	-1.0	-6.0	-5.5
<b>Зведений баланс, млрд дол</b>	<b>1.3</b>	<b>2.6</b>	<b>2.9</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.7</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.3</b>	<b>-1.1</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>-1.3</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.8</b>	<b>0.1</b>	<b>-1.1</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.7</b>
Валові резерви, млрд дол	15.5	18.8	20.8	20.6	20.6	20.2	21.2	21.2	20.6	22.5	23.3	22.4	21.9	21.9	21.4	23.1	23.2	22.5	21.8	21.8	21.4
Місяць імпорту майбутнього періоду	3.0	3.2	3.4	3.4	3.4	3.3	3.4	3.4	3.3	3.6	3.7	3.5	3.4	3.4	3.3	3.5	3.5	3.3	3.2	3.2	3.1
<b>МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)</b>																					
Грошова база, %	13.6	4.6	9.2	-2.8	3.2	3.3	9.4	9.4	10.7	-3.5	1.0	0.7	6.5	6.5	6.5	-3.2	1.0	0.7	6.3	6.3	6.2
Грошова маса, %	10.9	9.6	5.7	-1.9	1.0	3.5	8.5	8.5	8.9	-1.6	1.1	3.4	8.4	8.4	8.5	-1.7	1.2	3.6	8.8	8.8	8.5
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	2.2	2.5	2.8	-	-	-	-	2.9	2.9	-	-	-	-	2.9	2.9	-	-	-	-	2.9	2.9

## Абревіатури та скорочення

АПК	Агропромисловий комплекс	ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти
БІСЦ	Базовий індекс споживчих цін	ОТП	Основні торговельні партнери
ВВП	Валовий внутрішній продукт	ПДВ	Податок на додану вартість
ВДВ	Валова додана вартість	ПДФО	Податок та збір на доходи фізичних осіб
ВДЕ	Відновлювальні джерела енергії	ПІІ	Прямі іноземні інвестиції
ВЕД	Види економічної діяльності	ППП	Податок на прибуток підприємств
ВНОК	Валове нагромадження основного капіталу	ПФУ	Пенсійний фонд України
ГМК	Гірнично-металургійний комплекс	РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ДГ	Домогосподарства	РФ	Російська Федерація
ДС	Депозитні сертифікати	СЕС	Сонячна електростанція
ДСЗУ	Державна служба зайнятості України	СЗДУ	Сектор загального державного управління
ДССУ	Державна служба статистики України	СНД	Співдружність Незалежних Держав
ДФСУ	Державна фіскальна служба України	США	Сполучені Штати Америки
ДЦП	Державні цінні папери	ТОТ	Тимчасово окуповані території
ЄС	Європейський Союз	УІМС	Український індекс міжбанківських ставок
ЄСВ	Єдиний соціальний внесок	ФГВФО	Фонд гарантування вкладів фізичних осіб
ЄЦБ	Європейський центральний банк	ФРС	Федеральна резервна система США
ЖКГ	Житлово-комунальне господарство	ЦГФО	Центральна геофізична обсерваторія ім. Бориса Срезневського
ІВ	Іноземна валюта	ЦСЕ	Центрально-Східна Європа
ІВБГ	Індекс виробництва базових галузей	ЦОДУ	Центральні органи державного управління
ІДО	Індекс ділових очікувань	САРВ	Cyclically Adjusted Primary Balance, Циклічно скориговане первинне сальдо
ІСЦ	Індекс споживчих цін	Brexit	Вихід Великобританії з ЄС
ІЦВ	Індекс цін виробників	ЕСPI	Індекс зміни світових цін на товари українського експорту
Казначейство, ДКСУ	Державна казначейська служба України	EM	Emerging Markets, Країни, ринки яких розвиваються.
КМУ	Кабінет Міністрів України	FAO	Food and Agriculture Organization, Продовольча та сільськогосподарська організація ООН
КПББ	Шосте видання Керівництва з платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції відповідно	IIF	Institute of International Finance
МВФ	Міжнародний валютний фонд	PMI	Purchasing Managers' Index, індекс ділової активності
МЗП	Мінімальна заробітна плата	UAWGDP	середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України.
МОП	Міжнародна організація праці	USDA	Міністерство сільського господарства США
МР	Маркетинговий рік		
МФУ	Міністерство фінансів України		
НБУ	Національний банк України		
НВ	Національна валюта		
НЕОК	Номінальний ефективний обмінний курс		
НКРЕКП	Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сферах енергетики та комунальних послуг		
НФК	Нефінансові корпорації		
ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики		
ОЗДП	Облігації зовнішньої державної позики		
млн	мільйон	бар.	барель
млрд	мільярд	r/p	у річному вимірі, річна зміна, до відповідного періоду попереднього року
грн	гривня	кв/кв	до попереднього кварталу, у квартальному вимірі
дол.	долар США	м/м	до попереднього місяця, у місячному вимірі
руб.	російський рубль	с/с	у сезонно скоригованому вимірі
МО	готівка поза банками	п.ш.	права шкала
МЗ	грошова маса		
в. п.	відсотковий пункт		
б. п.	базисний пункт		