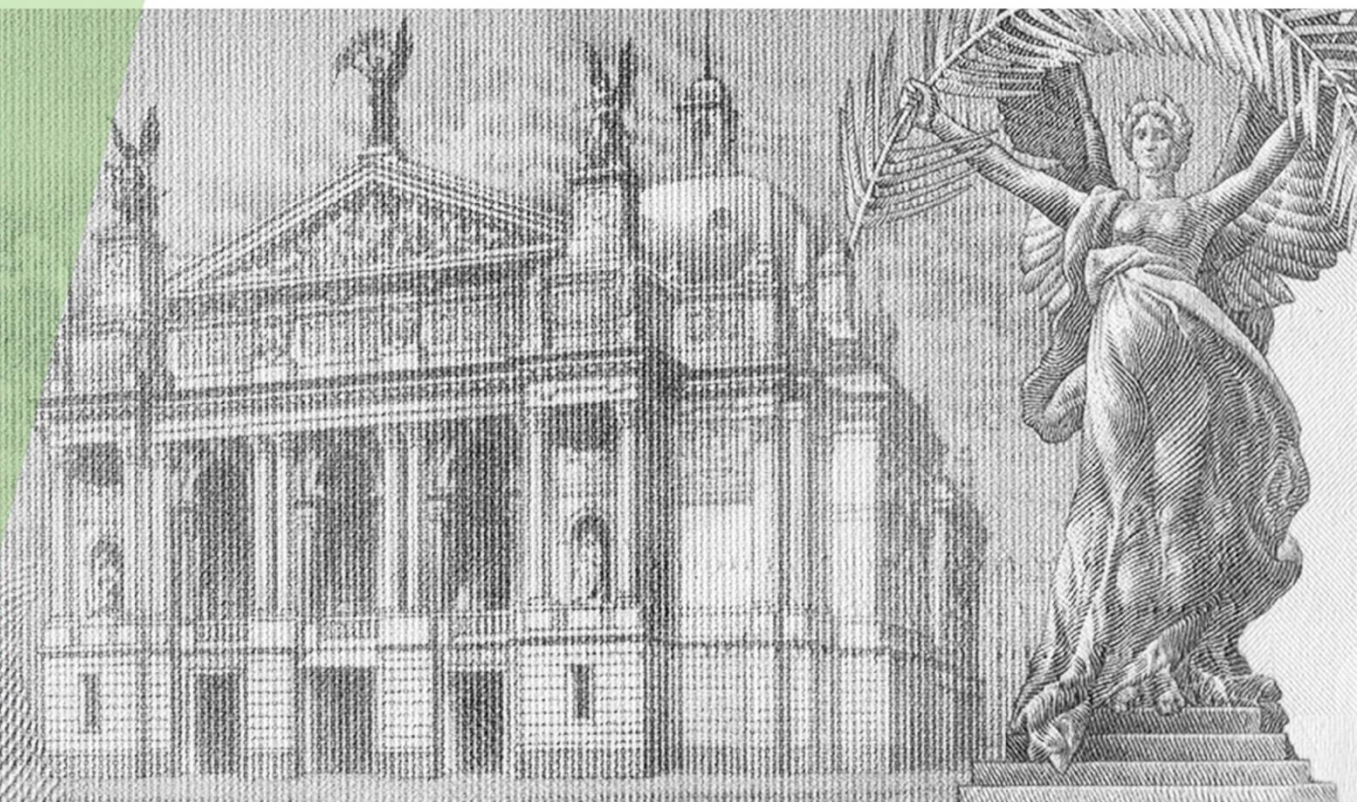




Національний
банк України

Інфляційний звіт

Квітень 2018 року



ПЕРЕДМОВА

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 12 квітня 2018 року схвалені на засіданні Правління Національного банку України (далі – Правління), присвяченому питанням монетарної політики¹. 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 відрізнятися.

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 – 11 квітня 2018 року.

¹ Рішення Правління Національного банку України від 12 квітня 2018 року № 205-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

ЗМІСТ

АБРЕВІАТУРИ ТА СКОРОЧЕННЯ	3
1. ГОЛОВНЕ	4
2. ПОТОЧНА ЕКОНОМІЧНА СИТУАЦІЯ.....	7
2.1. ЗОВНІШНЄ СЕРЕДОВИЩЕ	7
Вставка: Особливості останніх змін у торговельній політиці США.....	9
2.2. ВНУТРІШНЯ ЕКОНОМІКА	12
2.2.1. ІНФЛЯЦІЙНИЙ РОЗВИТОК	12
2.2.2. ПОПИТ І ВИПУСК	17
2.2.3. РИНОК РОБОЧОЇ СИЛИ ТА ДОХОДИ ДОМОГОСПОДАРСТВ.....	21
2.2.4. ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР.....	24
2.2.5. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС	27
Вставка: Перегляд статистики приватних грошових переказів в Україну та його вплив на платіжний баланс.....	32
2.2.6. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ	35
Вставка: Роль іноземних інвесторів на внутрішньому ринку державних цінних паперів	40
3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІЧНОЇ СИТУАЦІЇ В УКРАЇНІ	42
3.1. ПРИПУЩЕННЯ ПРОГНОЗУ	42
3.2. ІНФЛЯЦІЙНИЙ РОЗВИТОК	45
3.3. ПОПИТ І ВИПУСК	47
3.4. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС	50
3.5. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ	53
3.6. РИЗИКИ ПРОГНОЗУ	54

АБРЕВІАТУРИ ТА СКОРОЧЕННЯ

АПК	Агропромисловий комплекс
БІСЦ	Базовий індекс споживчих цін
ВВП	Валовий внутрішній продукт
ВДВ	Валова додана вартість
ДСЗУ	Державна служба зайнятості України
ДССУ	Державна служба статистики України
ДФС	Державна фіскальна служба
ЄС	Європейський Союз
ЄСВ	Єдиний соціальний внесок
ЄЦБ	Європейський центральний банк
ЖКГ	Житлово-комунальне господарство
ЗВТ	Зона вільної торгівлі
ІВБГ	Індекс виробництва базових галузей
ІСЦ	Індекс споживчих цін
ІЦВ	Індекс цін виробників
Казначейство, ДКСУ	Державна казначейська служба України
КМУ	Кабінет Міністрів України
КПБ5, КПБ6	П'яте і шосте видання Керівництва з платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції відповідно
МВФ	Міжнародний валютний фонд
МОП	Міжнародна організація праці
МР	Маркетинговий рік
МФУ	Міністерство фінансів України
МЗП	Мінімальна заробітна плата
НБУ	Національний банк України
НПЗ	Нафтопереробні заводи
НКТ	Неконтрольовані території (частини територій Донецької та Луганської областей, на яких органи державної влади України тимчасово не здійснюють свої повноваження)
НФК	Нефінансові корпорації
НЕОК	Номинальний ефективний обмінний курс
НКРЕКП	Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сферах енергетики та комунальних послуг
РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
ОЗДП	Облігації зовнішньої державної позики
ОЕСР	Організація економічного співробітництва і розвитку
ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти
ОТП	Основні торговельні партнери
ПДВ	Податок на додану вартість
ПІІ	Прямі іноземні інвестиції
ППП	Податок на прибуток підприємств
РФ	Російська Федерація
СЗДУ	Сектор загального державного управління
СНД	Співдружність Незалежних Держав
США	Сполучені Штати Америки
УКТЗЕД	Українська класифікація товарів зовнішньоекономічної діяльності
ФГВФО	Фонд гарантування вкладів фізичних осіб
ФРС	Федеральна резервна система США
ЦСЕ	Центрально-Східна Європа
EFF	Extended Fund Facility, Механізм розширеного фінансування
FAO	Food and Agriculture Organization, Продовольча та сільськогосподарська організація
PMI	Purchasing Managers' Index
USDA	Міністерство сільського господарства США
млн	мільйон
млрд	мільярд
грн	гривня
дол.	долар США
руб.	російський рубль
МО	готівка
МЗ	грошова маса
в. п.	відсотковий пункт
б. п.	базисний пункт
бар.	барель
р/р	у річному вимірі, річна зміна, до відповідного періоду попереднього року
кв/кв	до попереднього кварталу, у кварталному вимірі
м/м	до попереднього місяця, у місячному вимірі
с/с	у сезонно скоригованому вимірі
п.ш.	права шкала

1. ГОЛОВНЕ

На початку 2018 року інфляційний тиск залишався високим

У березні 2018 року споживча інфляція в річному вимірі уповільнилася до 13.2%. Проте інфляція залишалася вище цілей, установлених [Основними засадами грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу](#) ($7.5\% \pm 2$ в. п. станом на кінець I кварталу 2018 року). Темпи зростання базового ІСЦ також залишалися значними (9.4% р/р).

Основною причиною високої інфляції було продовження стрімкого зростання цін на продукти харчування. Це відбувалося внаслідок зменшення обсягів виробництва окремих видів сільськогосподарської продукції та інтенсивного експорту продовольства, який зумовлює наближення цін в Україні до цін у сусідніх країнах. Також підтримували високий інфляційний тиск подальше зростання виробничих витрат, зокрема через збільшення оплати праці. Вагомий вплив мало й швидке відновлення споживчого попиту завдяки подальшому зростанню доходів домогосподарств. Останньому сприяло стійке зростання заробітних плат унаслідок як чергового підвищення МЗП з початку поточного року, так і звуження ринку праці, у тому числі через міграційні процеси, а також підвищення інших соціальних стандартів, зокрема пенсій у IV кварталі 2017 року.

Натомість посиленню інфляційного тиску, у тому числі фундаментального, протидіяла жорстка монетарна політика.

У I кварталі 2018 року Національний банк продовжив цикл більш жорсткої монетарної політики – двічі підвищив облікову ставку загалом на 250 б.п. до 17% річних. Як і очікувалося, це збільшило привабливість фінансових інструментів у гривні, що в тому числі сприяло припливу іноземного капіталу. Зовнішні умови також залишалися сприятливими: економіки країн – ОТП України впевнено зростали, а ціни на світових товарних ринках залишалися високими. Відповідно, завдяки збільшенню зацікавленості іноземних інвесторів у гривневих цінних паперах та зростанню надходжень валютної виручки від експортерів відбувся злам девальваційного тренду гривні наприкінці січня 2018 року. Посилення гривні як відносно долара США, так і кошика валют країн – торговельних партнерів насамперед відобразалося на цінах палива та імпортованих товарів, а в перспективі має вплинути на інфляційні очікування.

Іншими чинниками уповільнення інфляції були помірніше підвищення цін і тарифів, що регулюються адміністративно, зниження інфляції у країнах – ОТП України, а також уповільнення зростання світових цін на продукти харчування та нафту.

Після значного фіскального імпульсу наприкінці минулого року, на початку 2018 року фіскальна політика була традиційно стриманою. У січні-лютому 2018 року сформувався профіцит зведеного бюджету під впливом помірного збільшення видатків навіть в умовах подальшого підвищення соціальних стандартів (проте не такого різкого як у 2017 році). При цьому доходи зростали також повільно, переважно через дію тимчасових чинників, зокрема налагодження процедур, пов'язаних зі змінами в адмініструванні окремих ключових податків.

Національний банк залишив незмінним прогноз споживчої інфляції – вона буде уповільнюватися і повернеться до цільового діапазону в середині 2019 року

У 2018 році загальна інфляція поступово уповільнюватиметься та досягне 8.9% на кінець року, проте залишатиметься вищою, ніж цільові орієнтири ($6\% \pm 2$ в. п.). На ціни й надалі тиснутимуть:

- швидке зростання споживчого попиту, підтримане збільшенням доходів населення. Стимулюватимуть зростання доходів населення підвищення соціальних стандартів та збільшення заробітної плати в умовах продовження активної трудової міграції;
- подальше підвищення адміністративно регульованих цін під впливом збільшення витрат на заробітну плату у сфері ЖКГ, поступового підвищення світових цін на енергоресурси з відповідним перенесенням на внутрішні ціни та гармонізації ставок тютюнових акцизів з відповідними ставками в ЄС;
- процес наближення українських цін на продовольство до цін у країнах – торговельних партнерах, адже внутрішні ціни залишаються переважно нижчими порівняно з цінами на аналогічні продукти харчування в сусідніх країнах. Крім того, очікується подальше зростання експорту продовольства на тлі активного освоєння українськими виробниками нових ринків.

Натомість очікується певне послаблення тиску з боку світових цін на продовольчі товари в поточному році. Також зміцнення обмінного курсу відносно валют країн – торговельних партнерів у I кварталі 2018 року сприятиме зниженню інфляційного тиску протягом наступних місяців, насамперед за рахунок цін на непродовольчі товари. Зазначене насамперед позначиться на показнику базової інфляції, уповільнення якої буде дещо швидшим, ніж прогнозувалося в січневому Інфляційному звіті – на кінець 2018 року базова інфляція становитиме 7.7%.

Крім того, триватиме дія попередніх підвищень облікової ставки, вплив яких ще не повністю відобразився на процентних ставках банків, зокрема за депозитами.

Надалі зниження інфляції забезпечуватимуть збереження жорсткої монетарної політики, збільшення пропозиції продуктів харчування та нижчі темпи зростання цін на імпортовані товари. У результаті інфляція повернеться до цільового діапазону в середині наступного року і становитиме 5.8% на кінець 2019 року. У 2020 році інфляція уповільниться до 5.0%, що відповідатиме центральному значенню цільового діапазону ($5.0\% \pm 1$ в.п.).

У 2017 році ключовим драйвером зростання ВВП став споживчий попит

У 2017 році українська економіка продовжувала зростати – приріст реального ВВП становив 2.5% (порівняно з 2.4% у 2016 році). Відновлення економіки України відбувалося стрімкіше за очікування та попередні оцінки ДССУ через більш суттєве зростання внутрішнього споживчого попиту та високу інвестиційну активність.

Споживчий попит став основним двигуном зростання реального ВВП у 2017 році та був підтриманий високими темпами збільшення доходів населення. І якщо на початку року імпульс для цього надало двократне підвищення МЗП, то надалі високий попит на робочу силу в умовах подальшої активізації міграційних процесів стимулював збереження значних темпів зростання заробітної плати. Крім того, у IV кварталі відбулося суттєве підвищення середнього розміру пенсійних виплат внаслідок проведення пенсійної реформи.

Разом з тим, збереження диспропорцій між попитом та пропозицією на ринку праці зумовило підвищення рівня безробіття.

Вагомим рушієм економічного зростання залишилося нарощення інвестицій, яке спостерігалася в переважній більшості видів діяльності. Високій інвестиційній активності сприяли подальше поліпшення ділових очікувань та фінансових результатів підприємств, а також активне фінансування урядом інфраструктурних проектів.

Зростання внутрішнього попиту та зовнішнього товарообороту сприяли поліпшенню показників торгівлі, транспорту та переробної промисловості. Зростання в будівництві та операціях з нерухомим майном прискорилося та відображало високу інвестиційну активність. Поліпилися показники сектору послуг у цілому, особливо в другому півріччі. Це компенсувало зниження ВДВ у сільському господарстві (через нижчий урожай зернових та олійних порівняно з рекордними показниками 2016 року) і в енергетиці, а також поглиблення падіння в добувній промисловості.

Також у другій половині 2017 року відновилося зростання експорту товарів і послуг у реальному вимірі внаслідок стрімкого поліпшення зовнішньої кон'юнктури (як попиту, так і цін), розширення поставок вітчизняної продукції на ринки ЄС та адаптації українських підприємств після розриву виробничо-торговельних зв'язків з НКТ. Водночас ситуація з НКТ продовжувала позначатися на зростанні імпорту, зокрема енергетичного (насамперед вугілля), а поживалення внутрішнього попиту – на неенергетичному імпорті (як споживчих, так і інвестиційних товарів). У результаті, це зумовило подальше розширення дефіциту зовнішньої торгівлі.

Подальше нарощення грошових переказів сприяло розширенню профіциту рахунків первинних та вторинних доходів. Водночас Національний банк здійснив дооцінку обсягу приватних грошових переказів в Україну за 2015 – 2017 роки, урахувавши в методологічних змінах суттєву активізацію міграційних потоків українських працівників за останні три роки. У результаті, за новими оцінками розмір дефіциту поточного рахунку збільшився з 1.4% ВВП у 2016 році до 1.9% ВВП у 2017 році (порівняно з 3.7% ВВП в обидва роки за старою методологією).

У I кварталі 2018 року, за оцінками Національного банку, реальний ВВП зріс на 2.3% у річному вимірі. Внутрішній попит, як споживчий, так і інвестиційний, залишився основним рушієм економічного зростання. Підтримували зростання подальше підвищення доходів населення, високі ділові очікування, а також сприятливі зовнішньоекономічні умови. Крім того, певний внесок мало й зниження бази порівняння під впливом розриву виробничо-логістичних зв'язків з НКТ минулого року, однак прояв цього чинника повною мірою очікується в наступних кварталах. Дещо стримувало економічну активність погіршення погодних умов наприкінці кварталу.

Збереження сприятливих зовнішньоекономічних умов та попиту на окремі товари з боку країн ЄС на початку 2018 року забезпечувало стійке зростання експорту товарів. Однак темпи зростання імпорту були вищими через активний споживчий попит на тлі зміцнення гривні. У результаті в січні-лютому 2018 року дефіцит торгівлі товарами збільшився до 1.3 млрд дол. Подальше нарощення грошових переказів сприяло зростанню профіциту рахунків первинних та вторинних доходів і, як наслідок, сальдо поточного рахунку в січні-лютому, як і в минулому році, залишалось близьким до нуля.

Національний банк залишив незмінним прогноз економічного зростання на 2018 – 2020 роки

Як і раніше, Національний банк прогнозує прискорення зростання реального ВВП у 2018 році до 3.4%. Основним драйвером зростання економіки залишатиметься приватне споживання завдяки збереженню високих темпів зростання реальних зарплат на тлі активних міграційних процесів. Також цьому сприятиме пом'якшення фіскальної політики через підвищення соціальних стандартів. Очікується збереження активної інвестиційної діяльності підприємств.

У 2019 – 2020 роках зростання реального ВВП дещо уповільниться (до 2.9%). Це відбуватиметься через послаблення впливу фіскального пом'якшення та достатньо жорстку монетарну політику з огляду на необхідність повернення споживчої інфляції до цільового рівня. Цей прогноз виходить з консервативних припущень щодо прогресу в структурних реформах з відповідним повільним підвищенням довгострокового потенціалу економіки. У разі рішучішого проведення реформ темпи зростання можуть бути вищими.

Експорт зростатиме через сприятливі умови торгівлі, високий урожай, розширення доступу українських підприємств до зовнішніх ринків. Додатковим чинником буде відновлення виробництва в окремих галузях промисловості, які раніше знизили випуск у зв'язку з обмеженням доступу до продукції підприємств, розташованих на НКТ. Водночас імпорт зростатиме внаслідок підвищення внутрішнього споживчого й інвестиційного попиту та поступового зміцнення

реального ефективного обмінного курсу. Зростання надходжень від трудових мігрантів через продовження міграційних процесів, у тому числі внаслідок лібералізації норм працевлаштування у країнах-сусідах, частково компенсуватиме розширення дефіциту зовнішньої торгівлі. Як наслідок, дефіцит поточного рахунку платіжного балансу розширюватиметься помірно – до 2.6% від ВВП у 2020 році.

Ключовим припущенням макроекономічного прогнозу залишається подальша співпраця з Міжнародним валютним фондом. Це дасть змогу зберегти доступ до офіційного фінансування і від інших організацій, а також до міжнародних ринків капіталу на прогнозованому горизонті.

У поточному році Національний банк очікує надходження близько 2 млрд дол. від МВФ, а також отримання урядом кредитів від ЄС та Світового банку. Це дасть змогу збільшити міжнародні резерви до 21.6 млрд дол. на кінець 2018 року. Однак у 2019 та 2020 роках через пікові виплати за зовнішнім державним боргом очікується формування дефіциту зведеного платіжного балансу та скорочення міжнародних резервів.

У 2018 році збільшення видатків на соціальні напрями (підвищення пенсій і заробітних плат бюджетним працівникам, анонсоване подальше зростання соціальних стандартів) зумовлять розширення бюджетного дефіциту. Високий рівень соціальних видатків обмежуватиме можливості держави здійснювати видатки розвитку через необхідність утримання дефіциту СЗДУ відповідно до зобов'язань перед МВФ. Проте, капітальні видатки залишатимуться на рівні близько 3% ВВП.

Зростання бюджетних витрат значною мірою компенсуватиметься збільшенням надходжень від податків за рахунок високих темпів зростання номінальної заробітної плати в економіці та високого внутрішнього попиту. Дефіцит бюджету СЗДУ на всьому прогнозованому періоді очікується в межах 2.0 – 2.6% ВВП, а первинне сальдо збережеться додатним, проте скорочуватиметься у зв'язку зі зниженням видатків на обслуговування боргу.

Державний та гарантований борг у відсотках до ВВП знижуватиметься протягом усього прогнозованого періоду. Цьому сприятимуть високі темпи зростання номінального ВВП, відносно низька волатильність обмінного курсу, а також поступове скорочення зовнішнього державного боргу на тлі значних виплат державного сектору.

Основним економічним ризиком для реалізації зазначеного прогнозного сценарію Національний банк вважає відсутність прогресу в проведенні структурних реформ, необхідних для збереження макрофінансової стабільності та подальшої співпраці з МВФ на тлі високих обсягів погашення зовнішніх боргів у наступних роках. Відтермінування необхідних кроків для відновлення співпраці з офіційними кредиторами звужує вікно можливостей у залученні необхідного фінансування для здійснення пікових виплат за державним боргом у 2018 – 2020 роках. Тому, на думку Національного банку, для збереження макрофінансової стабільності України критично важливим є невідкладна активізація зусиль для продовження співпраці з МВФ.

Також вагомим ризиком для уповільнення інфляції є проведення урядом більш м'якої фіскальної політики. Зокрема подальше збільшення соціальних видатків вищими темпами, ніж загальне зростання продуктивності праці в економіці, може посилити інфляційний тиск.

У зовнішньому середовищі суттєво посилюються ризики широкомасштабних торговельних війн, що можуть зумовити різкі коливання цін на світових товарних ринках, погіршити умови доступу українського експорту на зовнішні ринки та зменшити валютні надходження. Розворот сприятливих тенденцій, що спостерігались у світовій економіці та на товарних ринках з початку 2016 року, може призвести до значних негативних наслідків для економічної активності та стану валютного ринку в Україні, економіка якої залишається дуже вразливою до зміни світової кон'юнктури.

Монетарна політика буде помірно жорсткою на прогнозованому горизонті для повернення інфляції до цільової траєкторії

Відповідно до базового сценарію макроекономічного прогнозу Національного банку, жорсткість монетарної політики є достатньою для зниження інфляції в середньостроковій перспективі. Виходячи з цього, 12 квітня 2018 року Правління Національного банку України прийняло рішення залишити облікову ставку незмінною на рівні 17.0% річних.

Однак у разі подальшого посилення фундаментальних інфляційних ризиків, Національний банк може продовжити підвищення облікової ставки для повернення інфляції до встановлених середньострокових цілей. Водночас Національний банк, як і раніше, буде балансувати між необхідністю, з одного боку, знизити інфляцію та, з іншого боку, мінімізувати негативні короткострокові наслідки для економічного зростання та відновлення кредитування.

2. ПОТОЧНА ЕКОНОМІЧНА СИТУАЦІЯ

2.1. ЗОВНІШНЄ СЕРЕДОВИЩЕ

Зовнішні умови для української економіки залишалися сприятливими завдяки впевненому зростанню економік країн – ОТП України та позитивній у цілому цінній кон'юктурі на світових товарних ринках. Так у IV кварталі 2017 року середньозважені річні темпи економічного зростання країн – ОТП України залишалися одними з найвищих за останні шість років. Цьому сприяли зростання попиту та інвестицій на тлі поживавлення світової торгівлі. Певне уповільнення порівняно з попереднім кварталом значною мірою відображало вичерпання сприятливого ефекту бази порівняння для окремих країн, зокрема Туреччини та низки країн ЦСЄ, та помірні темпи відновлення економіки РФ. Наявні дані за I квартал 2018 року свідчать про збереження стійких темпів зростання глобальної економіки.

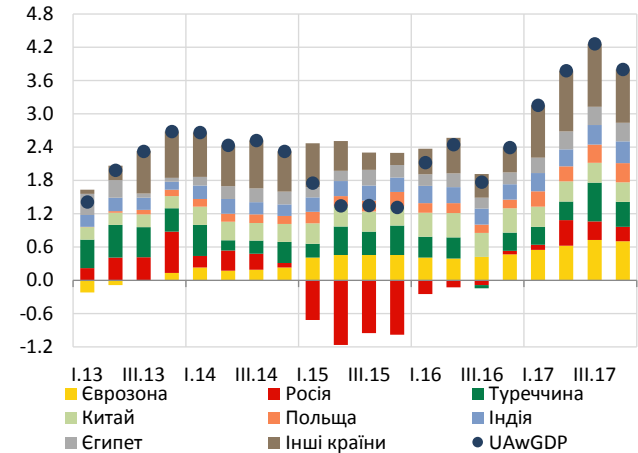
Значний світовий попит підтримав високі ціни на сировинні товари. Водночас суттєвий вплив мали фактори, характерні лише для окремих ринків, зокрема, несприятливі погодні умови на початку 2018 року для врожаю зернових у низці регіонах світу, дія обмежень на виробництво сталі в Китаї, високий рівень виконання угоди ОПЕК+ та скорочення запасів нафти в США. Зростання агрегованого індексу зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСPI²) у I кварталі 2018 року прискорилося.

Натомість на світових фінансових ринках у I кварталі умови стали більш жорсткими. Це зумовлено подальшим посиленням монетарної політики ФРС та турбулентністю на світових фондових ринках. Останнє спричинено зростанням напруженості в міждержавних торговельних відносинах та розпродажем акцій технологічних компаній на тлі побоювань уведення більш жорсткого регулювання цього сектору. Попри це активи країн, ринки яких розвиваються, виявили певну стійкість. Збереження інтересу інвесторів до активів цієї групи країн на тлі послаблення долара США та зростання цін на сировинні товари зумовило зміцнення більшості валют країн, ринки яких розвиваються.

Зростання світової економіки набуло стійкого характеру завдяки розширенню попиту, нарощенню інвестицій та збільшенню торгівлі. При цьому відбувається синхронне зростання економік розвинених країн та країн, ринки яких розвиваються. Темпи зростання світового ВВП за IV квартал 2017 року були одними з найвищих з 2011 року, а дані PMI та світової торгівлі свідчать про продовження позитивної тенденції і на початку 2018 року. Так, глобальний показник ділової довіри та глобальний композитний PMI промисловості у I кварталі 2018 року залишалися на найвищих за останні три роки рівнях. У секторі послуг зростання відбувалося більш швидкими темпами, ніж у виробничому секторі, що відображає суттєвий вплив розширення попиту на світову економіку. Випереджаючий індикатор світової торгівлі (WTOI) у I кварталі 2018 року свідчить про високі результати авіа- та контейнерних перевезень, а також експортних замовлень.

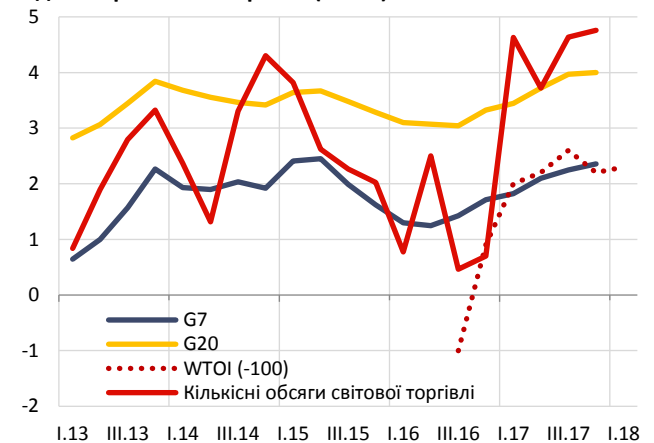
Циклічний підйом у США продовжувався завдяки зростанню споживчих витрат, інвестицій та загалом поліпшенню ділових

Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України (індекс UAwGDP), % річна зміна і внески окремих країн, в. п.



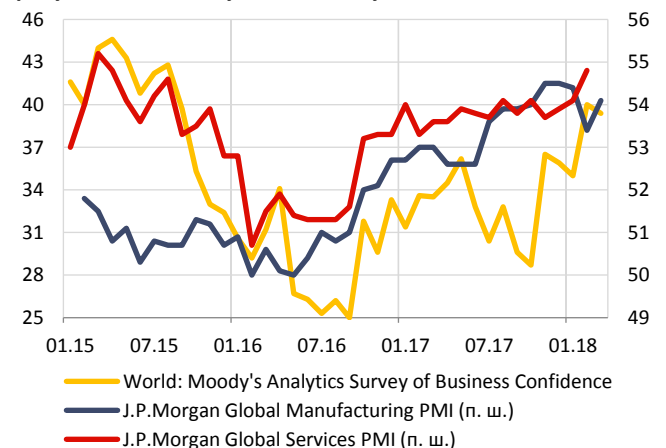
Джерело: розрахунки НБУ.

Реальний ВВП окремих груп країн (% річна зміна), обсяги світової торгівлі (% річна зміна) та випереджаючий індикатор світової торгівлі (WTOI)



Джерело: ОЕСР, СОР.

Глобальний PMI та рівень ділової довіри за результатами опитування Moody's



Джерело: Markit, Moody's.

² Додатково про індекс ЕСPI див. Макроекономічний та монетарний огляд (лютий 2016 року).

настроїв унаслідок введення нової податкової реформи. Ринок праці дедалі зміцнювався: збільшувалася кількість робочих місць, безробіття залишилося нижче довгострокового рівня. Звуження ринку праці зумовлювало прискорення зростання заробітної плати. За таких умов ФРС продовжила поступове підвищення процентної ставки. У результаті, за винятком окремих періодів, інтерес іноземних інвесторів до фінансових активів США залишався суттєвим, а спреди між доходністю за державними та корпоративними цінними паперами поступово звужилися.

Темпи економічної активності Єврозони прискорилися в другій половині 2017 року і перевищували темпи зростання потенційного ВВП більш ніж на один відсотковий пункт³. Значний циклічний імпульс та збільшення завантаженості виробничих потужностей були фундаментальними факторами стійкого зростання. На початку 2018 року зростання обсягів виробництва та нових замовлень, за даними PMI, залишалося одним з найвищих за останні 18 років. Зростання було широкомасштабним за всіма секторами економіки та стосувалося всіх країн об'єднання. Збільшення зайнятості підтримало приватне споживання, а все ще м'які фінансові умови стимулювали інвестиції в бізнес.

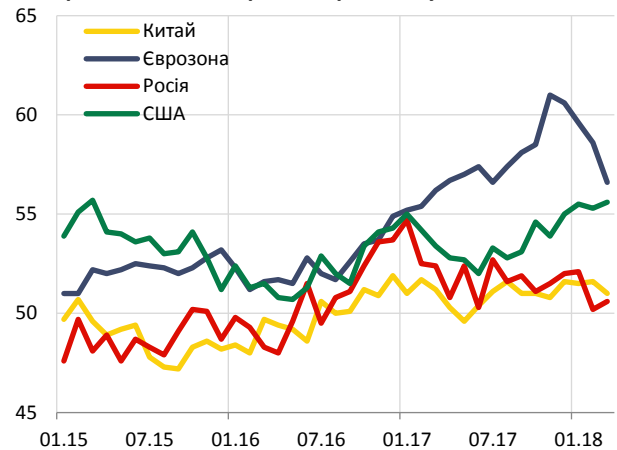
Пожвавлення глобальної ділової активності стимулювало розширення експорту Єврозони, країн ЦСЄ, СНД та Азії, що позитивно вплинуло на економічне зростання цих країн. Додатковими факторами були поліпшення на ринку праці, що сприяло збільшенню споживчих витрат, та зростання інвестицій на тлі поліпшення ділових настроїв. Винятком залишалася РФ через суттєве падіння в добувній галузі та слабке зростання інвестицій.

Попри стійке зростання економічної активності інфляційний тиск з боку країн – ОТП України, виражений індексом UAwCPI⁴, у I кварталі 2018 року продовжив послаблюватися. Інфляція знижувалася майже в усіх країнах – ОТП, за винятком країн Азії. Причому в Єврозоні та Росії інфляція залишалася суттєво нижче цільових показників. Натомість у Китаї, Індії та Японії зростання споживчих цін пришвидшилося через підвищення темпів зростання цін на продукти харчування.

Значний світовий попит підтримав високі ціни на сировинні товари. У I кварталі 2018 року зовнішні цінові умови для українських експортерів поліпшилися насамперед унаслідок збільшення цін на чорні метали, залізну руду та зернові попри певну корекцію на окремих ринках наприкінці кварталу.

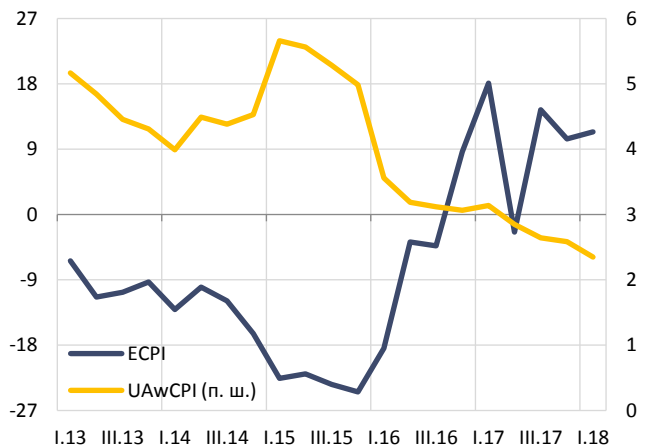
Світові ціни на сталь залишалися на високому рівні на тлі дії обмежень на виробництво сталі в Китаї та підтримували ціни на залізну руду. Крім того, в європейському регіоні сприятлива ділова кон'юнктура, зміцнення євро та дієва антидемпінгова політика сприяли стабільно високому попиту на сталеву продукцію (особливо з боку Австрії, Німеччини та Італії) та забезпечили певне зростання цін на неї. Починаючи з другої половини березня ціни на сталеву продукцію дещо зменшилися внаслідок поступового відновлення виробництва Китаєм. Додатковим фактором, що неоднозначно був сприйнятий ринком, стало введення США імпортного мита на сталь та алюміній.

PMI промисловості окремих країн світу, п.



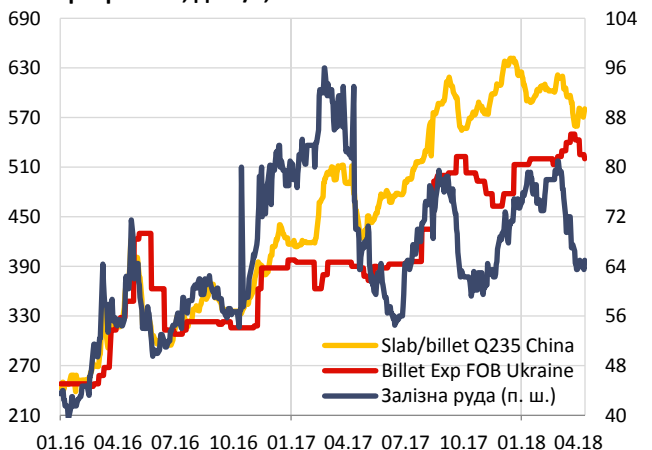
Джерело: IHS Markit.

Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСPI) та середньозважений показник ІСЦ країн – ОТП України (UAwCPI), % річна зміна



Джерело: розрахунки НБУ.

Ціни Китаю та України на окремі сталеві напівфабрикати, дол./т, станом на 11.04.2018



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

³ https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180314_1.en.html

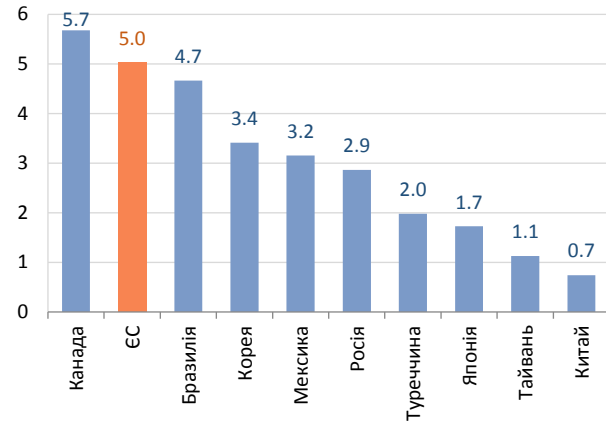
⁴ Додатково про індекс UAwCPI див. Інфляційний звіт (квітень 2016 року).

Вставка: Особливості останніх змін у торговельній політиці США

23 березня 2018 року США ввели в дію додаткові імпорتنі мита⁵ на сталь (25%) та алюміній (10%) у цілях захисту внутрішнього ринку. Мита поширюються на товари всіх країн, хоча для Канади та Мексики рішення було відтерміновано до узгодження позицій щодо дії угоди NAFTA, для ЄС, Австралії, Аргентини та Бразилії – до 01 травня 2018 року з метою узгодження довгострокових позицій. Інші країни мають змогу домовитися зі США про винятки за умови обґрунтування, що їх продукція є унікальною для ринку США та не загрожує національній безпеці країни.

Вплив такого рішення на економіку США є неоднозначним. З одного боку, є ймовірність нарощення обсягів виробництва металургійної галузі, з іншого – стрімкого зростання цін, зокрема через збільшення собівартості виробів суміжних галузей (будівництва, машинобудування, виробництва металевих виробів тощо). За таких умов зростатиме інфляційний тиск, що змушуватиме ФРС більш жорстко реагувати. Це, у свою чергу, призведе до зміцнення долара США й втрати експортом конкурентоспроможності. Крім того, схожі дії вже були здійснені у 2002 році, однак вони не мали позитивного ефекту⁶. Саме тому інвестори очікують негативний вплив цього заходу на економіку США. Як наслідок, у березні промисловий індекс Dow Jones скоротився на 5.6%.

Найбільші імпортери сталі США в 2017 році, млн т



Джерело: U.S. Commerce Department.

Усі країни – експортери сталі в США негативно відреагували на запровадження імпорتنих мит. Причому очікуваний вплив на окремі країни є різним. Наприклад, для Китаю ці заходи є не настільки відчутними, оскільки обсяги їх експорту й так зменшилися за останній рік. Натомість для ЄС цей захід є доволі болісним в умовах слабкого відновлення сталеливарної галузі. За оцінками Європейської асоціації виробників сталі Eurofer, введення мит може призвести до появи вивільнених додаткових 13 млн т сталі на ринку ЄС (близько 8% від внутрішнього попиту) та спровокувати зниження цін на внутрішньому ринку. Саме тому країни – експортери сталі пообіцяли ввести контрзаходи проти виробів зі США. Ці заходи стосуються не лише сталі, а й інших товарів, які є суттєвими для США, зокрема агропромислових. Так, Китай ввів мита на 128 американських товарів загальною вартістю 3 млрд дол.

Для обґрунтування застосування імпорتنих мит США використали статтю 232 Закону про розширення торгівлі від 1962 року щодо впливу імпорту на національну безпеку країни. Ураховуючи, що СОТ має мінімальний вплив на введення мит країною з міркувань національної безпеки, іншим країнам важко буде скористатися правилами цієї організації для його заперечення. Більш того, питання національної безпеки є доволі широким та неоднозначним, тому ця стаття достатньо рідко використовувалася.

Також США оголосили про наміри додатково ввести імпорتنі тарифи проти Китаю (загальною вартістю 50 млрд дол.) через підозру в порушенні використання американських прав інтелектуальної власності. У свою чергу, Китай додатково повідомив про можливість введення мит на соєві боби загальною вартістю 14 млрд дол. та відмови від подальшого викупу казначейських цінних паперів США.

У результаті, зріс ризик розгортання повномасштабних торговельних війн. Своє занепокоєння розвитком подій уже висловили представники СОТ та МВФ. Поява глобальних торговельних війн зазвичай призводить до негативних наслідків для всієї світової економіки через зменшення міжнародної торгівлі та зниження цін на товарних ринках. Наприклад, прогнозоване обмеження поставок алюмінієвої фольги і сталі з Китаю в США зменшить попит Китаю на вугілля з Австралії та деяких інших країн. За оцінками Bloomberg Economics, підвищення США імпорتنих мит на 10% за умови відповідних заходів інших країн призведе до скорочення світового ВВП на 0.5% до 2020 року порівняно з базовим прогнозом, а глобальна торгівля зменшиться на 3.7% відповідно. Причому вплив на глобальну економіку відчуватиметься вже у 2018 році.

Оцінка інвесторами найбільших ризиків для ринків за результатами опитування Bank of America Merrill Lynch

What do investors consider to be the biggest risks to the markets?



- Trade war: 30%
- Inflation: 23%
- Slowdown in global growth: 16%

BofA Merrill Lynch Global Research
March Fund Manager Survey

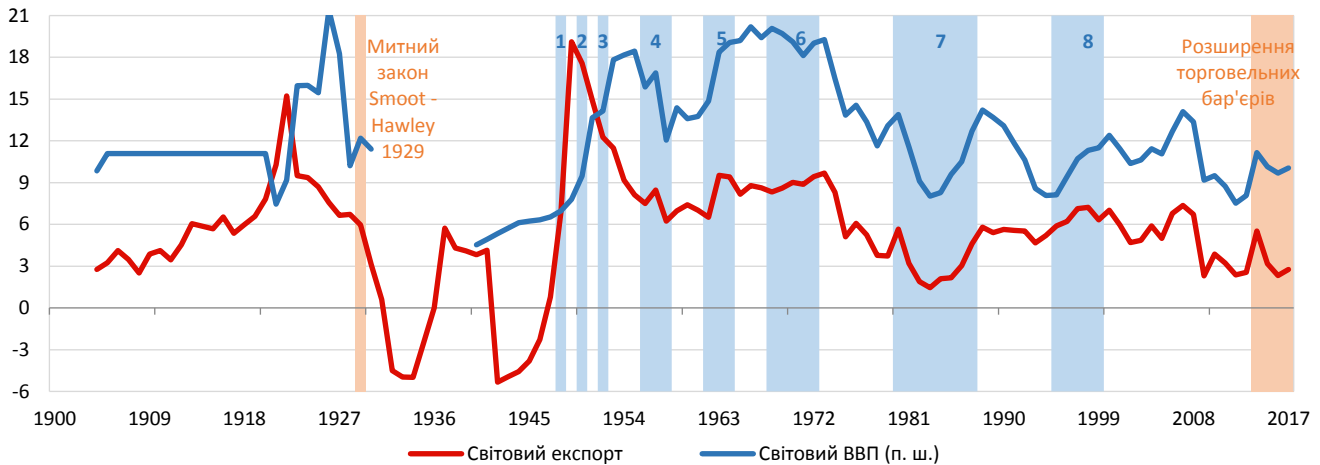
Bank of America
Merrill Lynch

Джерело: <https://twitter.com/bofam1> від 21.03.2018.

⁵ На кінець 2017 року в США вже діяли різні мита щодо 60% імпорту сталі: відносно 94% імпорту сталі з Китаю та 54% - з інших країн.

⁶ United States International Trade Commission (September 2003). "Volume III: Executive Summaries and Investigation No. 332-452 (Report and Appendices)." Monitoring Developments in the Domestic Industry (Investigation No. TA-204-9) and Steel-Consuming Industries: Competitive Conditions with Respect to Steel Safeguard Measures (Investigation No. 332-452) / https://www.usitc.gov/publications/332/3632/pub3632_vol3_all.pdf

Світовий експорт та світовий ВВП, % річна змінна (плинна за п'ять років) та основні періоди зміни тарифної політики*



Поля блакитного кольору відображають послаблення тарифних бар'єрів, оранжевого – посилення.

*Імплементация тарифної політики (спрощення):

- | | |
|------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|
| 1 – Тарифна конференція в Женеві - 1948 – 23 країни | 5 – Діллон раунд – 1962 – 1964 – 26 країн |
| 2 – Тарифна конференція в Аннесі – 1950 – 13 країн | 6 – Кеннеді раунд – 1968 – 1972 – 62 країни |
| 3 – Тарифна конференція в Торкі – 1952 – 38 країн | 7 – Токійський раунд – 1980 – 1987 – 102 країни |
| 4 – Тарифна конференція в Женеві – 1956 – 1958 – 23 країни | 8 – Уругвайський раунд – 1995 – 1999 – 123 країни |

Джерело: Світовий банк, Світова організація торгівлі, Каліфорнійський державний університет Нортріджа.

Для України прямий вплив від уведених США імпорتنних мит на сталь та алюміній буде незначним, адже частка США у загальному експорті українських товарів становить лише близько 2%, а в експорті чорних металів та продуктів із них – близько 6% (за результатами 2017 року). Однак негативний вплив може бути відчутним через вторинні ефекти – уведення контрзаходів іншими країнами, що призведе до падіння світових цін на товарних ринках та уповільнення темпів зростання світової економіки. Певним компенсатором такого впливу може бути розширення Україною частки на ринках агропродукції в тих країнах, які вводять контрзаходи проти США, зокрема в ЄС та Китаї.

На світовому ринку зерна в I кварталі 2018 року ціни на пшеницю та кукурудзу стрімко зросли. Вагомою причиною такої динаміки було погіршення погодних умов, що призвело до зменшення обсягів другого врожаю зернових у країнах Латинської Америки та погіршення оцінок урожаю озимих у США та ЄС. Додатковим фактором було подальше нарощення попиту на зернові, зокрема з боку країн Близького Сходу та Індії. Водночас на тлі поліпшення погодних умов та покращення оцінок майбутнього врожаю зернових, зокрема в країнах Латинської Америки, ціни наприкінці кварталу скоригувалися.

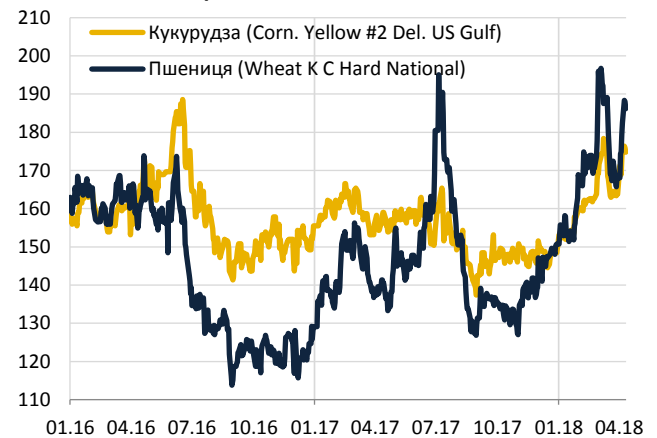
Ціни на нафту, досягнувши психологічної позначки в 70 дол./бар. на початку кварталу, надалі коливалися навколо 65 дол./бар. Підтримку цінам надавали:

- стрімке скорочення запасів нафти в терміналі Кушинга в США через збільшення попиту внаслідок погіршення погодних умов;
- високий рівень виконання угоди ОПЕК+ (у середньому з початку року близько 130%);
- перебої з постачанням та видобутком нафти в окремих країнах Близького Сходу через військові конфлікти.

Натомість нарощення бурової активності США, що дало змогу країні досягнути найбільших обсягів видобутку нафти за свою історію, та збільшення обсягів видобутку в Росії дещо скоригувало ціни.

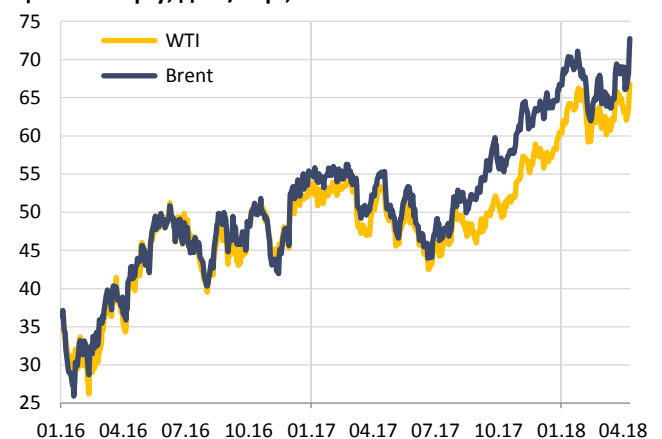
Ситуація на світових фінансових ринках у I кварталі 2018 року характеризувалася підвищеною волатильністю. Уперше за останні чотири роки відбулося стрімке зростання дохідності за довгостроковими державними цінними паперами США, яке мало вплив і на цінні папери інших країн (дохідність

Світові ціни на зернові, дол./т, станом на 11.04.2018



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

Ціни на нафту, дол./бар., станом на 11.04.2018



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

довгострокових облігацій уряду Німеччини підвищилася до найвищого рівня з вересня 2015 року). Це було зумовлено:

- коментарями ФРС за результатами засідання у січні щодо перспектив прискорення інфляції з наближенням до рівня орієнтиру в 2% та сигналами ФРС щодо підвищення ставки в березні (як наслідок, зміцнилися очікування щодо чотирьох підвищень ставки ФРС у 2018 році);
- статистикою ринку праці, зокрема найвищих темпів зростання заробітної плати за період з 2009 року. Це викликало занепокоєння інвесторів можливим ще більш швидким посиленням політики ФРС (з урахуванням імовірного перегріву економіки під впливом податкових стимулів);
- планами Казначейства США наростити емісію облігацій удвічі для фінансування зростаючого бюджетного дефіциту (до 1.25 трлн дол. – обсяги, які за оцінками експертів перевищують потреби ринку);
- очікуваним зменшенням обсягів купівлі ФРС казначейських облігацій (на 230 млрд дол. у поточному році).

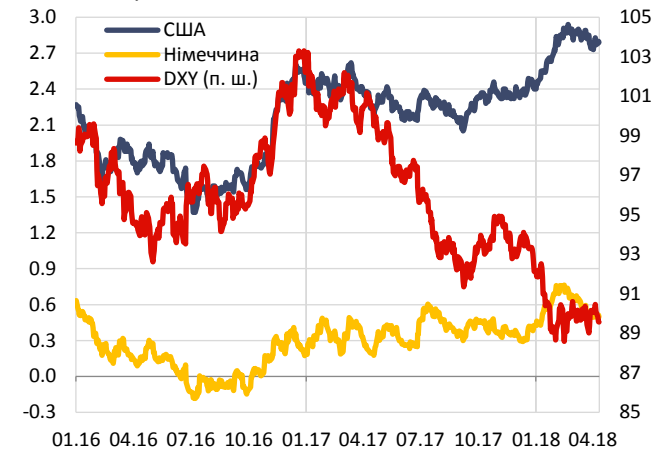
Негативною реакцією учасників ринку на стрімке зростання доходності державних облігацій був панічний розпродаж на ринку акцій. Настільки масштабного та різкого падіння американських акцій (з рекордного максимуму на понад 10% за менше ніж два тижні) не траплялося з 1928 року. Попри підтримку позитивних макроекономічних даних, надалі фондові індекси провідних країн продовжували знижуватися через зростання напруженості у світових торговельних відносинах та розпродаж акцій технологічних компаній. Стрімке падіння останніх відбулося через побоювання введення більш жорсткого регулювання цього сектору після повідомлень про потенційні порушення конфіденційності особистих даних користувачів соціальних мереж.

Натомість фінансові активи країн, ринки яких розвиваються, виявили певну стійкість до посилення турбулентності на світових фінансових ринках. Збереженню зацікавленості інвесторів в активах цієї групи країн сприяли:

- знецінення долара США на світових фінансових ринках у зв'язку зі зростанням ризиків розв'язання торговельних війн та після коментарів голови Казначейства США С. Мнучина щодо позитивного впливу слабого долара на економіку країни;
- зростання попиту та цін на світових товарних ринках;
- інвестиційна привабливість цих країн завдяки позитивній різниці в темпах економічного зростання та високому рівню доходності активів цієї групи країн;
- поліпшення в останні місяці суверенних рейтингів деяких країн з цієї групи, зокрема Індії, Індонезії та Філіппін.

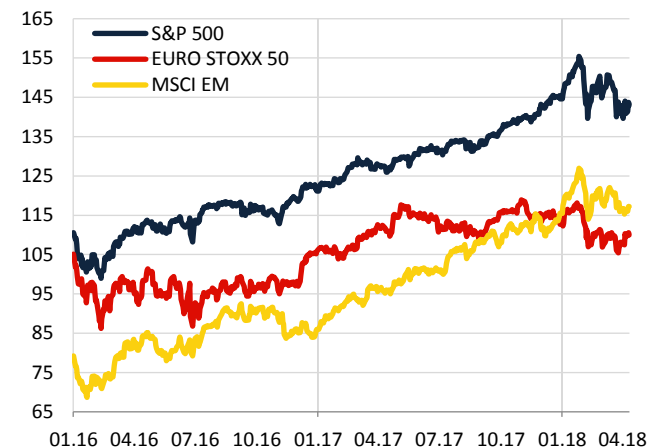
Знецінення долара США до кошика провідних валют, високі світові ціни на товарних ринках та збереження зацікавленості інвесторів у активах країн, ринки яких розвиваються, призвели до посилення більшості валют цієї групи країн до долара США.

Доходність 10-річних державних облігацій США та Німеччини, станом на 11.04.2018



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

Індекси світового фондового ринку, 01.01.2014 = 100, станом на 11.04.2018



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

Зміна обмінних курсів валют окремих країн, ринки яких розвиваються, до долара США (на кінець періоду), %



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

2.2. ВНУТРІШНЯ ЕКОНОМІКА

2.2.1. ІНФЛЯЦІЙНИЙ РОЗВИТОК

На початку 2018 року інфляційний тиск залишався високим. Хоча в березні споживча інфляція в річному вимірі уповільнилася до 13.2%, такий показник все ще перевищував цілі, установлені [Основними засадами грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу](#) (7.5% \pm 2 в. п. станом на кінець I кварталу 2018 року).

Високі показники інфляції були зумовлені дією низки факторів:

- звуження пропозиції окремих видів сільськогосподарської продукції на внутрішньому ринку як через зменшення обсягів їх виробництва, так і значних обсягів експорту. Хоча вплив останнього чинника частково стримувався уповільненням зростання світових цін на продукти харчування, тривають процеси наближення (конвергенції) цін на українські продукти до цін у сусідніх країнах;

- подальше зростання виробничих витрат, зокрема на оплату праці;

- швидке розширення споживчого попиту, у тому числі через подальше підвищення МЗП з початку року, а також підвищення урядом інших соціальних стандартів, у тому числі пенсій у IV кварталі 2017 року.

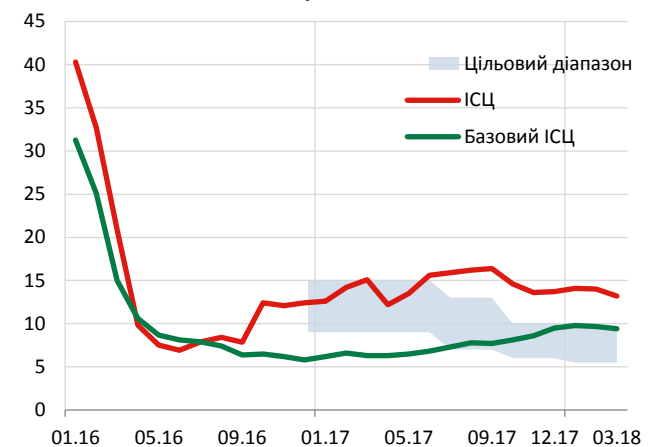
Натомість стримували посилення інфляційного тиску, у тому числі фундаментального, жорстка монетарна політика, послаблення впливу від підвищення цін і тарифів, що регулюються адміністративно, корекція цін на нафту, уповільнення інфляції у країнах – ОТП України та уповільнення зростання світових цін на продукти харчування. Наразі вплив від жорсткої монетарної політики найвідчутніше проявився через канал обмінного курсу гривні, сприяючи його зміцненню з кінця січня 2018 року.

Базова інфляція

Базова інфляція в річному вимірі в березні 2018 року залишилася практично на рівні грудня 2017 року (відповідно 9.4% р/р та 9.5% р/р), що майже повністю відповідало прогнозу НБУ. Фундаментальний інфляційний тиск залишився значним, про що свідчили також й альтернативні показники базової інфляції⁷.

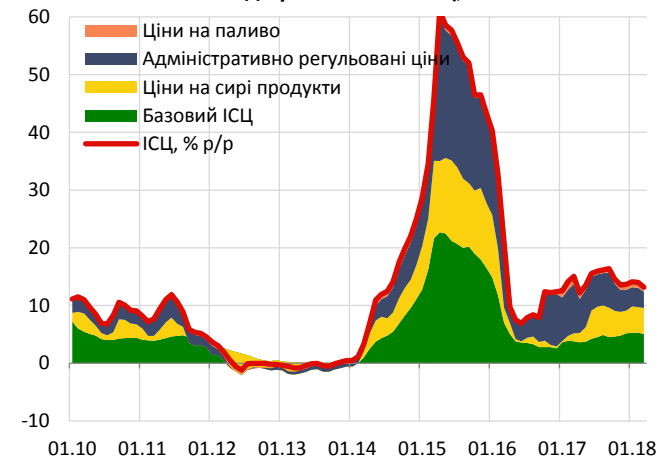
Високі показники базової інфляції в I кварталі насамперед стали наслідком значних темпів зростання вартості ринкових послуг, що в березні збільшилися до 14.9% р/р (порівняно 14.6% р/р у грудні 2017 року). Високі темпи зростання спостерігалися за більшістю видів послуг, а найбільший внесок мало підвищення тарифів на утримання будинків та прибудинкових територій, зростання вартості освіти, мобільного зв'язку та послуг закладів громадського харчування. Як і в попередні періоди, високі темпи зростання вартості таких послуг пояснюються передусім розширенням споживчого попиту та збільшенням виробничих витрат. Так, згідно з результатами [опитувань щодо ділових очікувань](#),

Індекси споживчих цін, % річна зміна



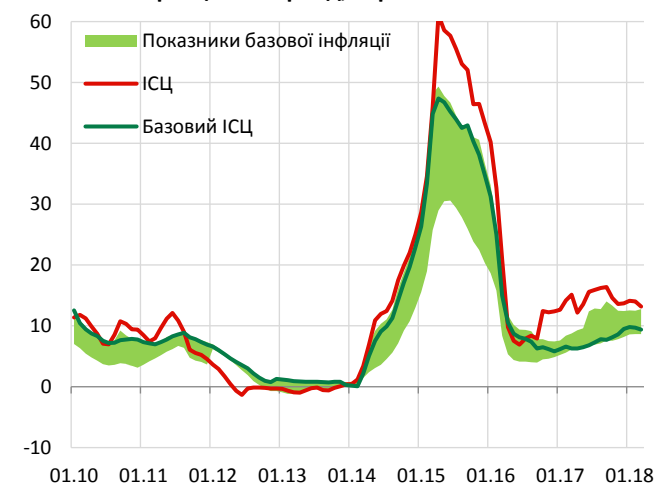
Джерело: ДССУ.

Внески компонентів до річної зміни ІСЦ, в. п.



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Основний інфляційний тренд, % річна зміна



* Зелене поле – діапазон показників базової інфляції.

Джерело: розрахунки НБУ.

⁷ Детальніше – в Інфляційному звіті за січень 2017 року (стор. 20 – 21).

підприємства, що займаються оптовою та роздрібною торгівлею, поштовою та телекомунікаційною діяльністю, зазначають суттєве збільшення впливу вартості трудових ресурсів на вартість своїх послуг. Зокрема у I кварталі 2018 року 52 – 60% респондентів зазначили важливість цього фактора, тоді як у цей же період 2017 року – 42 – 48%, а 2016 року – лише 26%.

Значний внесок у базову інфляцію протягом I кварталу також мало зростання цін на продукти харчування з високим ступенем обробки (11.8% р/р). Це, у свою чергу, також пов'язано зі збільшенням виробничих витрат, у тому числі через вторинні ефекти від підвищення цін на відповідні сирі продукти, зростання витрат на оплату праці, а також збільшення цін на паливо в попередні періоди. Крім того, вагомий внесок мав і споживчий попит, адже споживання продуктів харчування має одну із найвищих еластичностей за доходами в країнах, що розвиваються (наприклад, див. [Seale, 2003](#), [McEachern, 2009](#)). Так при зростанні доходів домогосподарства з низьким рівнем добробуту у короткостроковому періоді насамперед збільшують обсяги споживання продуктів харчування. Додатковими чинниками високих цін на м'ясні (20.8% р/р) та молочні (14.6% р/р) продукти залишалися зниження обсягів виробництва у тваринництві та значні обсяги експорту цієї продукції.

Зростання споживчого попиту також зумовило прискорення зростання цін на непродовольчі товари, однак у цілому темпи їх зростання залишилися помірними (4.0% р/р у березні порівняно з 3.3% р/р у грудні 2017 року). Оскільки переважна частина цих товарів імпортується, темпи зростання цін на них стримувалися завдяки сприятливій ситуації на валютному ринку у лютому-березні та сповільненню інфляції в країнах – ОТП України. Зокрема суттєво сповільнилося зростання цін на одяг і взуття (до 0.5% р/р).

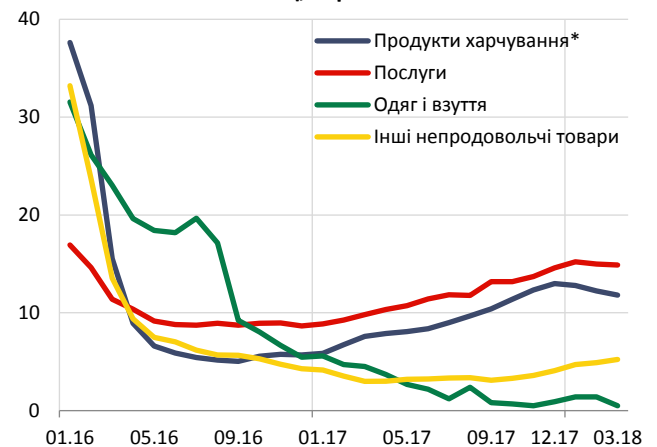
У I кварталі 2018 року тривало поступове погіршення інфляційних очікувань, що почалося у вересні 2017 року. Крім високих поточних показників зростання цін, на них також позначилися коливання на валютному ринку, заяви уряду щодо збільшення соціальних стандартів, а також збільшення виробничих витрат. Зокрема згідно з результатами [опитувань щодо ділових очікувань у I кварталі 2018 року](#) на думку підприємств на споживчу інфляцію посилюється вплив факторів “вартість трудових ресурсів”, “курс гривні до іноземних валют”, “ціни на сировину та матеріали”, “ціни на енергоносії”.

Небазова інфляція

Небазова інфляція уповільнилася до 17.9% р/р (19.4% р/р у грудні 2017 року) за рахунок усіх своїх компонентів. Однак темпи зростання знизилися не так швидко, як очікував НБУ, через вищі, ніж прогнозувалося, темпи зростання цін на сирі продукти харчування.

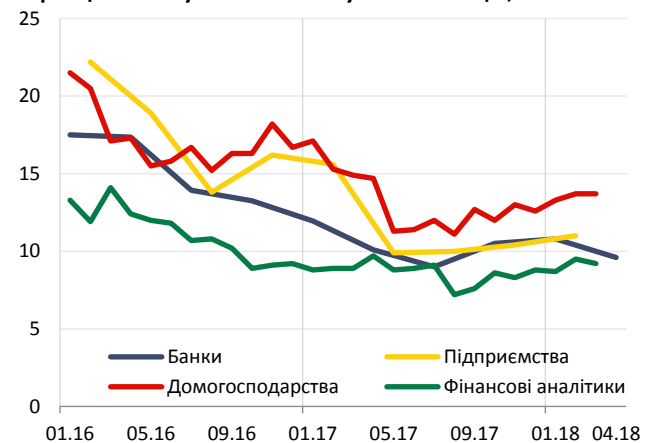
Очікувано зменшився внесок зростання адміністративно регульованих цін (зростання уповільнилося до 13.6% р/р), зокрема через помірніші темпи підвищення тарифів на житлово комунальні послуги після їх стрімкого підвищення до економічно обґрунтованого рівня у попередні роки. Також через подальше підвищення акцизів, але не таке значне, як на

Основні компоненти БІСЦ, % річна зміна



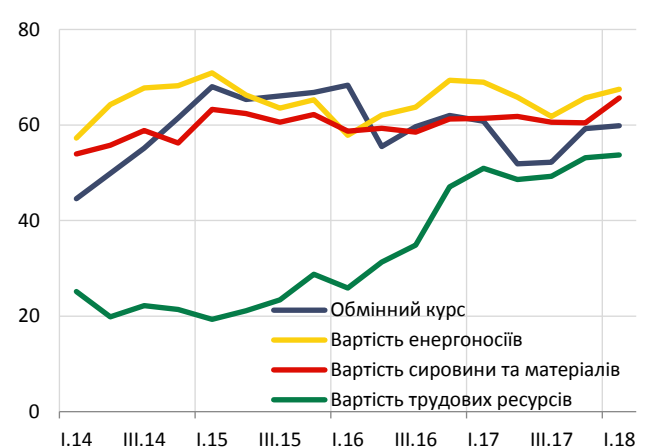
* З високим ступенем обробки.
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



Джерело: НБУ; GfK Ukraine.

Вплив факторів на оцінку зміни рівня цін на товари та послуги, які продає Ваше підприємство



Джерело: НБУ.

початку попереднього року, уповільнилося зростання цін на тютюнові вироби (до 33.7% р/р). Через цей же фактор зростання цін на алкогольні напої уповільнилось до 11.4% р/р – у 2018 році підвищилися акцизи лише на виноградні спирти, з яких виробляють коньяк. Також зменшилися темпи зростання цін на хліб та вартості транспортних послуг (відповідно до 17.7% р/р та 18.8% р/р). Водночас збільшилися темпи зростання вартості поштових послуг та послуг місцевого телефонного зв'язку (відповідно до 78.0% р/р та 16.0% р/р), у тому числі через подальше підвищення витрат на заробітну плату.

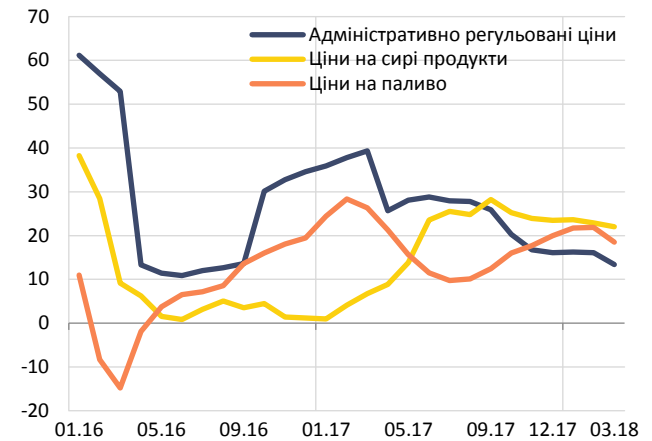
Зростання цін на паливо в березні суттєво уповільнилося (до 18.9% р/р) після прискорення в попередні місяці. Крім того, темпи зростання цін на паливо виявилися нижчими, ніж прогноз НБУ. Це відбулося завдяки корекції світових цін на нафту на початку 2018 року та сприятливій ситуації на валютному ринку з кінця січня.

Темпи зростання цін на сирі продукти харчування дещо знизилися (до 23.3% р/р), хоча і не так суттєво як було закладено в прогнозі. Вагомий вплив на збереження високих цін на сирі продукти мали фактори пропозиції, а саме скорочення виробництва окремих видів сільськогосподарської продукції (передусім м'яса, крім птиці, та молока). Також високими темпами продовжував зростати експорт окремих продуктів харчування (зокрема масла вершкового, сирів та яєць) та суттєво збільшилися фізичні обсяги експорту овочів (у тому числі так званого борщового набору) та яблук. Додатковими чинниками стали зниження світового врожаю бананів, що зумовило їх суттєве подорожчання (ціни на банани зросли на 34.4% р/р), а також низька база порівняння для окремих продуктів (зокрема яєць, оскільки у відповідному періоді попереднього року діяли обмеження щодо експорту продукції птахівництва з окремих регіонів України до низки країн через нестабільну епізоотичну ситуацію). Так, зростання цін на яйця прискорилося до 61.7% р/р, овочів борщового набору та фруктів – до 42.3% р/р та 40.6% р/р, відповідно.

Разом з тим, тиск з боку світових цін на продукти харчування послабився. Це сприяло зниженню річних темпів зростання цін на м'ясо (до 22.3% р/р). Цей чинник разом зі зниженням закупівельних цін у лютому-березні сприяв уповільненню зростання цін на молоко (до 17.7% р/р). Однак темпи зростання цін на відповідні товари залишилися значними, що мало основний внесок у зростання цін на сирі продукти харчування. Більш суттєве уповільнення зростання цін на продукти харчування стримують швидке відновлення споживчого попиту та процеси наближення (конвергенції) вітчизняних цін на продукти харчування до відповідних цін у сусідніх країнах, оскільки в цілому ціни на продовольчі товари в Україні залишаються нижчими, ніж у країнах-партнерах. Більш того, процеси зближення цін на окремі продукти харчування відбуваються й всередині країни. Так, у регіонах, де середня ціна товару нижча, ніж у середньому по країні, інфляція цих продуктів, як правило, вища.

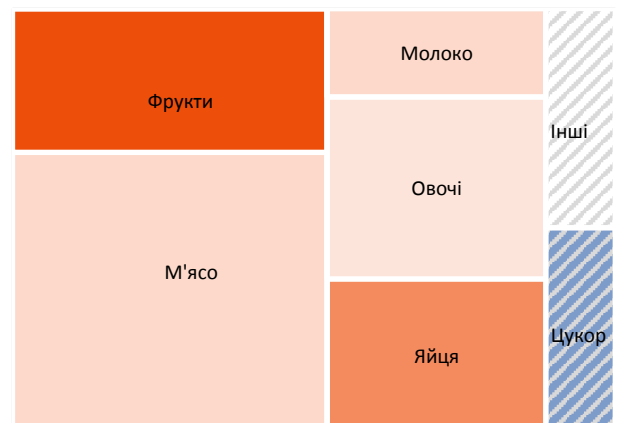
Водночас високі внутрішні ціни на продукти харчування на тлі послаблення світових тенденцій та зміцнення гривні стимулювали розширення імпортової пропозиції. У результаті, суттєво сповільнилося зростання цін на тепличні овочі,

Основні компоненти небазового ІСЦ, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Структура внесків зміни цін на продукти харчування у річну інфляцію сирих продуктів у березні



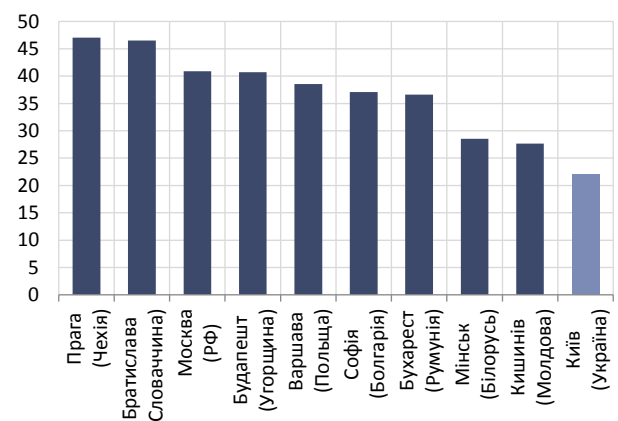
Забарвлення компонентів відповідає темпам зростання обсягів експорту (у дол.) у січні-березні, % р/р



Заштриховані поля – компоненти з від'ємним внеском.

Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Продовольчий індекс*, 2018



* Продовольчий індекс (Groceries Index) – співвідношення цін на продукти харчування в магазинах у місті до відповідних цін у Нью-Йорку.

Джерело: numbeo.com.

значна частина яких імпортується. З огляду на хороший урожай відповідних сільськогосподарських культур минулого року та збільшення імпорту тривало падіння цін на цукор та гречану крупу.

Послаблювався тиск на продукти харчування й з боку цін виробників⁸ – зростання цін у виробництві харчових продуктів, напоїв і тютюнових виробів уповільнилося (до 10.3% р/р). У свою чергу, цьому також сприяло розширення імпортової пропозиції, низхідна динаміка світових цін, а також зниження цін реалізації окремих видів с/г продукції (індекс цін реалізації продукції сільського господарства у лютому 2018 року знизився до 10.0% р/р). Зокрема знизилися темпи зростання цін у виробництві м'ясних продуктів (до 23.9% р/р) та у виробництві молочних продуктів та хлібобулочних і борошняних виробів (відповідно до 12.7% р/р та 13.2% р/р). Натомість прискорилося зростання цін у виробництві напоїв (до 18.8% р/р), що зокрема пов'язано з відміною знижки на спирт для окремих виробників горілчаної продукції.

Інші виміри інфляції

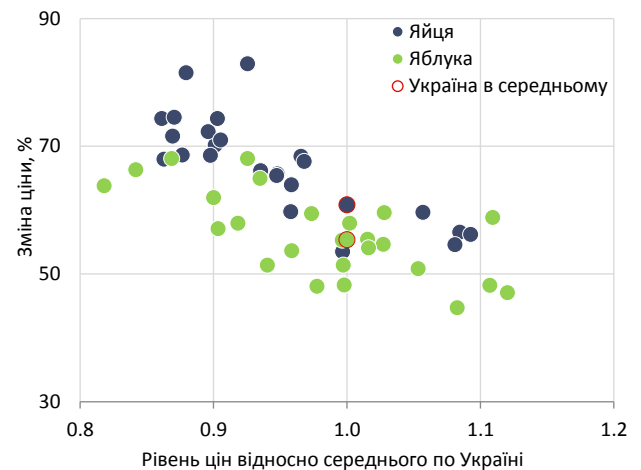
Після стрімкого зростання індексу цін виробників на початку 2018 року ціновий тиск у березні послабився. Зокрема уповільнення зростання цін у більшості видів переробної та добувної промисловостей сприяло зниженню промислової інфляції до 15.9% р/р (з 16.5% р/р у грудні 2017 року).

Промислова інфляція стримувалася послабленням тиску з боку зовнішніх цін. Зокрема знизилися темпи зростання цін у добувній промисловості (до 12.7% р/р). Відповідно уповільнилося зростання цін у металургії, а також у виробництві коксу та продуктів нафтоперероблення. Також тривало сповільнення зростання цін у хімічній промисловості (до 9.6% р/р) в умовах нижчих, ніж у минулому році, світових цін на добрива.

Основним чинником збереження високих показників промислової інфляції стало стрімке зростання цін у постачанні електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря внаслідок підвищення НКРЕКП тарифів на електроенергію для побутових споживачів на 5 – 11%. Додатковим чинником було суттєве зниження частки атомної генерації в структурі виробництва електроенергії, яка є відносно дешевою порівняно з іншими видами генерації. Таке зростання також позначилося на собівартості продукції, виробництво якої потребує значних витрат електроенергії.

Через високий інвестиційний попит прискорювалося зростання цін у машинобудуванні (до 17.3% р/р), зокрема у виробництві автотранспортних засобів (до 18.7% р/р). Також прискорилося зростання цін у деревообробній промисловості та поліграфічній діяльності (до 12.2% р/р). Високі темпи приросту інвестицій у будівництво, коливання на валютному ринку, збільшення виробничих витрат, а також несприятливі погодні умови призвели до суттєвого прискорення зростання цін на будівельно-монтажні роботи (до 25.4% р/р у лютому).

Річна зміна цін на яйця та яблука в березні 2018 року та рівень цін на них відносно середнього по Україні в березні 2017 року по областях України



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Ціни на сирі продукти, продукти з високим ступенем оброблення, у харчовій промисловості та с/г, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Ціни в окремих галузях промисловості, % річна зміна



Джерело: ДССУ.

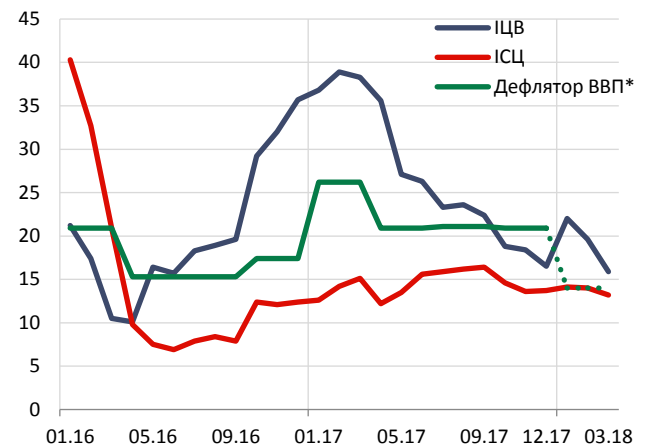
⁸ За оцінками НБУ, зміна цін у виробництві харчових продуктів, напоїв і тютюнових виробів має суттєвий вплив на компоненту ІСЦ "продукти харчування та безалкогольні напої". Детальніше див. Інфляційний звіт (липень 2016 року), стор. 16 – 17.

Додатковий тиск на зростання цін у промисловості був зумовлений підвищенням на 15% тарифів на вантажні перевезення залізничним транспортом у IV кварталі 2017 року.

На думку підприємств, згідно з результатами [опитувань щодо ділових очікувань у I кварталі 2018 року](#) тиск з боку виробничих витрат на ціни виробників збережеться. Частка тих, хто очікує у наступні 12 місяців зростання цін на сировину, матеріали та послуги, які купують підприємства для виробничих потреб, залишилася значною (92.5%).

У IV кварталі 2017 року показник дефлятора ВВП залишився майже незмінним. Зокрема зниження промислової інфляції компенсувалося прискоренням зростання цін у будівництві та сільському господарстві. Загалом значення дефлятора ВВП залишилося високим насамперед через зростання виробничих витрат, у тому числі на оплату праці, та прискорення зростання експортних цін унаслідок високого зовнішнього попиту. За оцінками НБУ, у I кварталі 2018 року очікується нижчий дефлятор ВВП насамперед завдяки уповільненню зростання цін у добувній та переробній промисловостях, а також у сільському господарстві.

Окремі показники інфляції, % річна зміна



* Дані за I квартал 2018 року – за оцінками НБУ.

Джерело: ДССУ.

2.2.2. ПОПИТ І ВИПУСК

Зростання української економіки у 2017 році прискорилося до 2.5% з 2.4% у 2016 році⁹ попри негативний вплив від захоплення підприємств на неконтрольованих територіях та припинення торгівлі з підприємствами на тих територіях, а також нижчий урожай сільськогосподарських культур. У IV кварталі 2017 року, незважаючи на ефект високої бази порівняння через рекордний урожай зернових та олійних у 2016 році, зростання реального ВВП сповільнилося помірно – до 2.2% р/р. Цьому сприяло подальше збільшення споживчого попиту, зумовлене високими темпами зростання реальної заробітної плати та підвищенням середнього розміру пенсійних виплат. Також у IV кварталі прискорилося зростання інвестицій, чому сприяли високі ділові очікування підприємств, поліпшення протягом року їх фінансових результатів і стрімке збільшення капітальних видатків бюджету наприкінці року.

Також прискорилося зростання фізичних обсягів експорту. Зокрема суттєво уповільнилося падіння експорту чорних металів, як завдяки подальшій переорієнтації металургійних підприємств на альтернативні шляхи постачання сировини, так і сприятливій зовнішній кон'юктурі. Прискорилося зростання фізичних обсягів експорту окремих продовольчих товарів, зокрема овочів, деревини та виробів з неї. Але через швидке відновлення внутрішнього попиту та вищі, ніж попереднього року, потреби в енергетичному імпорті (зокрема вугіллі) зростання фізичних обсягів імпорту також прискорилося. Як наслідок, від'ємний внесок чистого експорту в зміну ВВП зріс (до 6.5 в. п.).

На початку 2018 року економічна активність у реальному секторі економіки демонструвала подальше поживлення завдяки зростанню доходів населення, сприятливій зовнішній кон'юктурі та високим діловим очікуванням. Водночас наприкінці I кварталу стримуючим фактором стали складні погодні умови. Попри це зростання ВВП у I кварталі 2018 року, за оцінками НБУ, становило 2.3% у річному вимірі.

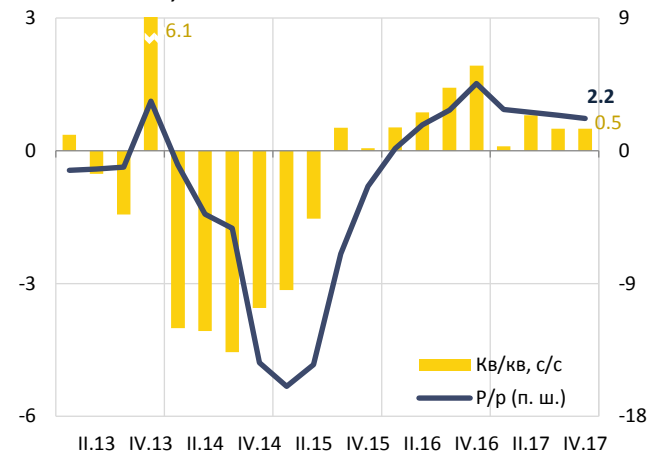
Сукупний попит

У IV кварталі 2017 року реальний ВВП зріс на 2.2% порівняно з відповідним кварталом минулого року, а порівняно з попереднім кварталом – на 0.5% с/с.

Наприкінці року суттєво посилилася роль приватного споживання (зростання кінцевих витрат домогосподарств прискорилося до 10.7% р/р), як через високі темпи зростання заробітних плат, так і під впливом підвищення середнього розміру пенсійних виплат. Зокрема стрімко прискорилося зростання витрат на продукти харчування (до 15.5% р/р), одяг та взуття (20.8% р/р). Високими темпами продовжували зростати витрати на товари домашнього вжитку (до 12.8% р/р) та охорону здоров'я (до 13% р/р).

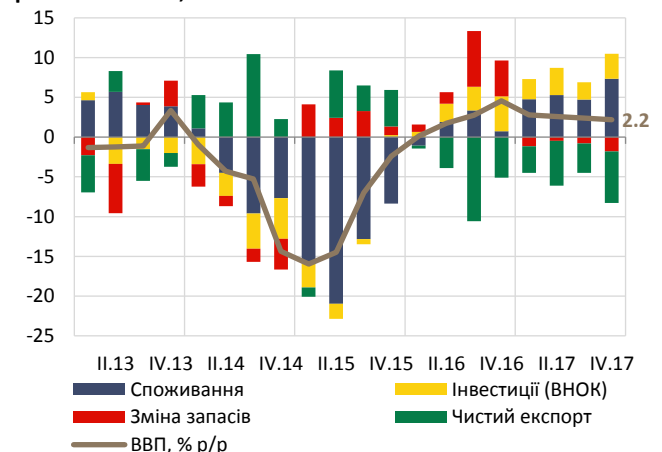
Натомість зростання споживання сектору загальнодержавного управління уповільнилося (до 3.2% р/р), зокрема за рахунок секторів охорони здоров'я, а також громадського порядку, безпеки та судової влади, що

Реальний ВВП, %



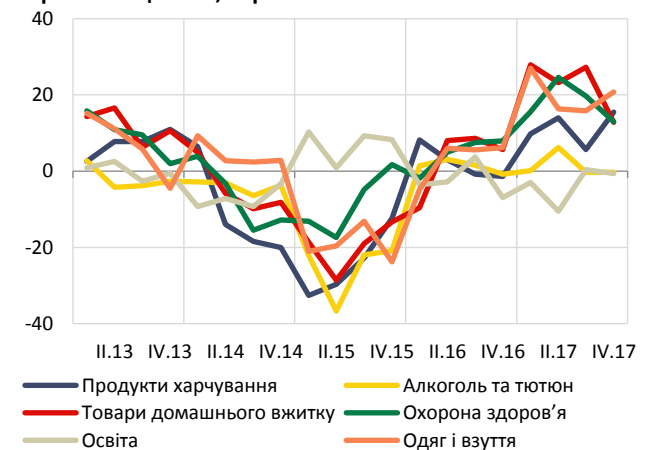
Джерело: ДССУ.

Внески категорій кінцевого споживання в річну зміну реального ВВП, в. п.



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Реальні кінцеві споживчі витрати домогосподарств за окремими цілями, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

⁹ У березні 2018 року ДССУ переглянув дані щодо ВВП за 2016 – 2017 роки. Згідно даного перегляду відновлення економіки України відбувалося стрімкіше за попередні оцінки з огляду на більш суттєву активізацію внутрішнього споживчого попиту.

значною мірою пов'язано з підвищенням бази порівняння. Це також позначилося на прискоренні падіння ВДВ сектору "Державне управління та оборона".

Як і в попередні періоди, інвестиційна діяльність залишалася одним з основних рушіїв економічного зростання. У IV кварталі 2017 року зростання валового нагромадження основного капіталу (ВНОК) прискорилося (до 16.7% р/р). Підтримували нарощення інвестицій високі ділові очікування та подальше поліпшення фінансових результатів підприємств, збільшення капітальних видатків бюджету та інвестицій на деяких державних підприємствах.

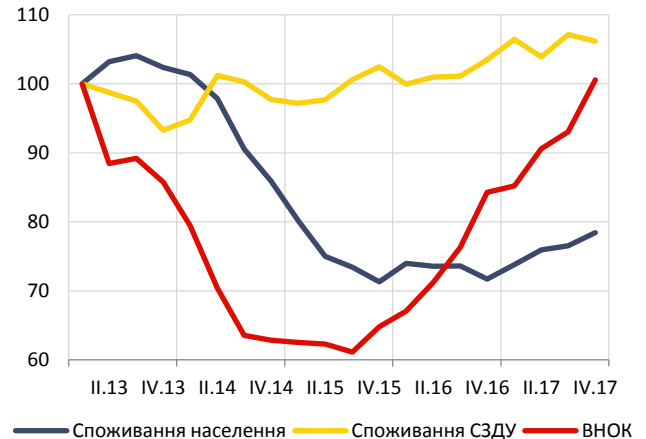
На відміну від попередніх років, у 2017 році помітно зросло фінансування інвестицій за рахунок бюджетних коштів (частка коштів бюджетів усіх рівнів серед усіх джерел фінансування інвестицій зросла до 12.7% за 2017 рік, тоді як у 2014 році становила близько 3%), найбільше – за рахунок місцевих бюджетів. Це відображало суттєве збільшення капітальних бюджетних видатків на інвестиційні програми та проекти регіонального розвитку, насамперед на об'єкти дорожньо-транспортної інфраструктури. Однак, як і раніше, інвестиційна діяльність переважно фінансувалася за рахунок власних коштів підприємств (майже 70%). Роль банківського кредитування та іноземного інвестування як джерел фінансування інвестицій залишалася незначною.

У IV кварталі 2017 року майже половина капітальних інвестицій спрямовувалася в будівництво будівель та споруд, ще близько третини – у переоснащення виробництва (інвестиції в машини та обладнання). Високими темпами (50.4% р/р) зростали інвестиції в оновлення транспортних засобів, у результаті чого їх частка збільшилася до 12%. Це зокрема було пов'язано з оновленням парку вагонів «Укрзалізницею». Крім того, продовжувалося нарощення інвестицій у продукти інтелектуальної власності, зокрема комп'ютерне програмне забезпечення та бази даних.

Капітальні інвестиції в IV кварталі 2017 року зростали за широким спектром видів діяльності, найвищими темпами – у сектори послуг (охорону здоров'я, освіту, транспорт) з огляду на їх значну недоінвестованість у попередні роки. Стрімкими темпами зростали інвестиції в поштовій та кур'єрській діяльності (в 4.5 раза р/р), зокрема завдяки випуску внутрішніх облігацій "Укрпоштою" на фінансування своєї інвестиційної програми. Також прискорилося зростання інвестицій у промисловість насамперед за рахунок добувної промисловості та металургії, а також збереглися високі темпи зростання інвестицій у сільське господарство.

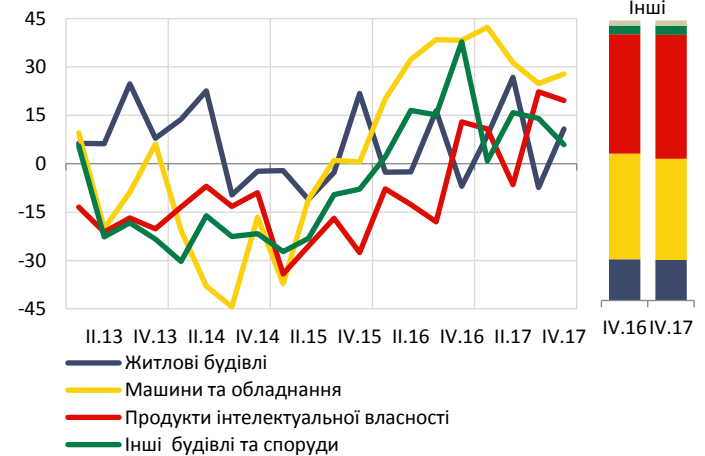
Крім того, прискорилося зростання експорту (до 8.8% р/р) на тлі сприятливої зовнішньої кон'юнктури, високого зовнішнього попиту, а також збільшення поставок української продукції на ринки ЄС. Зокрема стрімко зросли фізичні обсяги експорту окремих продовольчих товарів, зокрема овочів, деревини та виробів з неї. Також істотно уповільнилося падіння фізичних обсягів експорту чорних металів (до 1.3% р/р) на тлі високих світових цін на метали та подальшої переорієнтації українських підприємств на інші джерела постачання сировини після розриву виробничо-торговельних зв'язків з НКТ. Водночас ситуація з НКТ продовжувала позначатися на пошкв'явленні імпорту, як

**Інвестиції та споживання
(сезонно скориговані індекси: I.2013 = 100)**



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

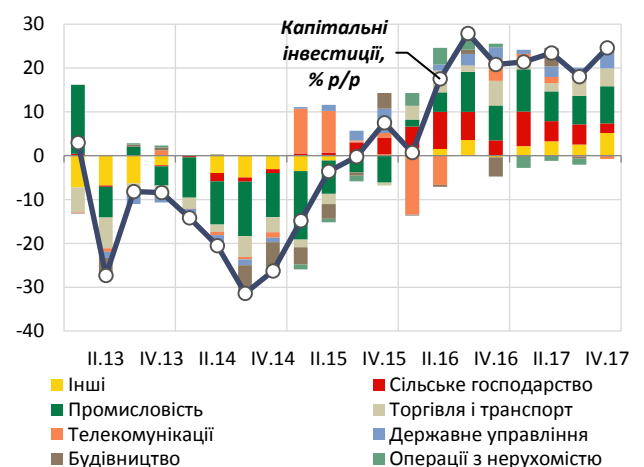
Валове нагромадження окремих видів основного капіталу, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Структура валового нагромадження основного капіталу, в. п.

Внески видів діяльності в річну зміну капітальних інвестицій, в. п.



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

енергетичного (насамперед вугілля), так і споживчого. Як наслідок, від'ємний внесок чистого експорту в зміну ВВП збільшився порівняно з попереднім кварталом (до 6.5 в. п.)

Випуск

Переважно всі види діяльності мали позитивну динаміку розвитку в IV кварталі.

Так, поліпшилися показники переробної промисловості (зростання прискорилося до 6.1% р/р). У металургійному виробництві уповільнилося зниження обсягів виробництва чавуну, сталі та феросплавів (до 3% р/р), зокрема внаслідок відновлення роботи або збільшення завантаженості металургійних підприємств,¹⁰ чому насамперед сприяла зовнішня кон'юнктура. Прискореними темпами продовжило зростати хімічне виробництво, зокрема через нарощення обсягів виробництва заводом "Карпатнафтохім"¹¹, який у середині року відновив роботу після багаторічного простоя.

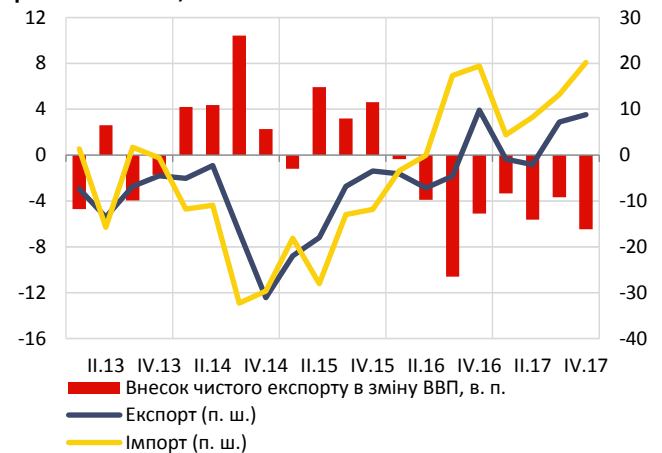
В інших галузях переробної промисловості більшою мірою також поліпшилася динаміка показників. Так, темпи зростання обсягів машинобудування прискорилися, у тому числі через випуск комп'ютерів, електронної і оптичної продукції (зокрема представленої товарами військового призначення), виробництво проводів, кабелів і електромонтажних пристроїв (у тому числі для потреб провідних європейських автовиробників), а також автотранспортних засобів. Виробництво гумових та пластмасових виробів також прискорило зростання в основному за рахунок зростання обсягів виробництва пластмасових виробів. Крім того, у добувній промисловості падіння уповільнилося завдяки нарощенню видобутку газової марки вугілля.

Також поліпшилися показники торгівлі (до 7.9% р/р) та транспорту (до 3.3% р/р) на тлі високого споживчого попиту, зростання експорту та поліпшення показників промисловості. Відображаючи високу інвестиційну активність, значними темпами продовжувало зростати будівництво (22.9% р/р).

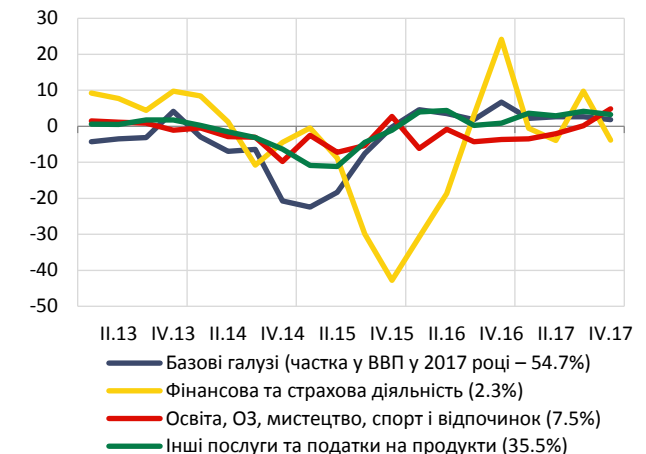
Натомість у сільському господарстві відбулося прискорення падіння ВДВ (до 6.4% р/р) унаслідок меншого, ніж попереднього року, урожаю кукурудзи та соняшника. Додатковим негативним чинником для сільського господарства стало подальше погіршення ситуації у тваринництві, переважно за рахунок зменшення виробництва молока та м'яса, а також поголів'я ВРХ та свиней.

У сфері послуг за всіма видами діяльності, крім фінансової та страхової діяльності, а також діяльності в сфері державного управління та оборони, спостерігалось зростання, підтримане збільшенням доходів населення. Зокрема, в освіті вперше з II кварталу 2014 року відбулося зростання ВДВ на тлі збільшення відповідних видатків бюджетів різних рівнів.

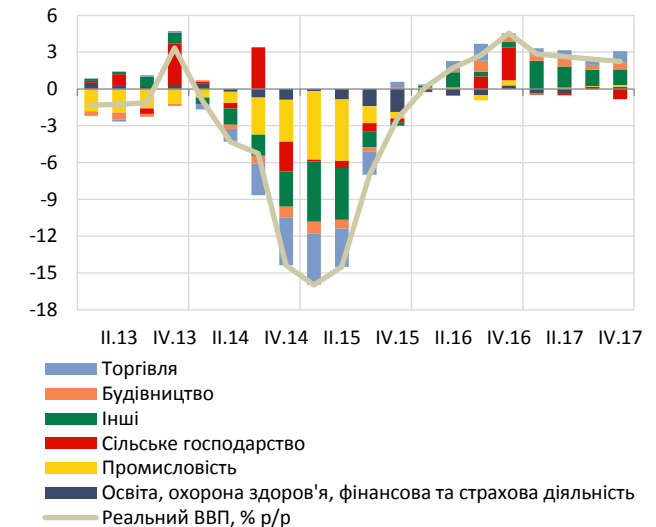
Фізичні обсяги експорту й імпорту товарів та послуг, % річна зміна, та внесок чистого експорту в річну зміну реального ВВП, в. п.



ВДВ за групами видів діяльності, % річна зміна



Внески ВДВ видів діяльності в річну зміну реального ВВП, в. п.



¹⁰ У липні відновив роботу Дніпровський металургійний комбінат, який суттєво зменшив обсяги випуску та навіть часом зупинявся з початку 2017 року.

¹¹ Випускає етилен, поліетилен і ПВХ, у тому числі на експорт.

Оцінки I кварталу 2018 року

У I кварталі, за оцінками НБУ, зростання реального ВВП становило 2.3% р/р насамперед унаслідок подальшого зростання доходів населення, а також збереження сприятливої зовнішньої кон'юнктури. Додатковим фактором стало зниження бази порівняння минулого року під впливом торговельної блокади НКТ минулого року, прояв якого повною мірою очікується з II кварталу. Разом з тим тимчасові фактори, а саме погіршення погодних умов наприкінці лютого та в березні, дещо стримували пошквалювання економічної активності, зокрема в транспорті та будівництві.

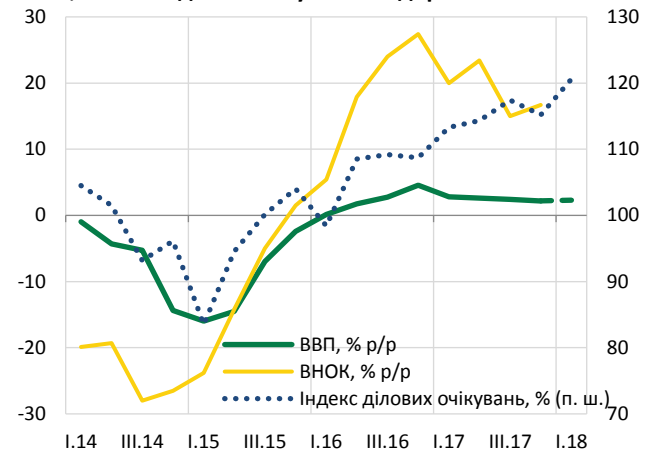
Внутрішній попит залишився основним чинником економічного зростання. Приватне споживання підтримувало подальше підвищення заробітних плат та соціальних стандартів, у тому числі підвищення пенсій наприкінці минулого року та мінімальної заробітної плати з початку 2018 року, а також поліпшення споживчих очікувань домогосподарств¹² порівняно з відповідним періодом минулого року. Про подальше зростання інвестицій свідчило зокрема прискорення зростання обсягів виробництва продукції машинобудування, зокрема автомобільної та залізничної.

У січні-лютому 2018 року продовжив зростати експорт в основному завдяки нарощенню поставок окремих продовольчих товарів, деревини та виробів з неї, а також зростанню обсягів чорних металів. Одночасно з цим високими темпами продовжував зростати споживчий імпорту, у результаті чого зберігся від'ємний внесок чистого експорту в зміну ВВП.

У промисловості показники випуску за січень-лютий 2018 року були дещо вищими за минулорічні завдяки подальшому нарощенню випуску окремими хімічними підприємствами, зростанню виробництва в металургії та добувній промисловості на тлі сприятливої зовнішньої кон'юнктури та зниження бази порівняння минулого року внаслідок початку торговельної блокади з НКТ (з кінця січня 2017 року). Харчове виробництво продовжувало дещо збавляти темпи через подальше скорочення обсягів виробництва олії та тваринних жирів, напоїв, м'яса, хліба та хлібобулочних виробів, а також тютюнових виробів.

У січні-лютому 2018 року обсяги сільськогосподарського виробництва незначно зменшилися¹³ через подальше зниження обсягів виробництва молока та скорочення поголів'я ВРХ, а також уповільнення зростання виробництва яєць.

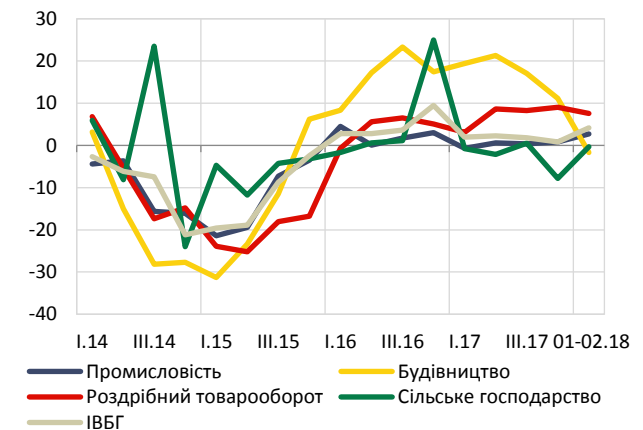
ВВП*, ВНОК та ділові очікування підприємств



* I квартал 2018 – оцінка НБУ.

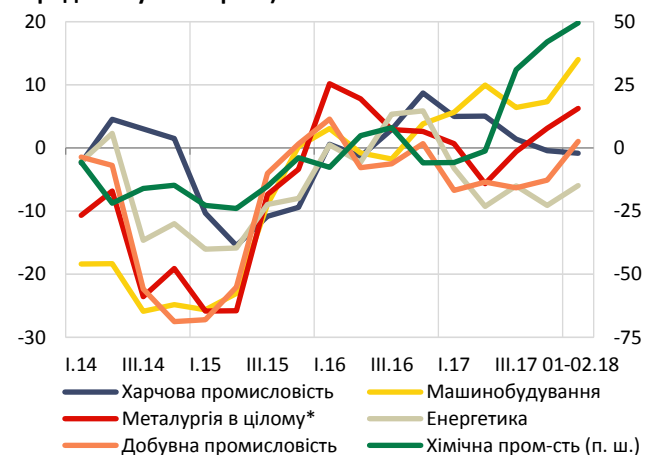
Джерело: ДССУ; розрахунки та опитування НБУ.

Випуск в окремих видах діяльності, % річна зміна (в середньому за квартал)



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Випуск за галузями промисловості, % річна зміна (в середньому за квартал)



* - металургійне вир-во та вир-во готових металевих виробів.

Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

¹² За опитуваннями GfK Ukraine.

¹³ Обсяги виробництва в сільському господарстві у січні-травні відображають лише ситуацію в тваринництві.

2.2.3. РИНОК РОБОЧОЇ СИЛИ ТА ДОХОДИ ДОМОГОСПОДАРСТВ

Пожвавлення економічної активності, поліпшення ділових очікувань підприємств (у тому числі щодо зайнятості) та посилення міграційних процесів стимулювали зростання попиту на робочу силу як протягом 2017 року, так і на початку 2018 року. Проте рівень безробіття за методологією МОП у 2017 році дещо зріс (до 9.5%). Збереження високого рівня безробіття на тлі зростання попиту на робочу силу відображало значні диспропорції між попитом та пропозицією робочої сили, а також різке зниження кількості осіб, які працювали неповний робочий день (ймовірно під впливом збільшення витрат на оплату праці).

Зростання заробітних плат стало основною причиною прискорення зростання номінальних доходів населення (у IV кварталі 2017 року – до 25.7% р/р). Додатковим вагомим стимулом стало підвищення пенсій відповідно до пенсійної реформи (соціальні допомоги зросли в IV кварталі на 26.2% р/р). Це разом із уповільненням темпів зростання споживчої інфляції в IV кварталі 2017 року сприяло прискоренню зростання реальних наявних доходів населення (до 9.9% р/р) та стимулювало споживання.

Ринок праці

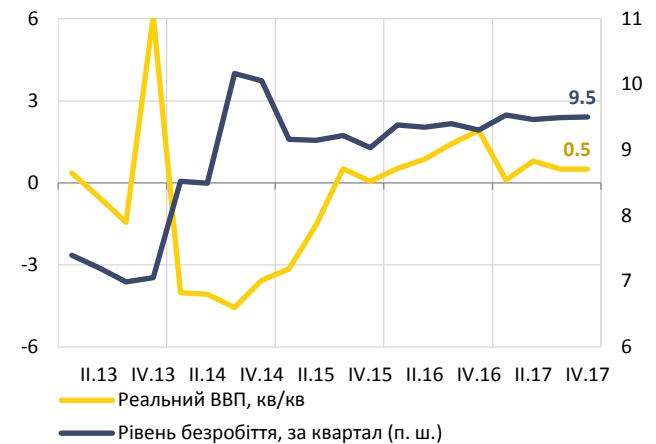
На ринку праці з початку 2018 року попит на робочу силу залишався на високому рівні. Про це свідчили як дані ДСЗУ, так і сайтів пошуку роботи в мережі Інтернет – кількість вакансій за січень-лютий 2018 року зросла (на 8.6% р/р та 2.5% р/р відповідно). За даними ДСЗУ кожна третя вакансія припадала на кваліфікованих робітників з інструментом та робітників з обслуговування, експлуатації та контролю за роботою технологічного устаткування. За даними сайтів пошуку роботи в мережі Інтернет збільшення кількості вакансій відбулося в більшості видів діяльності, найбільше – у фінансово-банківській сфері (зокрема на тлі поживлення роздрібного кредитування), бухгалтерській справі та аудиту, серед робочих спеціальностей та у виробництві.

Про збільшення попиту на робочу силу свідчили й результати опитувань щодо ділових очікувань підприємств. Зокрема у I кварталі 2018 року очікування підприємств щодо зміни кількості працівників у наступні 12 місяців поліпшилися (найбільше в будівництві, торгівлі та переробній промисловості), що насамперед вплинуло на зростання кількості вакансій у цих видах діяльності.

Проте через збереження регіональних і кваліфікаційних диспропорцій пропозиція на ринку праці в деяких видах діяльності перевищувала попит. Так за даними сайтів пошуку роботи співвідношення між кількістю резюме та кількістю пропонуванних вакансій за січень-лютий 2018 року залишалося найвищим у сфері юриспруденції, секретаріату і діловодства, в освіті й науці, у фінансовій та банківській діяльності.

Поліпшення ділових очікувань підприємств, збереження високого попиту на робочу силу, а також пенсійна реформа, яка збільшила стимули працівників до офіційної зайнятості, вплинули також на динаміку кількості штатних працівників¹⁴,

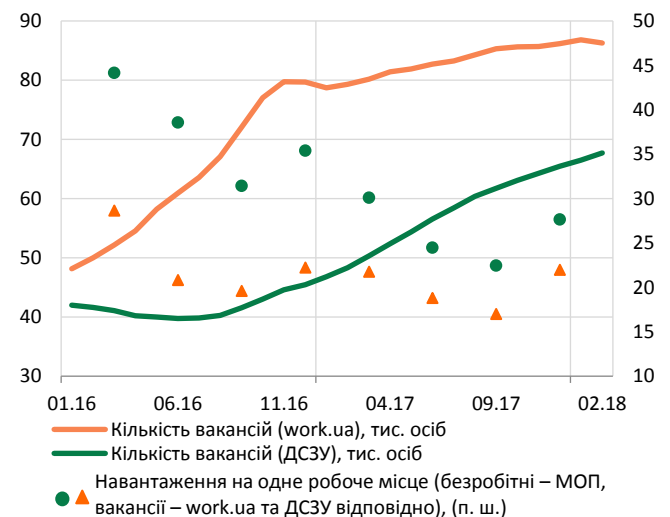
Рівень безробіття за методологією МОП* та реальний ВВП, сезонно скориговані, %



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

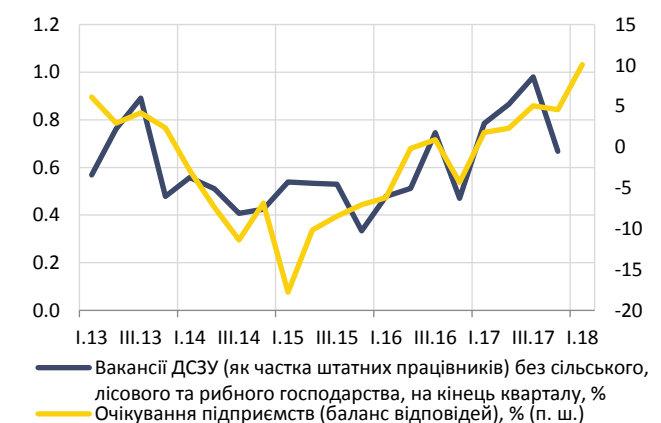
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Кількість вакансій в ДСЗУ та на Work.ua (середня за плинний рік), навантаження на одне вільне робоче місце (за квартал)



Джерело: ДССУ; work.ua; розрахунки НБУ.

Вакансії ДСЗУ (як частка штатних працівників)* та очікування підприємств щодо зміни кількості працівників у наступні 12 місяців



* Без сільського, лісового та рибного господарства.

Джерело: ДССУ; ДСЗУ; НБУ; розрахунки НБУ.

¹⁴ До штатних працівників належать працівники юридичних осіб та їх відокремлених підрозділів із кількістю найманих працівників 10 і більше осіб.

які становлять майже половину всіх зайнятих. У січні 2018 року вперше за останні п'ять років відбулося зростання в річному вимірі кількості штатних працівників (на 0.3%), хоча за січень-лютий їх кількість практично не змінилася порівняно з відповідним періодом попереднього року.

У IV кварталі 2017 року чисельність економічно активного населення продовжувала дещо скорочуватися (на 0.6% р/р до 17.7 млн осіб). Подальше зниження чисельності економічно активного населення більшою мірою пояснювалося демографічними процесами. Також цьому могла сприяти трудова міграція. Так, найбільше економічно активне населення у 2017 році знизилося серед молоді (осіб у віці 15 – 29 років), як серед жінок, так і серед чоловіків. Фактор трудової міграції також міг зумовити зростання неактивного населення¹⁵.

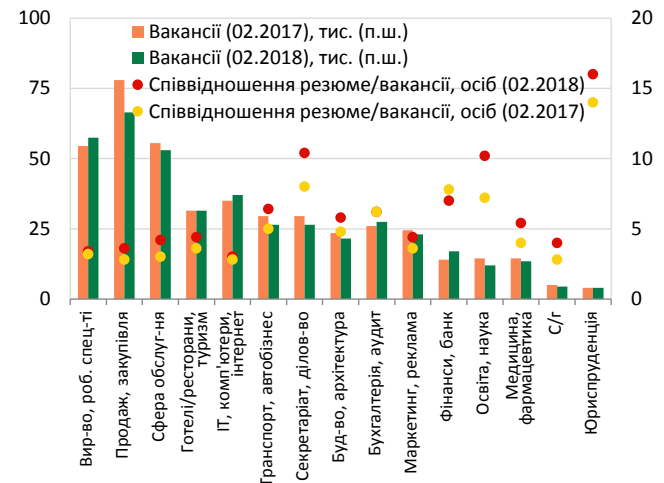
Чисельність зайнятого населення також скорочувалася (на 0.9% р/р у IV кварталі 2017 року до 16.0 млн осіб). Зниження відбулося насамперед серед жінок (на 2% р/р), що могло бути спричинено як активізацією трудової міграції, так і скороченням штатних одиниць, які працювали неповний робочий день (тиждень). Зокрема, у IV кварталі 2017 року порівняно з аналогічним періодом минулого року, за даними ДССУ, кількість працюючих, переведених з економічних причин на неповний робочий день (тиждень), знизилася на 72.2% р/р (до 140 тис. осіб або 1.8% середньооблікової кількості штатних працівників), а зниження цього показника в цілому за 2017 рік становило 63.1% р/р. Найвищий рівень неповної зайнятості спостерігався у 2014 – 2015 роках та міг бути пов'язаний із бажанням підприємств зберегти цінних працівників у кризові часи. Водночас зростання МЗП, що збільшило витрати підприємств на оплату праці, ймовірно, зумовило скорочення неповної зайнятості.

Рівень безробіття за методологією МОП (у % до економічно активного населення у віці 15 – 70 років) у IV кварталі 2017 року зріс до 9.9%. Таке зростання пов'язано із сезонним зниженням попиту на робочу силу насамперед у транспорті та сільському господарстві. У сезонно скоригованому вимірі рівень безробіття не змінився, але залишився на високому рівні – 9.5%. У цілому за 2017 рік рівень безробіття зріс порівняно з минулим роком на 0.2 в.п. та становив 9.5%. Найвищий рівень безробіття за рік зафіксовано серед молоді віком 15 – 24 роки (18.9%) через складнощі в працевлаштуванні після навчання, а в регіональному розрізі – у Луганській та Донецькій областях (відповідно 16.6% та 14.6%). Зростання безробіття, незважаючи на пошук економічної активності та високий попит на робочу силу, свідчить про значні диспропорції між попитом і пропозицією робочої сили.

Доходи домогосподарств і заощадження

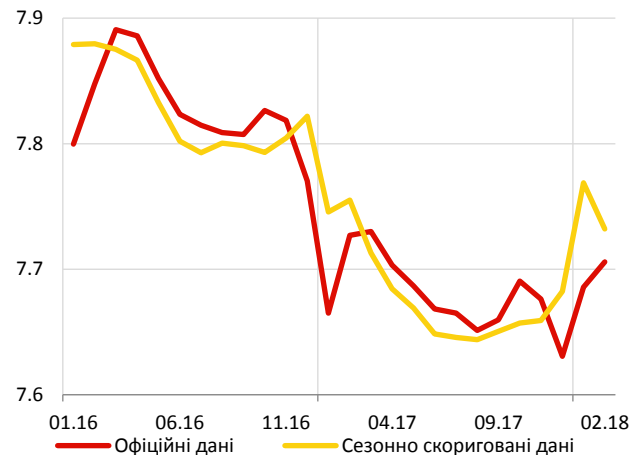
У IV кварталі 2017 року зростання номінальних доходів населення продовжило прискорюватися (до 25.7% р/р). Насамперед це відбулося за рахунок її найбільшої складової

Вакансії на Work.ua та співвідношення кількості резюме і кількості вакансій за сферами діяльності (лютий 2018)



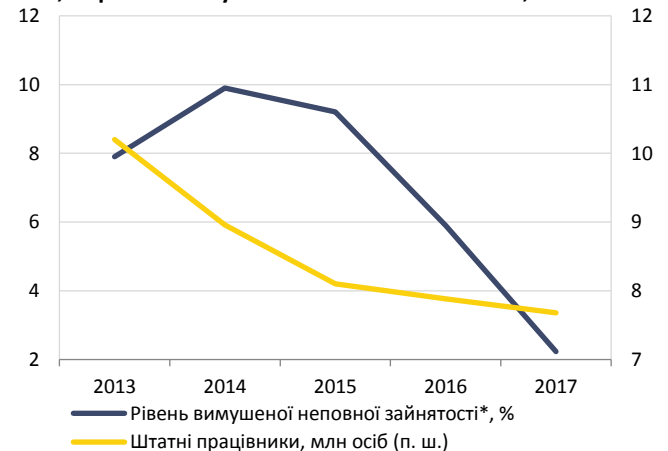
Джерело: work.ua; розрахунки НБУ.

Середньооблікова кількість штатних працівників, млн осіб



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Середньооблікова кількість штатних працівників, млн осіб, та рівень вимушеної неповної зайнятості, %



* Переведені з економічних причин на неповний робочий день (тиждень) у % до середньооблікової кількості штатних працівників. З 2014 року без АР Крим та м. Севастополь, з 2015 року – також тимчасово окупованих територій у Донецькій та Луганській областях.
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

¹⁵ До складу цієї категорії входять особи, які не бажають працювати, тому що не мають потреби (пенсіонери, студенти, особи, які виконують домашні обов'язки); особи, які зневірились у можливості знайти роботу, а також ті, хто вважає, що немає підходящої роботи та не знає де і як її шукати. Детальніше про структуру населення див. вставку "Рівень безробіття населення за методологією МОП" в Інфляційному звіті (вересень 2015 року), стор. 24 – 25.

– заробітної плати¹⁶, частка якої зроста порівняно з аналогічним періодом минулого року на 3 в. п. – до 42.1%. Разом із тим у IV кварталі 2017 року суттєво прискорилося зростання соціальних допомог (до 26.2% р/р на тлі підвищення середніх пенсій відповідно до пенсійної реформи) та інших поточних трансфертів (до 19.5% р/р, у тому числі через зростання обсягів грошових переказів населення з-за кордону). Темпи зростання номінальних доходів з інших джерел залишалися помірними (доходи від ведення бізнесу – прибуток та змішаний дохід зріс на 14.9% р/р, а доходи від власності – на 6.1% р/р). Усе це надавало підтримку споживчому попиту наприкінці 2017 року.

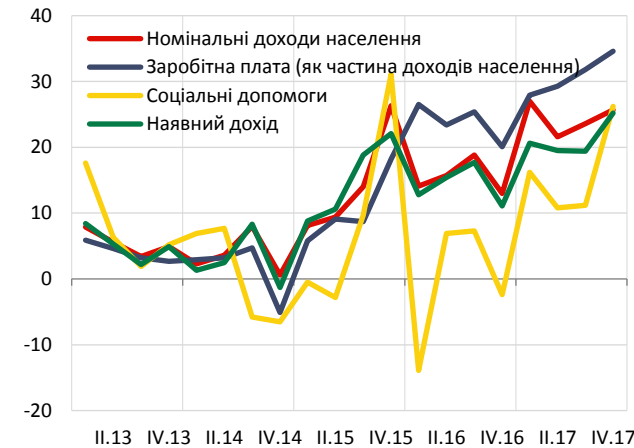
Загалом у 2017 році номінальні доходи населення зросли на 24.4% порівняно з минулим роком, в основному через зростання заробітної плати.

У IV кварталі 2017 року більш швидко порівняно з попередніми кварталами зростання наявного доходу населення (25.2% р/р) та уповільнення споживчої інфляції зумовило прискорення зростання реальних наявних доходів населення (до 9.9% р/р). У цілому за 2017 рік реальні наявні доходи населення зросли на 6% р/р.

Разом із тим заощадження населення продовжували зменшуватися. Хоча депозити та кредитування домогосподарств збільшувалися, населення продовжувало продавати іноземну валюту (в 2017 році заощадження населення в іноземній валюті знизилася на 56.6 млрд грн). Відповідно, схильність населення до заощаджень у сезонно скоригованому вимірі залишалася від'ємною.

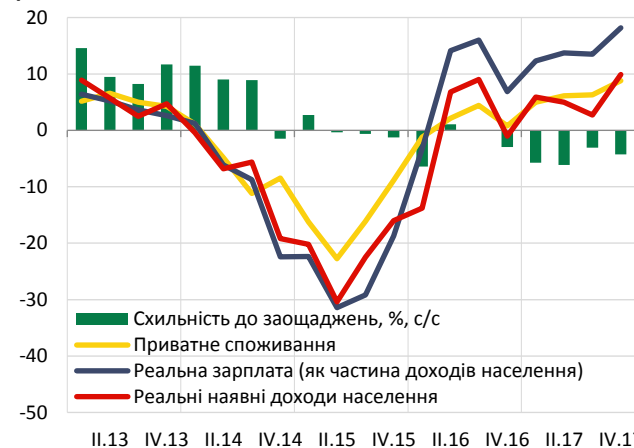
У I кварталі 2018 року збільшення доходів домогосподарств тривало. Так, підвищення МЗП (з початку 2018 року – на 16.3%) та продовження міграційних процесів підтримали високі темпи зростання заробітних плат. У свою чергу, підвищення пенсій у рамках пенсійної реформи у IV кварталі 2017 року зумовило збереження високих темпів зростання однієї з найбільших складових доходів населення – соціальних допомог (середня місячна пенсія станом на 01.04.2018 перевищувала відповідний рівень попереднього року на 37.4%).

Номінальна зарплата та доходи населення, % річна зміна



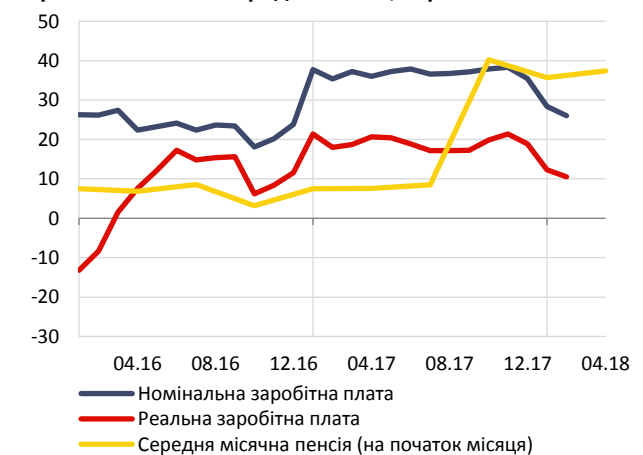
II.13 IV.13 II.14 IV.14 II.15 IV.15 II.16 IV.16 II.17 IV.17
Наявний дохід = Номінальний дохід – соціальні трансферти в натурі – доходи від власності (сплачені) – поточні податки на доходи та майно.
Джерело: ДССУ.

Реальні наявні доходи населення, реальна зарплата, приватне споживання та схильність до заощаджень*, % річна зміна



II.13 IV.13 II.14 IV.14 II.15 IV.15 II.16 IV.16 II.17 IV.17
* Співвідношення заощаджень і наявного доходу населення.
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Заробітна плата та середня пенсія, % річна зміна



Джерело: ДССУ, ПФУ.

¹⁶ Темпи зростання номінальної середньої заробітної плати (нарахованої в розрахунку на одного штатного працівника) та заробітної плати в структурі доходів відрізняються внаслідок методологічних особливостей під час здійснення відповідних розрахунків. Так розрахунки заробітної плати як частини доходів населення здійснюються на основі розширеної вибірки, зокрема враховується грошове забезпечення кадрових військових та вільнонайманого персоналу, виплати, що здійснюються в разі тимчасової втрати працездатності, заробітна плата фізичних осіб-підприємців та інші виплати, які не враховуються під час розрахунку номінальної середньої заробітної плати (нарахованої в розрахунку на одного штатного працівника).

2.2.4. ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР

Після значного фіскального імпульсу наприкінці 2017 року, на початку 2018 року фіскальна політика була традиційно стриманою. У січні-лютому 2018 року сформувався як загальний (15.3 млрд грн), так і первинний профіцит зведеного бюджету (27 млрд грн). Це відбулося завдяки помірному зростанню видатків навіть попри подальше підвищення соціальних стандартів, хоча і не таке стрімке як минулого року.

При цьому доходи бюджету зростали достатньо помірними темпами, що значною мірою було зумовлене дією тимчасових чинників, зокрема налагодженням процедур, пов'язаних з упровадженням змін щодо адміністрування ключових податків, у тому числі ПДВ та ППП.

Державний і гарантований державою борг станом на кінець лютого 2018 року становив 2069 млрд грн, зменшившись на 3.4% відносно початку року насамперед завдяки значним погашенням.

Доходи

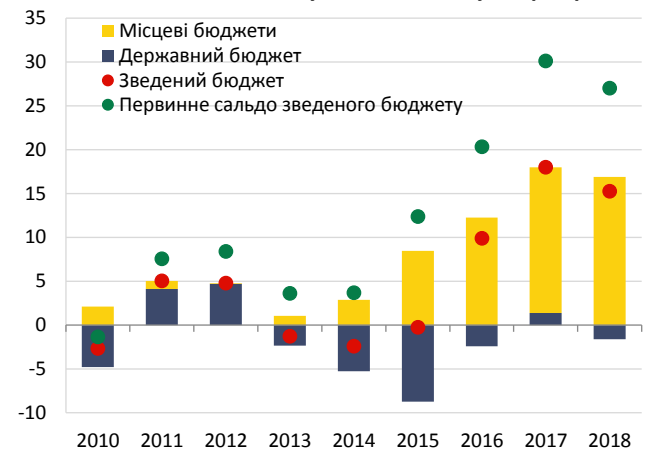
Доходи зведеного бюджету в січні-лютому 2018 року зростали помірно, незважаючи на сприятливі загальноекономічні фактори. На темпах зростання податкових надходжень позначилася дія тимчасових чинників – законодавчих змін у податковій сфері, що вимагало налагодження відповідних процедур. Додатковий фактор – слабкі результати в окремих видах економічної діяльності.

Помірні темпи зростання надходжень від ПДВ відображали збільшення обсягів відшкодування ПДВ (на 38.5% р/р) та податкові зміни щодо роботи системи ризиків з ПДВ¹⁷. Зростанню надходжень сприяло подальше збільшення роздрібної торгівлі, доволі значні обсяги імпорту та послаблення гривні в січні. Останні фактори також вплинули на надходження від податків на міжнародну торгівлю, зростання яких залишилося суттєвим. Також високими темпами зростали надходження від податку на доходи фізичних осіб під впливом стійкого збільшення номінальної заробітної плати.

Натомість надходження від податку на прибуток підприємств скоротилися. Причиною цього стала зміна підходів до адміністрування¹⁸, унаслідок чого дещо змістилися кінцеві строки подання звітності з податку на прибуток та, відповідно, строки сплати податку.

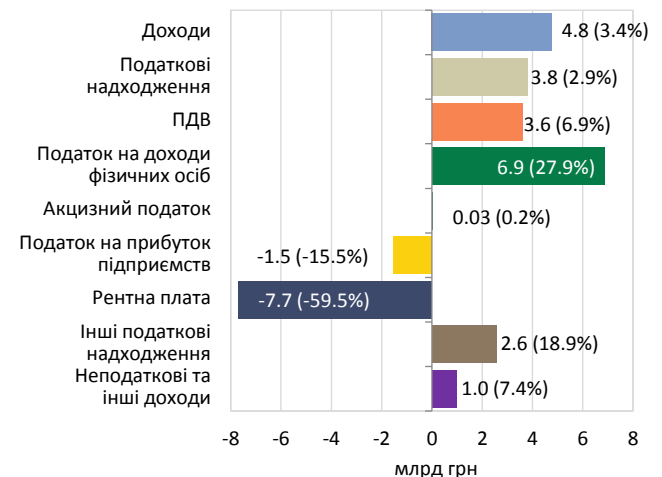
Обсяг надходжень до зведеного бюджету від акцизного податку за два місяці поточного року в річному вимірі майже не змінився. Це передусім пов'язано зі скороченням надходжень акцизного податку з вироблених товарів (на 10.5% р/р) через зниження обсягів виробництва тютюнових виробів (на 27.4% р/р за два місяці). Разом з цим скоротилися

Сальдо зведеного бюджету в січні-лютому, млрд грн



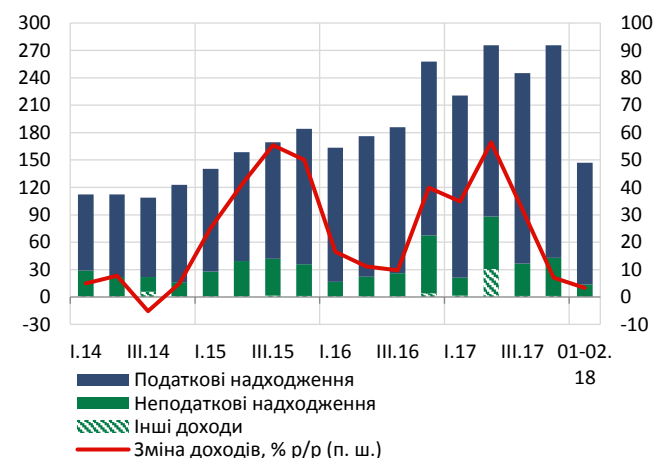
Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Абсолютна та відносна річні зміни доходів зведеного бюджету в січні-лютому 2018 року, млрд грн (% річна зміна)



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Доходи зведеного бюджету, млрд грн та їх річна зміна, %



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

¹⁷ У грудні 2017 року роботу системи ризиків з ПДВ було зупинено для того, щоб напрацювати узгоджене рішення, яке не нестиме значних ризиків для всіх сегментів бізнесу. 21 лютого 2018 року КМУ схвалено Постанову № 117 щодо подальшої роботи системи ризиків з ПДВ.

¹⁸ Змінено термін для подання Декларації з податку на прибуток для підприємств, які сплачують податок на щоквартальній основі, але подають декларацію наростаючим підсумком. Відтерміновано дату подачі декларації з попередніх 40 днів після звітного (податкового) періоду до поточних 60 днів. Тобто кінцевий термін подання такої декларації був 1 березня, тоді як у 2017 році – 9 лютого. Це в основному стосувалося великих платників податків.

надходження від рентної плати, що також зумовлено змінами в адмініструванні, хоча видобуток власного газу та нафти зростає.

Неподаткові надходження в січні-лютому 2018 року зросли за рахунок власних надходжень бюджетних установ. Однак темпи зростання неподаткових надходжень також були помірними через дещо менші перерахування частини чистого прибутку господарських організацій, що вилучається до державного бюджету.

Видатки

Видатки зведеного бюджету в січні-лютому 2018 року в порівнянні з 2017 року зростали стриманими темпами. Зокрема це відбулося через незначні обсяги трансфертів Пенсійному фонду в цей період, значно повільніше, ніж торік, зростання видатків на поточні трансферти підприємствам та скорочення видатків на обслуговування боргу.

Нижчі обсяги трансфертів Пенсійному фонду передусім пов'язані з авансовою виплатою пенсій за січень 2018 року, яка була здійснена в грудні 2017 року, а також високими темпами зростання надходжень від ЄСВ. Крім того, значно меншими, ніж торік, були витрати на пільги та субсидії населенню на оплату послуг ЖКГ. Насамперед це зумовлено зростанням номінальних доходів домогосподарств на тлі помірної збільшення тарифів на послуги ЖКГ у 2017 році. Також на темпах зростання позначився ефект високої бази порівняння (на початку 2017 року стрімко зросли витрати на надання субсидій населенню на оплату послуг ЖКГ через значне підвищення тарифів на ці послуги в другій половині 2016 року).

Видатки на обслуговування боргових зобов'язань очікувано скоротилися за рахунок витрат на обслуговування внутрішнього боргу. Останнє, серед іншого, пов'язано з проведеним правочином з ОВДП, які зберігалися в портфелі Національного банку, наприкінці 2017 року.

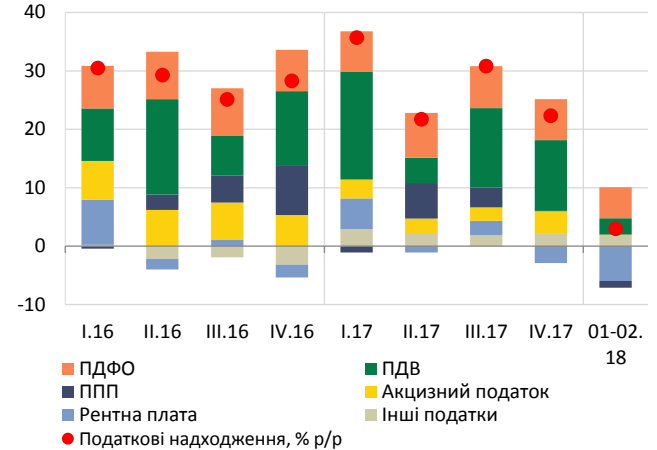
Натомість порівняно швидкими темпами зростали витрати на оплату праці, що також пов'язано з підвищенням мінімальної заробітної плати з початку 2018 року (на 16.3% до 3723 грн). Водночас високими темпами продовжували зростати витрати на використання товарів і послуг та капітальні видатки, хоча частка останніх у загальному обсязі видатків залишалася невеликою. Традиційно капітальні видатки здійснювалися насамперед за рахунок місцевих бюджетів.

Сальдо

У січні-лютому 2018 року зведений бюджет виконано з додатним сальдо – 15.3 млрд грн. Такий профіцит сформувався завдяки місцевим бюджетам (16.9 млрд грн профіциту), у той час як державний бюджет мав дефіцит (1.6 млрд грн).

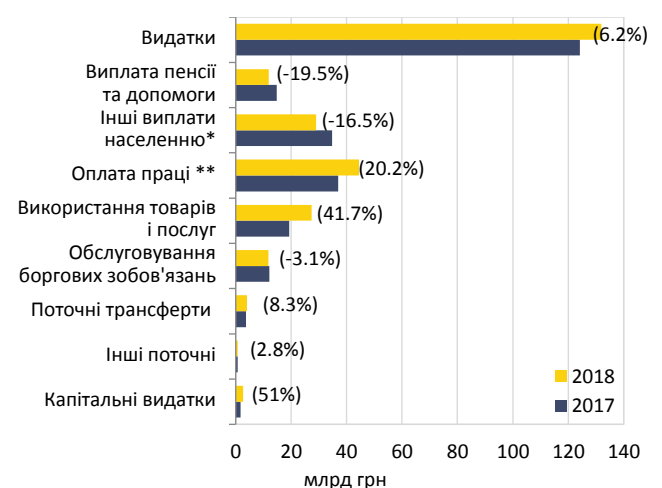
На початку 2018 року уряд продовжив розміщення короткострокових і середньострокових ОВДП, у тому числі номінованих в іноземній валюті. Кошти, залучені від ОВДП, спрямовувалися на фінансування дефіциту державного бюджету та погашення раніше емітованих цінних паперів.

Внески в зміну податкових надходжень зведеного бюджету, в. п.



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

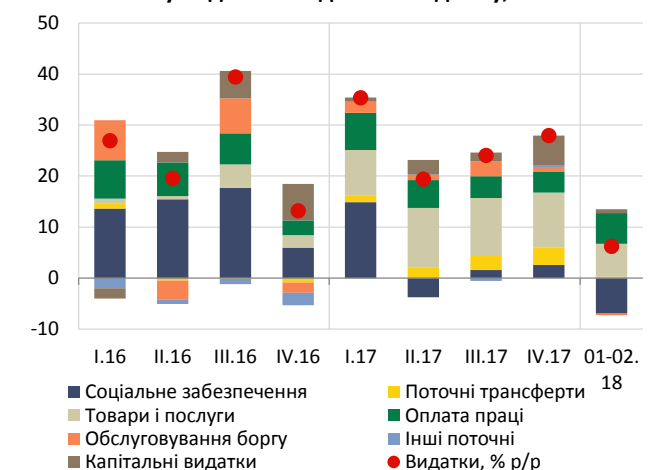
Видатки зведеного бюджету, економічна класифікація, млрд грн (річна зміна січень-лютий 2018 року, %)



* Інші виплати населенню включають видатки на надання пільг та субсидій населенню на оплату послуг ЖКГ, стипендії тощо.
** Оплата праці включає заробітну плату, грошове утримання військовослужбовців та нарахування на оплату праці.

Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Внески в зміну видатків зведеного бюджету, в. п.

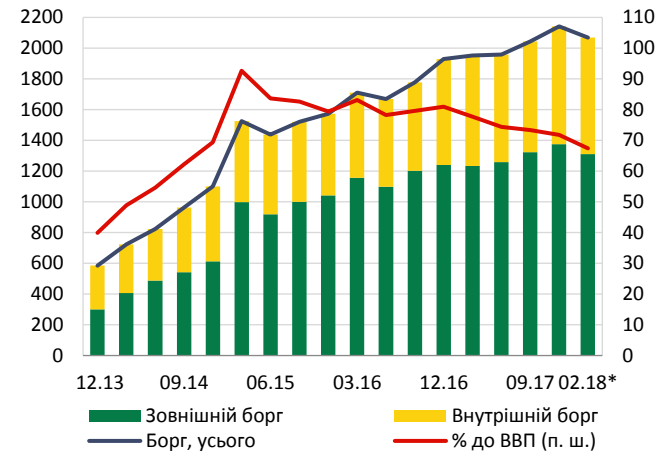


Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Зовнішні залучення в цей період були незначними та меншими, ніж погашення боргових зобов'язань.

Ураховуючи всі боргові операції, що були проведені на початку року, державний та гарантований державою борг скоротився відносно початку року на 3.4% станом на кінець лютого 2018 року. Відповідно співвідношення боргу до ВВП і надалі знижувалося, у тому числі завдяки поживленню економічної активності та зміцненню курсу гривні.

Державний та гарантований державою борг, млрд грн та % до ВВП



* ВВП за січень – лютий 2018 року – оцінка Національного банку.
Джерело: МФУ; ДССУ; розрахунки НБУ.

2.2.5. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС

Збереження сприятливих зовнішньоекономічних умов як з боку світових цін на сировинні товари, так і зовнішнього попиту, особливо країн Європи, забезпечували стійке зростання українського експорту на початку 2018 року. Однак через швидке відновлення внутрішнього попиту, який значною мірою задовольняється імпортом, дефіцит торгівлі товарами поступового розширювався (до 1.3 млрд дол. у січні-лютому 2018 року порівняно з 0.9 млрд дол. у відповідному періоді минулого року). Водночас подальше нарощення грошових переказів компенсувало збільшення торговельного дефіциту (більш детально про роль переказів див. у Вставці “Перегляд статистики приватних грошових переказів в Україну та його вплив на платіжний баланс” на стор. 32-34). Як наслідок, сальдо поточного рахунку в січні-лютому залишилося близьким до нуля.

Як і попереднього року, особливо в другому півріччі, на початку 2018 року операції уряду відігравали ключову роль у потоках капіталу за фінансовим рахунком. Так погашення урядом валютних ОВДП зумовило зростання чистих зовнішніх активів банків, що за фінансовим рахунком відображається як відплив капіталу. Однак завдяки нарощенню інвестицій нерезидентами в гривневій цінні папери, відновленню скорочення готівки поза банками та помірному припливу ПІІ, переважно до реального сектору, чистий відплив коштів за фінансовим рахунком за січень-лютий 2018 року був незначним – 0.3 млрд дол.

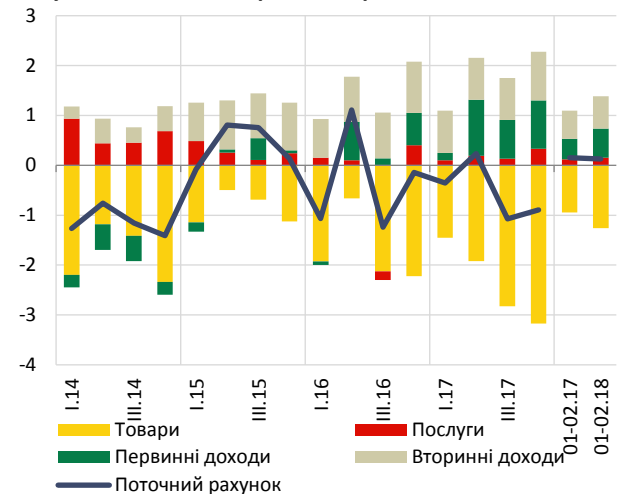
У результаті платіжний баланс у січні-лютому 2018 року також було зведено з незначним дефіцитом, що зумовило помірне зниження міжнародних резервів до 18.4 млрд дол. станом на кінець лютого. Через здійснення зовнішніх платежів уряду та Національного банку в березні міжнародні резерви знизилися до 18.2 млрд дол.

Рахунок поточних операцій

На початку 2018 року зростання експорту товарів прискорилося до 16.6% р/р насамперед завдяки відновленню зростання експорту продовольчих товарів (3.4% р/р порівняно зі зниженням у IV кварталі 2017 року). Зокрема підвищення світових цін на зернові частково компенсувало подальше зниження фізичних обсягів їх експорту через нижчий урожай 2017 року порівняно з попереднім. Крім того, високий урожай окремих олійних культур (сої та ріпаку) сприяв збереженню високих темпів зростання експорту насіння олійних. Це разом з підвищенням попитом з боку країн Європи на біопаливо забезпечило збільшення поставок відходів харчових продуктів (макуха, жом тощо). Останній фактор сприяв також істотному нарощенню обсягів поставок продукції деревообробної промисловості (експорт паливної деревини збільшився в 1.8 раза р/р). Також продовжили збільшуватися поставки інших продовольчих товарів (м'ясо-та молокопродуктів), насамперед завдяки стійкому попиту з боку країн ЄС.

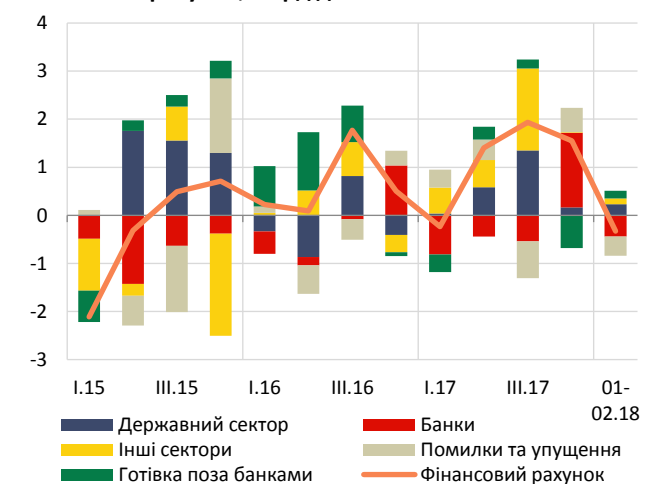
Зростання світових цін на метали та стійкий зовнішній попит стимулювали подальше зростання обсягів виробництва металургії та фізичних обсягів експорту металів. Водночас через збільшення в структурі українських поставок частки

Рахунок поточних операцій, млрд дол.



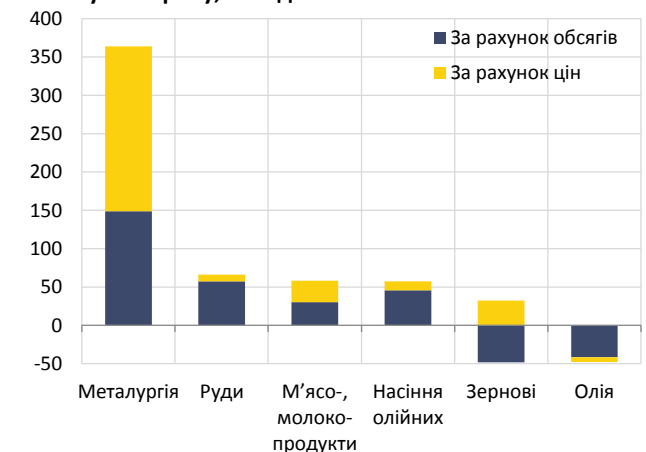
Джерело: НБУ.

Фінансовий рахунок, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Абсолютна річна зміна експорту окремих товарів у січні-лютому 2018 року, млн дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

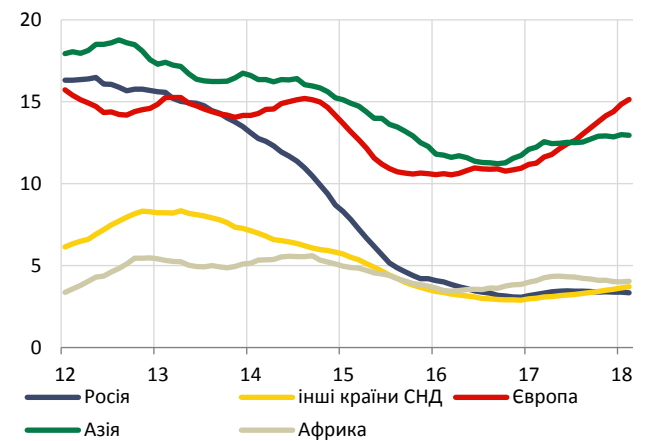
порівняно більш дешевих металів зростання вартісних обсягів експорту продукції металургії сповільнилося до 29.5% р/р. Значними темпами продовжував зростати експорт залізних руд (15.3% р/р), переважно завдяки нарощенню обсягів їх видобутку через відновлення роботи на окремих залізрудних шахтах з листопада 2017 року.

Істотне збільшення обсягів виробництва хімічної продукції з середини 2017 року (зокрема завдяки відновленню роботи заводом «Карпатнафтохім» після майже п'ятирічного простою) сприяло подальшому прискоренню зростання експорту продукції хімічної промисловості (до 49% р/р у січні-лютому 2018 року).

Тривало зростання експорту продукції машинобудування (на 19.1% р/р) за рахунок збільшення поставок електричного автомобільного устаткування до країн Європи та комплектуючих до залізничних вагонів (зокрема до Росії та Болгарії).

У цілому зростання експорту значною мірою продовжувало відображати розширення доступу українських експортерів до ринків країн Європи, яке триває з 2014 року. Зокрема, у січні-лютому 2018 року, близько 80% приросту експорту було забезпечено саме поставками до цих країн, а їх частка в загальному обсязі товарного експорту зросла до 41%. Також помірно зростає експорт до країн СНД за вирахуванням Росії. Нижчий урожай зернових культур та соняшнику стримував зростання експорту до країн Азії та Африки.

Експорт за регіонами, млрд дол., 12-місячна плинна



Джерело: розрахунки НБУ.

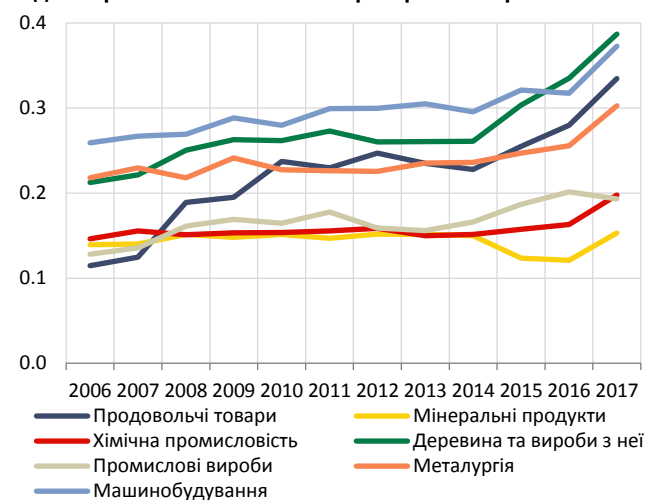
Довідково: Торгівля України з країнами Європи у 2017 році¹⁹

У 2017 році економічні відносини з Європою продовжили поглиблюватися. Після 13-річної перерви у 2017 році Європа знову стала основним торговельним партнером України. На відміну від попередніх років експорт товарів відіграв важливу роль у нарощенні товарообороту, причому його зростання відбувалося як за рахунок фізичних обсягів, так і цін. Експорт збільшився на 31.5% до 14.4 млрд дол., а його обсяги вийшли на рівень 2012 року. Зростання експорту до країн Європи відбулося за всіма товарними групами, найбільше за рахунок продукції металургії, руд, зернових культур та насіння олійних. Хоча зростання було забезпечено традиційними товарами, тривало опановування нових товарних ринків, про що свідчило стрімке зростання індексів проникнення²⁰ майже за всіма товарними групами (крім промислових виробів, за якими індекс активно зростає у попередні роки).

Імпорт з країн Європи також зростає (на 24.9% до 20.2 млрд дол.), однак нижчими темпами порівняно з експортом. Більш того, значною мірою зростання імпорту відображало потребу в енергоносіях (насамперед у природному газі). Водночас швидке зростання внутрішнього попиту, у тому числі інвестиційного, стимулювало закупівлі продукції машинобудування (сільськогосподарської техніки та наземних транспортних засобів).

Попри позитивні зрушення в торгівлі товарами з країнами Європи спостерігається сталий дефіцит, який у 2017 році дещо розширився (до 5.8 млрд дол.), а опанування нових ринків стримується тривалим та капіталоємним процесом приведення української продукції до європейських стандартів.

Індекс проникнення²⁰ на експортні ринки Європи



Джерело: WITS, розрахунки НБУ.

¹⁹ Детальний огляд тенденцій у зовнішній торгівлі товарами України з країнами Європи буде опубліковано в нерегулярних дослідженнях НБУ наприкінці квітня 2018 року.

²⁰ Індекс проникнення експорту є мірою того, наскільки товари конкретної країни представлені на існуючих ринках зарубіжних країн. Він розраховується як відношення кількості країн, до яких експортується конкретний товар (за чотирма знаками УКТЗЕД), до загальної кількості країн, що імпортують цей товар протягом року. Діапазон значень від 0 до 1, де 1 указує на те, що країна експортує певний товар до кожної з країн, що здійснюють його імпорт.

Розширення співпраці з країнами Європи сприяло також зростанню експорту послуг (прискорилося до 10.5% р/р у січні-лютому), зокрема авіаційного транспорту, ІТ-послуг та послуг з переробки сировини. Водночас як і в ІV кварталі 2017 року темпи зростання експорту послуг стримувало подальше зниження обсягів транзиту природного газу до європейських країн (на 27.1% р/р) через орієнтацію Росії на альтернативні напрями транспортування. Як наслідок, обсяги експорту послуг трубопровідного транспорту зменшилися на 24.1% р/р.

Більш швидке відновлення внутрішнього попиту стимулювало зростання імпорту, яке продовжувало прискорюватися і в січні-лютому 2018 року (до 19% р/р). При цьому з середини 2017 року основним рушієм цього були неенергетичні товари.

Так у січні-лютому 2018 року імпорт споживчого призначення (продовольчі та промислові товари) збільшився на 26% р/р. Високими темпами зростали імпорт риби та морепродуктів, овочів і цитрусових фруктів, окремих промислових виробів. Налагодження процесу державних закупівель ліків зумовило прискорення зростання імпорту фармацевтичної продукції (до 29.4% р/р).

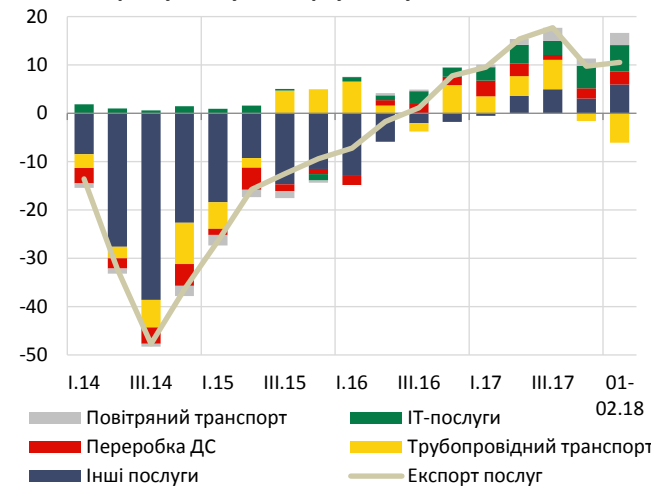
Ще вищими темпами зростає імпорт машинобудівної продукції (30.4% р/р). Зокрема темпи зростання обсягів імпорту продукції машинобудування сільськогосподарського призначення збереглися на рівні минулого року. Також високими темпами зростали закупівлі автомобілів, переважно за рахунок вживаних авто. Зокрема кількість ввезених автомобілів з пробігом збільшилася в січні-лютому минулого року внаслідок останнього року дії зниженого акцизу на вживані автомобілі. Однак зростання вартісних обсягів імпорту легкових автомобілів через цей самий чинник уповільнилося (до 29.9% р/р).

На тлі зниження світових цін на добрива та ймовірної затримки початку посівної кампанії через несприятливі погодні умови зростання імпорту добрив сповільнилося (до 24.9% р/р). Проте в цілому імпорт хімічної продукції залишався значним та забезпечив майже чверть приросту імпорту товарів.

Помірно холодна погода протягом більшої частини зимових місяців та значні обсяги запасів газу зумовили скорочення фізичних обсягів імпорту природного газу (у 2.4 раза р/р). Також сповільнилося зростання обсягів закупівель вугілля та нафтопродуктів. У цілому обсяги енергетичного імпорту знизилися на 1.2% р/р.

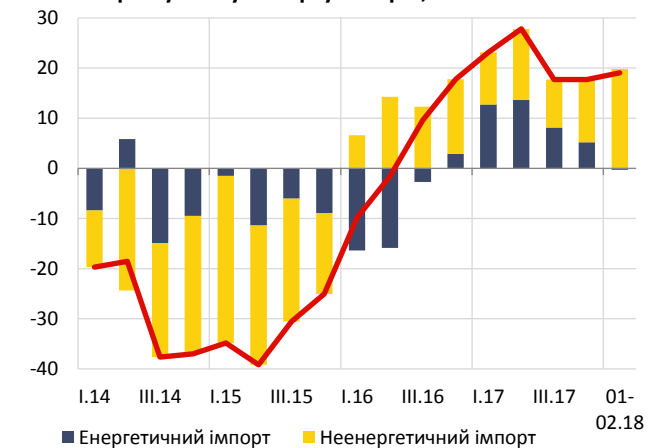
Дозвіл на репатріацію дивідендів за 2013 рік з листопада 2017 року призвів до зростання виплат за рахунком первинних доходів на початку 2018 року (на 19.9% р/р). Водночас це було більш ніж компенсоване подальшим збільшенням грошових переказів (на 31.4% р/р). Зростання переказів зумовлювалося, з одного боку, міграційними процесами, а з іншого – підвищенням заробітних плат та посиленням валют відносно долара США в країнах – реципієнтах вітчизняних трудових мігрантів.

Внески в річну зміну експорту послуг, в. п.



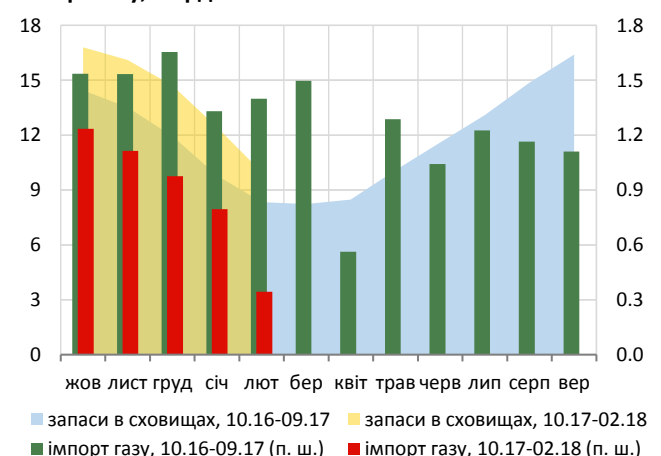
Джерело: НБУ.

Внески в річну зміну імпорту товарів, в. п.



Джерело: розрахунки НБУ.

Імпорт газу, млрд м³



Джерело: ДССУ, Укртрансгаз, Нафтогаз.

Фінансовий рахунок

На початку 2018 року за фінансовим рахунком спостерігався чистий відплив коштів у розмірі 0.3 млрд дол. Державний сектор відіграв ключову роль у динаміці фінансового рахунку через операції уряду з ОВДП, номінованими як в іноземній, так і в національній валюті. Переважно через погашення урядом валютних ОВДП чисті зовнішні активи банків зросли на 0.4 млрд дол., натомість збільшення нерезидентами інвестицій в гривневі ОВДП призвело до зростання чистих залучень державного сектору (детальніше у вставці "Роль іноземних інвесторів на внутрішньому ринку цінних паперів" на стор. 40-41).

Крім того, у січні-лютому 2018 року відновилося скорочення готівкової валюти поза банками (0.2 млрд дол.) унаслідок зростання її чистого продажу населенням. Натомість приплив ПІІ був порівняно незначним (0.2 млрд дол.) і спрямовувався до реального сектору переважно у формі акціонерного капіталу.

На початку 2018 року тривав помірний відплив боргового капіталу з приватного сектору (0.3 млрд дол.), що насамперед відображав зростання виплат реального сектору за довгостроковими кредитами. Роловер реального сектору в січні-лютому 2018 року поліпшився до 69%. Водночас роловер банківського сектору знизився через низькі обсяги нових залучень. У цілому роловер приватного сектору залишився на рівні 2017 року (66%).

Роловер приватного сектору за зовнішніми довгостроковими зобов'язаннями,²¹ %

	I.17	II.17	III.17	IV.17	2017	01-02.18
Банки	21	43	64	132	54	42
Реальний сектор	45	91	96	50	68	69
У цілому	39	85	89	59	66	66

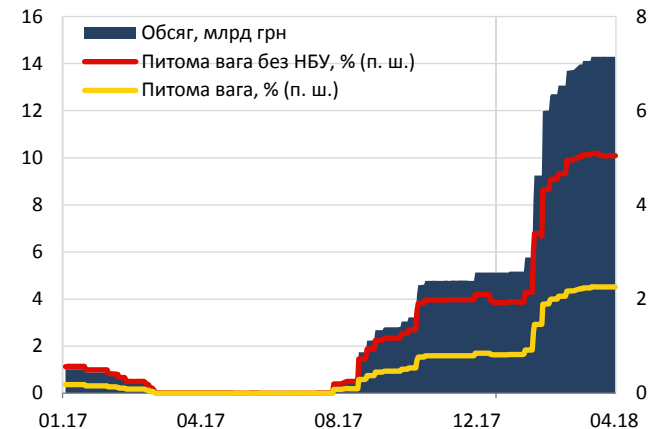
Резервні активи

У січні – березні 2018 року приплив капіталу від нерезидентів та збільшення надходжень валютної виручки від експортерів дали змогу Національному банку викупувувати надлишок валюти на ринку для поповнення міжнародних резервів. Проте їх обсяг станом на кінець березня скоротився до 18.2 млрд дол. або 3.3 місяця імпорту майбутнього періоду через здійснення платежів уряду та Національного банку за зовнішніми зобов'язаннями.

Зовнішня стійкість

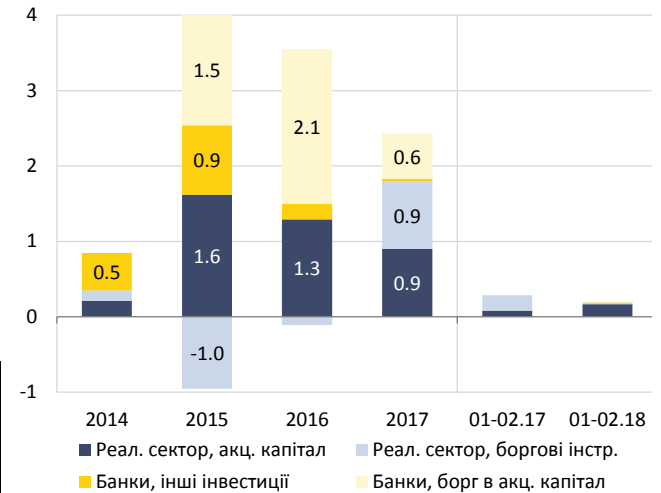
Поступове відновлення української економіки та відносна стабільність обмінного курсу зумовили подальше поліпшення показників зовнішньої заборгованості та адекватності міжнародних резервів. Зокрема помірне зростання (на 2.6%) валового зовнішнього боргу впродовж 2017 року супроводжувалося стрімким зростанням (на 17.6%) номінального ВВП у доларовому еквіваленті. Відповідно співвідношення зовнішнього боргу до ВВП скоротилося на 15.5 в.п. до 106.4%.

Обсяг та питома вага нерезидентів у загальному обсязі гривневих ОВДП



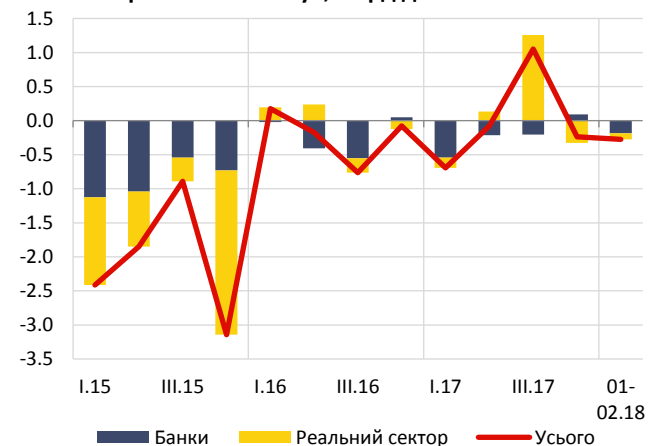
Джерело: НБУ.

Прямі іноземні інвестиції в Україну, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Потоки боргового капіталу*, млрд дол.



* Додатні значення – приплив капіталу

Джерело: НБУ

²¹ Дані без урахування операцій з переоформлення боргу в статутний капітал.

Зростання як валового боргу, так і боргу, який має бути погашений упродовж наступних 12 місяців, відбувалося за рахунок уряду та центрального банку, а заборгованість приватного сектору скоротилася за рахунок зменшення зобов'язань банків. Заборгованість СЗДУ у 2017 році зросла на 2.4 млрд дол. як за рахунок операцій (1.5 млрд дол.), так і курсової різниці (0.9 млрд дол.) через девальвацію долара США до євро та СПЗ. У розрізі операцій це зростання відображало отримання офіційного фінансування від МВФ та ЄС та емісію єврооблігацій у вересні 2017 року.

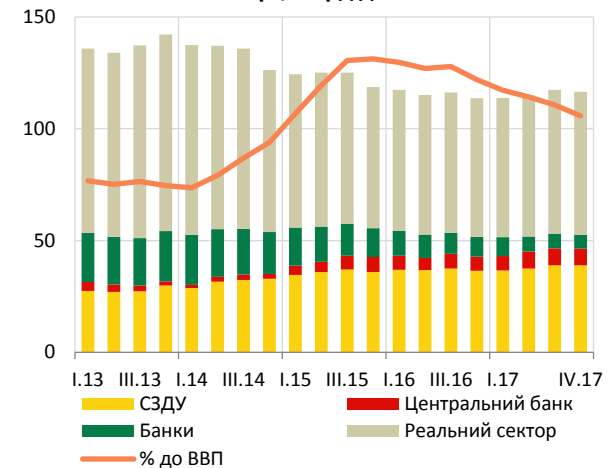
Упродовж року зобов'язання банківського сектору перед нерезидентами скоротилися на 30% (до 6.2 млрд дол.), а за останні 3 роки – утричі. Головним чинником такого стрімкого скорочення було зменшення заборгованості за міжбанківськими кредитами (у т. ч. за рахунок проведення операцій з переоформлення боргу в капітал на 4.1 млрд дол. у 2015 – 2017 роках). Хоча зовнішній борг реального сектору протягом IV кварталу скоротився на 0.3 млрд дол., з початку року він зріс на 3.4% до 64 млрд дол. за рахунок нарощення заборгованості за торговими кредитами, залучення єврооблігацій та збільшення заборгованості за гарантованими кредитами.

Скорочення короткострокового зовнішнього боргу за залишковим терміном погашення (до 46.7 млрд дол., або 87% від експорту товарів та послуг) відбулося за рахунок банківського сектору. Водночас зобов'язання уряду та центрального банку, що мають бути погашені впродовж наступних 12 місяців, збільшилися з 1.7 млрд дол наприкінці 2016 року до 2.9 млрд дол. станом на кінець 2017 року (2.1 млрд дол. з яких – майбутні виплати на користь МВФ). Таке зростання передусім відображає збільшення виплат за попередньою програмою співпраці з МВФ (stand-by).

Незважаючи на поліпшення абсолютної більшості показників зовнішньої стійкості, Україна залишається надзвичайно вразливою до зовнішніх шоків, зокрема через суттєве боргове навантаження на державний сектор у середньостроковій перспективі та значну відкритість економіки.

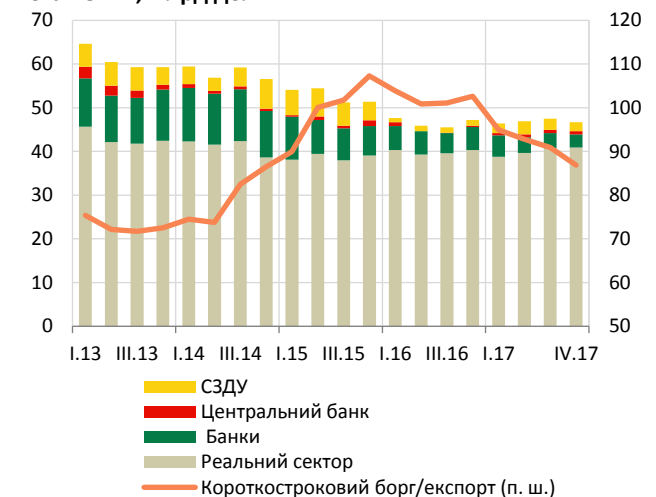
Подальше зростання міжнародних резервів (до 18.8 млрд дол. на кінець 2017 року, або на 21%) зумовило поліпшення показників їх адекватності. Зокрема критерій покриття резервами майбутнього імпорту зріс до 3.4 місяця. З початку року співвідношення резервів до композитного критерію МВФ (ARA metrics) поліпшилося на 9.3 в. п. та становило 65.1%. Співвідношення резервів до короткострокового боргу (критерій Гвідотті – Грінспена) зросло на 7.3 в. п. до 40.2%. Покриття резервами 20% широкої грошової маси, попри скорочення впродовж двох останніх кварталів, також зросло з початку року на 18.4 в. п. (до 210%). Це більше, ніж удвічі, перевищує порогове значення цього показника адекватності міжнародних резервів.

Валовий зовнішній борг, млрд дол.



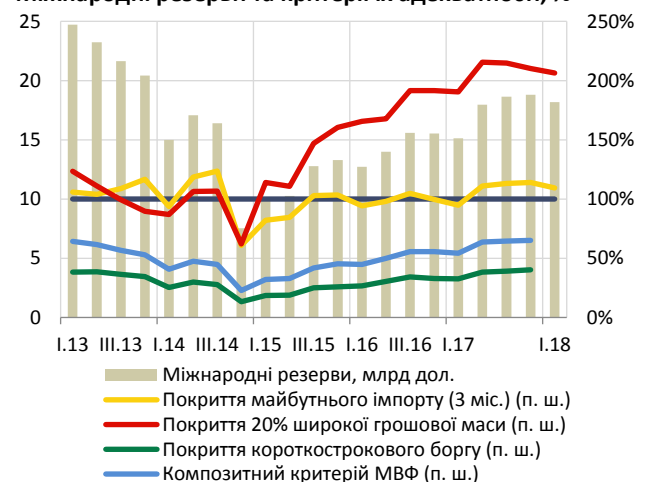
Джерело: НБУ.

Короткостроковий борг за залишковим терміном погашення, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Міжнародні резерви та критерії їх адекватності, %



Джерело: НБУ.

Показники зовнішньої стійкості та адекватності міжнародних резервів

%	IV.2015	I.2016	II.2016	III.2016	IV.2016	I.2017	II.2017	III.2017	IV.2017*
Зовнішній борг/ВВП	131.3	129.7	127.0	127.8	121.9	117.2	114.2	110.7	105.7
Зовнішній борг/експорт товарів і послуг	248.1	255.8	252.9	257.8	247.0	233.0	227.7	224.5	216.8
Короткостроковий борг/валовий борг	43.3	40.6	39.9	39.2	41.6	40.8	40.8	40.5	40.1
Короткостроковий борг/ВВП	56.8	52.7	50.7	50.1	50.7	47.8	46.6	44.8	42.4
Короткостроковий борг/експорт товарів і послуг	107.3	103.9	100.9	101.1	102.7	95.0	92.8	90.9	86.9
Відкритість економіки ²²	108.4	105.3	104.7	105.2	105.6	106.8	107.4	105.7	105.3
Резерви/короткостроковий борг	25.9	26.7	30.5	34.2	32.9	32.6	38.3	39.2	40.2
Резерви, композитний критерій МВФ	45.2	44.8	50.1	55.8	55.8	54.3	63.6	64.6	65.1
Покриття резервами 3 міс. майбутнього імпорту	103.3	94.2	97.9	104.7	99.6	94.9	111.1	113.0	114.0
Покриття резервами широкої грошової маси	32.1	33.1	33.5	38.3	38.3	38.1	43.1	42.9	42.0
Поточний рахунок/ВВП, плинний	1.8	0.7	1.0	-1.2	-1.4	-0.6	-1.5	-1.3	-1.9
Чиста міжнародна інвестиційна позиція/ВВП	-42.0	-41.2	-39.8	-41.3	-37.1	-35.3	-32.9	-33.6	-31.3

* Зеленим кольором виділено поліпшення показника порівняно з попереднім кварталом, червоним – погіршення.

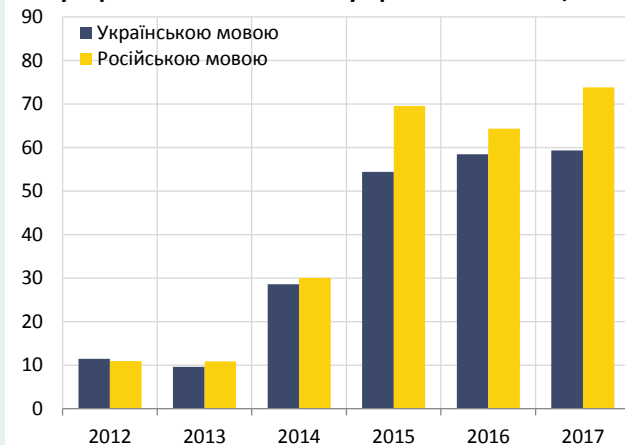
Вставка: Перегляд статистики приватних грошових переказів в Україну та його вплив на платіжний баланс

НБУ в березні 2018 року здійснив перегляд [методики розрахунку приватних переказів](#). Підставою для перегляду стала поява низки нових обстежень, вітчизняних та закордонних, про приватні перекази та міграційні процеси²³. Нові дані підтвердили істотні структурні зрушення в міграційних процесах України, які розпочалися з 2014 року²⁴, про що раніше свідчили неофіційні дані з відкритих джерел, зокрема мережі Інтернет.

Так в останні роки істотно зросла трудова міграція до Польщі. Зростали й обсяги грошових переказів з Польщі офіційними каналами – на 40% у 2015 році, 76% – у 2016 році та 74% за 9 місяців 2017 року. Однак частково таке зростання відображало зміцнення золотого до долара США та євро, тоді як частка переказів із Польщі офіційними каналами в період 2015 – 2017 років у загальному обсязі переказів практично не змінилася та становила лише близько 3%. Така невідповідність між часткою офіційних трансфертів із Польщі та часткою трудових мігрантів у цій країні свідчить про значні обсяги переказів, що передаються неформальними каналами. Це було підтверджено результатами [дослідження Національного банку Польщі \(далі – НБП\)](#), згідно з яким лише 17% загальної кількості переказів українськими трудовими мігрантами з Польщі здійснювалися офіційними каналами. Також двостороння заборона дії міжнародних платіжних систем у розрахунках з Росією призвела до зростання частки неформальних каналів у переказах з Росії з 2016 року. Відповідно НБУ оновив оцінки обсягів неофіційної частини приватних грошових переказів не лише для Польщі та Росії, а й для низки інших країн²⁵. Крім того, НБУ уточнив дані грошових переказів, що надійшли офіційними каналами за 2015 – 2017 роки.

Як наслідок, суми грошових переказів у 2015 – 2017 роках у середньому збільшилися на 2 млрд дол. щороку та у 2017 році становили 9.2 млрд дол. Коригування проводилися за всіма країнами, проте найбільші зміни відбулися в переказах із Польщі та Росії. На відповідні суми було скориговано сальдо поточного рахунку – у 2015 році сальдо набуло додатних значень, а у 2016 та 2017 роках дефіцит відчутно зменшився. Крім того, дещо змінилася й структура поточного рахунку. Зокрема, на основі дослідження НБП було підвищено коефіцієнт витрат трудових мігрантів у країні

Популярність запитів на пошук роботи в Польщі*



* З території України, у середньому за рік. Значення відображають щомісячний рівень популярності запитів "робота в Польщі" українською та російською мовами. Максимальне значення 100 відображає найвищий рівень популярності запиту за обраний період часу (з 01.01.2012 до 1.04.2018).

Джерело: Google trends; розрахунки НБУ.

²² Розраховано як співвідношення 12-місячної плинної суми експорту та імпорту до ВВП за відповідний період.

²³ Протягом 2017 року стали відомими результати дослідження Національного банку Польщі ["Громадяни України, які працюють у Польщі"](#), Центральний банк Росії оприлюднив дані щодо переказів за розширеним переліком країн, а також ДССУ опублікував результати [модульного вибіркового обстеження домогосподарств щодо зовнішньої трудової міграції](#).

²⁴ Детальніше див. вставку «Вплив міграційних процесів на ринок праці України» в Інфляційному звіті за січень 2018 року, стор. 28.

²⁵ Згідно з попередньою методикою НБУ дораховував обсяги переказів, здійснених неформальними каналами, для двох груп країн (СНД та інші країни), тоді як за поточною – окремо для 18 країн.

перебування, що призвело до збільшення обсягів імпорту послуг (на 0.7 млрд дол., 1 млрд дол., 1.5 млрд дол. у 2015 – 2017 роках відповідно). Натомість унаслідок зростання приватних переказів на валовій основі (з урахуванням сплачених податків та витрат за кордоном) суттєво поліпшилися показники рахунків первинних та вторинних доходів.

Зміна сальдо поточного рахунку не вплинула на сальдо зведеного платіжного балансу через принцип подвійного запису²⁶. Перегляд даних за поточним рахунком зумовив дзеркальний перегляд даних за статтю "Обсяги готівкової валюти поза банками" за фінансовим рахунком та меншою мірою за статтю "Помилки та упущення".

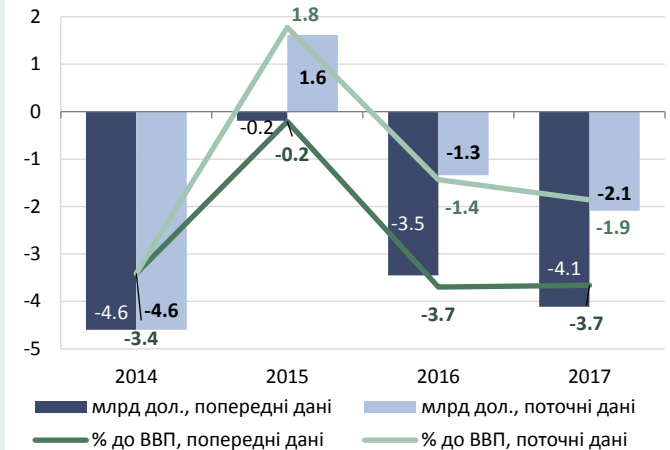
Після перегляду даних Україна повернулася до Топ-15 країн за абсолютними обсягами переказів згідно з даними Світового банку по інших країнах світу (до перегляду місце України знизилося з 13 у 2013 році до 25 у 2014 – 2016 роках). Також перегляд даних відобразив суттєве зростання ролі приватних грошових переказів як джерела валютних надходжень в Україну, що в умовах фінансової кризи дало змогу пом'якшити негативні наслідки суттєвого скорочення експортної виручки і прямих іноземних інвестицій.

Про важливу роль грошових переказів в економіках багатьох країн свідчать і результати економічних досліджень. [Експерти МВФ \(2017\)](#) на прикладі країн Центральної Америки та Карибського басейну встановили, що грошові перекази трудових мігрантів це важливий драйвер макроекономічної стабілізації. Для країн, що розвиваються, грошові перекази є одним із найбільш значних джерел зовнішнього фінансування; вони сприяють згладжуванню приватного споживання, підтримують стабільність фінансового сектору та збільшують фіскальний простір уряду. А [Di Giovanni et al \(2014\)](#) за допомогою кількісної багатогалузевої моделі світової економіки емпірично довели, що в довгостроковому періоді грошові перекази трудових мігрантів є єдиним каналом позитивного впливу еміграції на економічне зростання.

Водночас грошові перекази можуть мати негативні наслідки для малих економік. Так згідно з дослідженням [Chami, Fullenkamp, Jahjah \(2003\)](#) грошові перекази мають наслідком зниження мотивації та продуктивності праці домогосподарств – отримувачів переказів, що, у свою чергу, призводить до скорочення пропозиції робочої сили на внутрішньому ринку. Також [Yaseen \(2012\)](#) стверджує, що надходження грошових переказів може спричинити «перегрів» певних секторів економіки (наприклад, ринок нерухомості) та зростання внутрішніх цін.

Негативні наслідки грошових переказів можуть бути суттєво зменшені, а позитивні – підсилені завдяки створенню належних стимулів для більш продуктивного застосування коштів трудових мігрантів, зокрема шляхом здійснення інвестицій. Так [експерти Світового банку \(2008\)](#) на основі вибірки даних щодо 67 країн встановили, що одним із

Сальдо поточного рахунку*



* Різниця включає також коригування даних за попередні періоди 2017 року, не пов'язані з перерахунком приватних переказів.

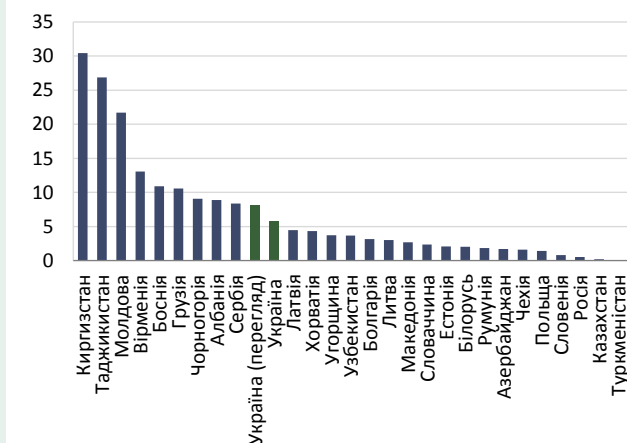
Джерело: НБУ.

Канали передачі коштів з Польщі до України, 2015 рік



Джерело: НБП.

Співвідношення грошових переказів до ВВП за окремими країнами світу, 2016 рік, %



Джерело: World Bank, НБУ.

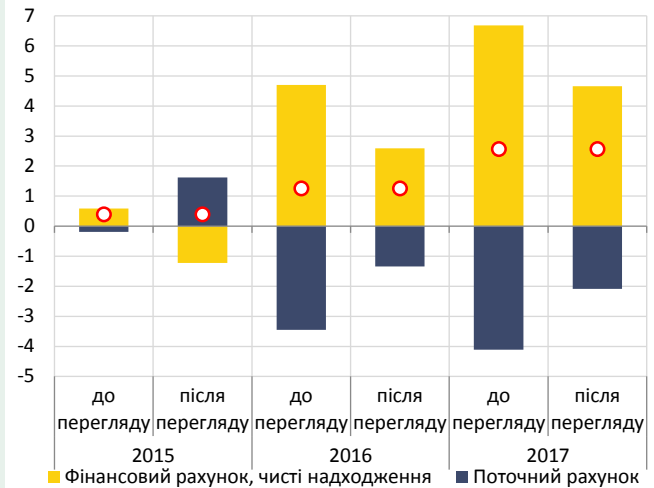
²⁶ Полягає в тому, що кожна зовнішньоекономічна операція обліковується в платіжному балансу двічі. Наприклад, експорт товарів відображається кредитовим записом за поточним рахунком та дебетовим записом на відповідну суму за фінансовим рахунком, наприклад за статтями "валюта та депозити" або "торгові кредити та аванси". Детальніше див. [Методологічний коментар до статистики зовнішнього сектору України](#).

головних каналів позитивного впливу грошових переказів трудових мігрантів на економічне зростання країн-реципієнтів є збільшення внутрішніх інвестицій. Протягом 1991 – 2005 років грошові перекази до країн Латинської Америки забезпечили збільшення частки інвестицій у ВВП більше ніж на 2 в. п.

Також [Catrinescu, Leon-Ledesma, Piracha Quillin \(2009\)](#) довели стійкий взаємозв'язок між грошовими переказами та валовим нагромадженням основного капіталу. Натомість в Україні згідно з [дослідженням MOM \(2016\)](#) грошові перекази рідко використовуються для фінансування інвестицій, близько 30% спрямовується на споживання, більше 40% – на заощадження. Згідно з дослідженням [UNCTAD \(2013\)](#) для сприяння направленню переказів у продуктивні види діяльності низка країн розробляють цільові заходи державної політики. Серед таких заходів можуть бути надання можливості використання переказів як застави під кредити для малого бізнесу, розробка фінансових інструментів забезпечення співучасті громадян у державних інфраструктурних проектах, заохочення банків до створення умов для збільшення переказів шляхом розширення кола послуг для мігрантів, вивчення можливості надання податкових пільг для мігрантів, які повертаються та вкладають зароблені за кордоном кошти у власну справу тощо.

Проте основним дієвим механізмом залучення приватних переказів до інвестиційної активності залишається макроекономічна стабільність, сприятливе бізнес-середовище та інвестиційний клімат у країні.

Зведений платіжний баланс, млрд дол.



Джерело: НБУ.

2.2.6. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ

У I кварталі 2018 року НБУ продовжив проводити більш жорстку монетарну політику, двічі підвищивши облікову ставку. Це було зумовлено необхідністю упередження подальшого погіршення інфляційних очікувань населення та бізнесу, а також повернення споживчої інфляції в цільовий діапазон у середині 2019 року.

З початку циклу здійснення більш жорсткої монетарної політики (з кінця жовтня 2017 року) підвищення облікової ставки ефективно трансливалися в зміни процентних ставок у національній валюті, що сприяло зростанню попиту на гривневі інструменти, у тому числі серед нерезидентів. Водночас попередні рішення з підвищення облікової ставки ще не повною мірою відобразилися в ринкових ставках, зокрема депозитних ставках банків.

Зазначене разом із збереженням сприятливої зовнішньої кон'юнктури та вичерпання дії окремих тимчасових чинників (зокрема значного зростання бюджетних видатків наприкінці року) призвело до розвороту девальваційної тенденції на валютному ринку із кінця січня 2018 року та суттєвого посилення гривні як до долара, так і до валют країн – ОТП України.

Зміцнення гривні та незначне збільшення процентних ставок за гривневими депозитами сприяли підвищенню їх привабливості, передусім для населення, номінальні доходи якого продовжували зростати високими темпами. Це забезпечило подальший приплив гривневих депозитів у банківську систему. У свою чергу, подальший приплив депозитів на тлі значних обсягів ліквідності банків зумовив у цілому помірний відгук депозитних ставок на підвищення облікової ставки, тоді як реакція ставок за гривневими кредитами була більш відчутною. Однак підвищення ставок за кредитами значною мірою було компенсовано пом'якшенням стандартів кредитування, у результаті чого тривало нарощення його обсягів.

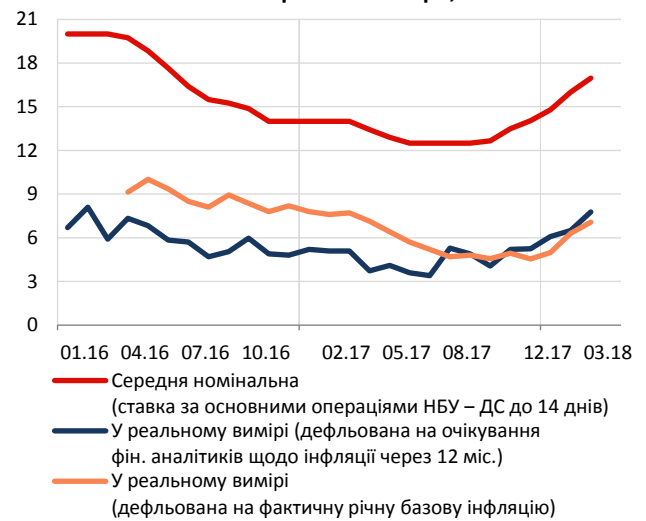
Процентні ставки²⁷

У I кварталі 2018 року Правління НБУ двічі підвищувало облікову ставку – загалом на 250 б. п. – до 17.0% річних. Незважаючи на певне погіршення інфляційних очікувань в останні місяці, у реальному вимірі облікова ставка також зросла – приблизно до 6 – 7%.

Слідом за підвищенням облікової ставки зросла і середньозважена вартість гривневих ресурсів на міжбанківському ринку в I кварталі 2018 року: на 1.8 в. п. до 15.5% за даними системи "КредІнфо", а УІМС овернайт підвищився на 2.2 в. п.

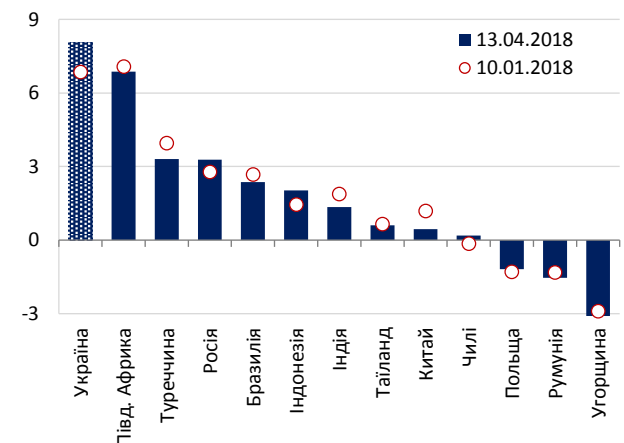
Результатом більш жорсткої монетарної політики, яку НБУ проводить із жовтня минулого року, стало зростання дохідності гривневих ОВДП за всіма строками. У реальному вимірі дохідність гривневих ОВДП залишалась однією із найвищих серед країн, ринки яких розвиваються, тоді як монетарні умови пом'якшувалися в окремих країнах. Зростання дохідності українських гривневих облігацій

Ключова ставка НБУ та її реальні виміри, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Реальні процентні ставки* за державними цінними паперами окремих країн, ринки яких розвиваються, %



* Реальна процентна ставка, розрахована як різниця між дохідністю залучених на первинному ринку однорічних облігацій уряду та прогнозом МВФ з інфляції на кінець 2018 року (Перспективи розвитку світової економіки, квітень 2018), для України – прогноз НБУ.

Джерело: Thomson Reuters, розрахунки НБУ.

Облікова ставка та місячні ковзні середні ставки за операціями у гривні, % річних



Примітка: стрілки позначають зростання ставок після 26 жовтня 2017 року (початок циклу більш жорсткої монетарної політики).

Джерело: НБУ.

²⁷ Інформація надається за оперативними даними.

стимулювало приплив капіталу, у тому числі іноземного, в державні цінні папери. У свою чергу, збільшення портфельних інвестицій нерезидентами посилило ефект трансмісії більш жорсткої монетарної політики через канал валютного ринку. Крім того, збільшення ролі іноземних інвесторів на внутрішньому ринку цінних паперів може сприяти поглибленню та подальшому розвитку ринку капіталу в Україні, хоча й вимагає ретельної уваги з боку регулятора через волатильність потоків короткострокового капіталу (див. вставку "Роль іноземних інвесторів на внутрішньому ринку державних цінних паперів" на стор. 40-41).

На підвищення облікової ставки в I кварталі 2018 року відреагували зростанням і процентні ставки за операціями банків у національній валюті. Водночас ефект перенесення на ставки за депозитами був помірнішим порівняно із ставками за кредитами. Так, дещо підвищилася дохідність гривневих строкових депозитів для НФК та домогосподарств. Натомість дохідність коштів на вимогу для НФК залишилася на рівні попереднього кварталу, а для населення навіть дещо знизилася. Помірний відгук депозитних процентних ставок може пояснюватися збереженням значного профіциту ліквідності банківської системи та збільшенням привабливості депозитів у національній валюті на тлі зміцнення гривні.

Натомість, крім трансмісії від підвищення облікової ставки, зростання процентних ставок за кредитами відображало також збільшення попиту на кредитні ресурси, зокрема на середньострокові споживчі потреби населення та обігові цілі підприємств. Відповідно, найвідчутнішим підвищення ставок було за кредитами домогосподарств від одного року до п'яти років, а процентні ставки за кредитами НФК підвищилися майже за усіма строками.

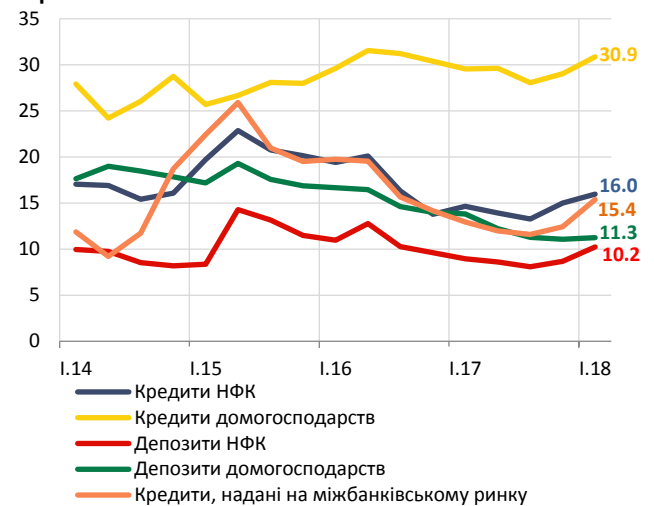
Валютний ринок

Приплив іноземних портфельних інвестицій, на тлі підвищення облікової ставки, збереження сприятливої зовнішньої кон'юнктури та вичерпання впливу тимчасових чинників, які діяли в першій половині січня (серед яких: значна бюджетна експансія наприкінці минулого року, а також сезонне зниження пропозиції іноземної валюти) сприяли зростанню притоку іноземної валюти та розгортанню ревальваційного тренду із кінця січня 2018 року. На готівковому валютному ринку пропозиція іноземної валюти з боку населення також переважала попит на неї, у тому числі завдяки поліпшенню курсових очікувань.

Домінуючий ревальваційний тренд дав змогу НБУ купувати іноземну валюту для поповнення міжнародних резервів. Сальдо операцій з купівлі НБУ іноземної валюти в I кварталі 2018 року було додатним та становило 757 млн дол. (проти 131 млн дол. у I кварталі 2017 року). Проведення інтервенцій НБУ не протидіяло ревальваційній тенденції, яка визначалася фундаментальними факторами. Офіційний обмінний курс гривні до долара на кінець березня 2018 року порівняно з початком року посилювався на 5.4%.

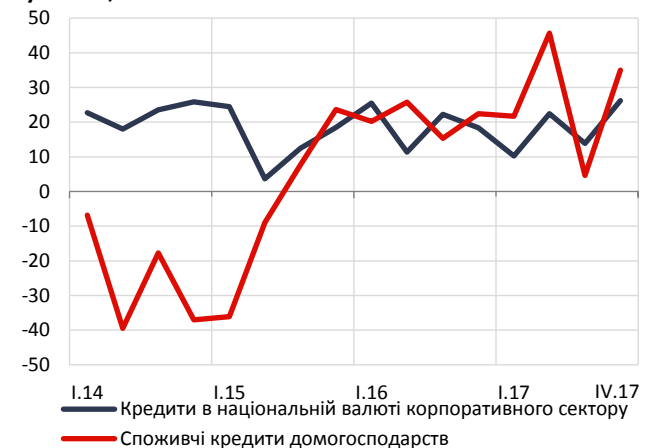
Більше того, посилення гривні до долара було істотнішим порівняно з більшістю валют країн – ОТП України. Це зумовило суттєве зміцнення НЕОК гривні в лютому-березні

Середньозважені процентні ставки в національній валюті за новими кредитами (без овердрафту) і депозитами, % річних



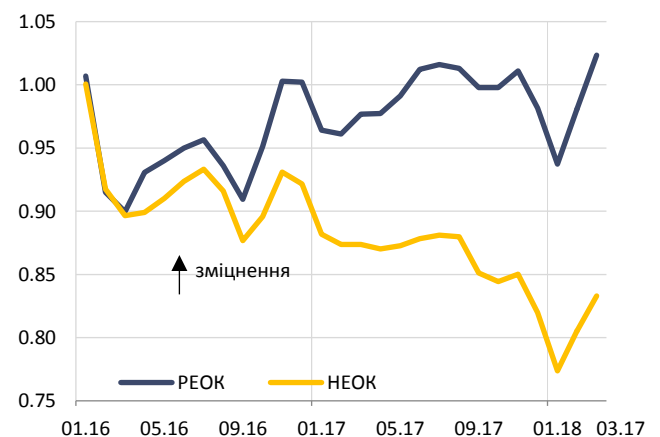
Джерело: НБУ.

Оцінка банками зміни кредитного попиту економічних суб'єктів, %



Джерело: Опитування про умови кредитування (січень 2018 року).

Індекс РЕОК та НЕОК гривні, за середньомісячним міжбанківським курсом, 12.2015=1



Джерело: НБУ.

2018 року, проте він залишився слабшим, ніж рік тому (у березні 2018 року – на 4.7% р/р). Однак ураховуючи значне перевищення інфляції в Україні порівняно з країнами-партнерами, РЕОК гривні зміцнився як до початку року, так і в річному вимірі (у березні 2018 року – на 4.8% р/р).

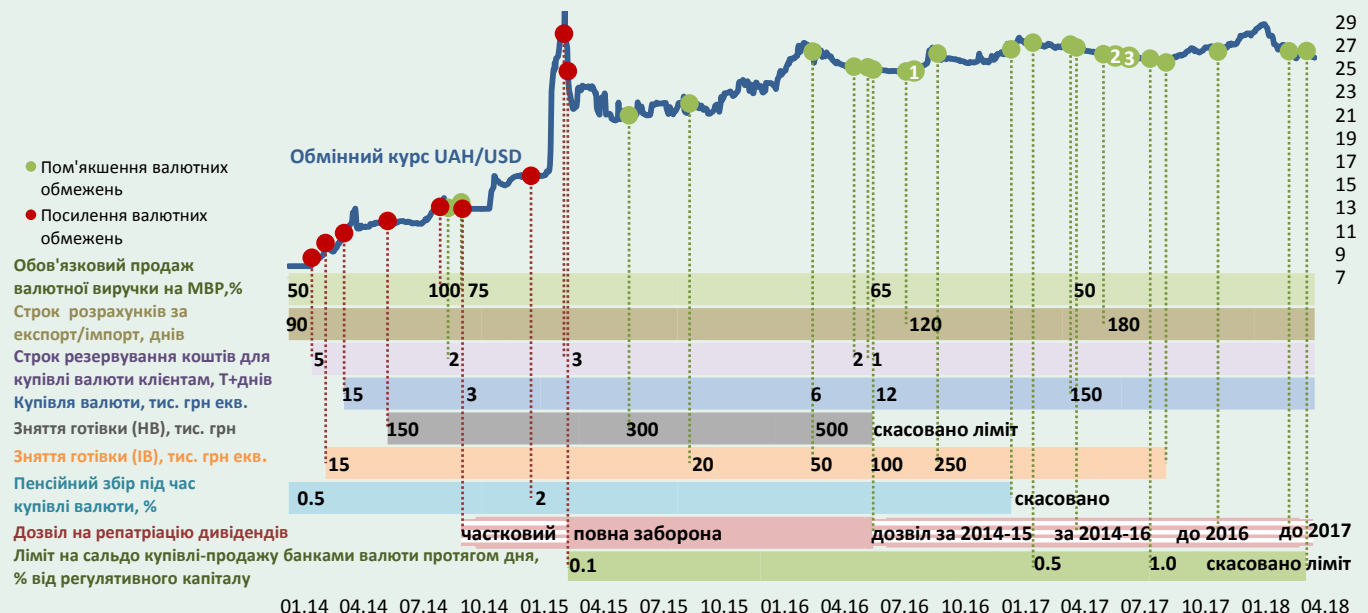
Вставка: Заходи НБУ з лібералізації валютного ринку та проведення інтервенцій

З огляду на сприятливу ситуацію на валютному ринку, що встановилася із кінця січня 2018 року, НБУ продовжив пом'якшувати адміністративні обмеження, послаблення яких не матиме негативних наслідків для цінової та фінансової стабільності та водночас сприятиме поліпшенню ділового й інвестиційного клімату України. Зокрема НБУ:

- [дозволив іноземним інвесторам репатріювати дивіденди за корпоративними правами та акціями, нараховані за 2017 рік;](#)
- розширив можливості банків для проведення власних операцій з іноземною валютою на міжбанківському ринку, скасувавши обмеження на розмір дозволеного сальдо купівлі-продажу іноземних валют та банківських металів; збільшив ліміт загальної довгої відкритої валютної позиції банку; послабив обмеження на дострокове погашення зовнішніх кредитів та позик в іноземній валюті та перерахування іноземної валюти за кордон для здійснення платежів, пов'язаних із процесами судочинства; розширив перелік операцій, на надходження за якими не поширюється вимога щодо обов'язкового продажу ([постанова Правління НБУ](#));
- [надав право клієнтам подавати заяву про продаж іноземної валюти до будь-якого уповноваженого банку](#) (незалежно від наявності поточного рахунку в іноземній валюті в цьому банку);
- [розширив для уповноважених банків можливість залучати від нерезидентів так звані "синтетичні" кредити та позики в національній валюті.](#)

НБУ також [осучаснив підхід до проведення інтервенцій на міжбанківському валютному ринку](#). Він передбачає використання Matching – нового функціоналу для укладання угод в торговельно-інформаційних системах (Bloomberg, Thomson Reuters тощо), що надасть можливість миттєво укладати анонімні угоди з купівлі-продажу іноземної валюти. Це нівелює вплив інформації про інтервенції НБУ на курсоутворення на міжбанківському валютному ринку. Наявність різних форм та функціоналів для проведення валютних інтервенцій розширює можливості НБУ щодо накопичення міжнародних резервів з мінімальним впливом на обмінний курс та врівноваження ситуації на міжбанківському валютному ринку в разі потреби.

Окремі антикризові заходи щодо стабілізації ситуації на грошово-кредитному та валютному ринках



- 1 Скасування ідентифікації в разі купівлі валюти до 150 тис. грн екв.
- 2 Скасування обмеження щодо: (i) окремих операцій з повернення коштів іноземним інвесторів та (ii) переказу коштів ф.о. за кордон для неторговельних операцій. (iii) Збільшено річний ліміт інвестування за кордон з 0.6 до 2 млн дол.
- 3 Е-ліцензії на перерахування ф.о. валюти за кордон для окремих операцій.

Базові гроші та ліквідність²⁸

У банківській системі зберігався значний профіцит ліквідності. Більше того, середньоденні залишки коштів як на депозитних сертифікатах НБУ, так і на коррахунках банків у I кварталі 2018 року збільшилися порівняно з IV кварталом 2017 року.

Находила ліквідність до банківської системи в I кварталі 2018 року головним чином за рахунок зниження обсягів готівки (загалом на 12.2 млрд грн, переважно в січні) та купівлі іноземної валюти (20.0 млрд грн, насамперед у лютому-березні). Натомість традиційно для цього періоду ліквідність вилучалася через операції уряду, вплив яких в I кварталі 2018 року оцінено на рівні 27.6 млрд грн²⁹. Крім того, ліквідність поглиналася через погашення банками раніше отриманих кредитів рефінансування (4.5 млрд грн), а також операції ліквідаторів банків та ФГВФО (у цілому 3.3 млрд грн).

Зниження обсягу готівки станом на кінець березня 2018 року значно перевищило зростання коррахунків банків, спричинивши скорочення грошової бази в I кварталі 2018 року на 1.5% порівняно з груднем попереднього року. У результаті сповільнилося її зростання і в річному вимірі (до 10.2%).

Загалом з 2012 року, за винятком кризових років, триває тенденція до зниження попиту на готівку, про що свідчить падіння співвідношення обсягу готівки до ВВП. Передусім це пов'язано з розвитком безготівкових розрахунків. Зокрема співвідношення безготівкових платежів до приватного споживання зросло з близько 7% у 2012 році до 43% у 2017 році.

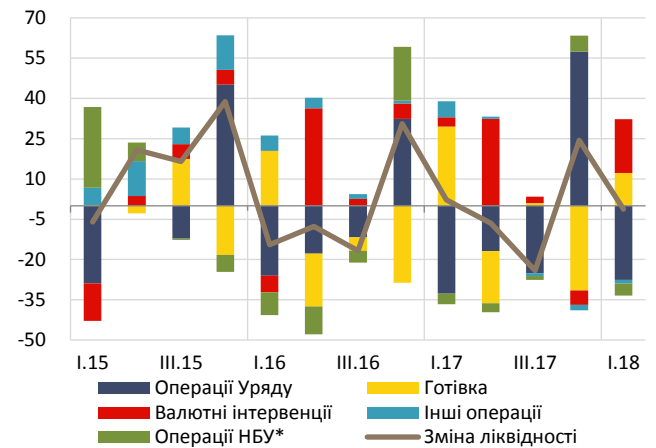
Грошова маса та її компоненти

На початку 2018 року зростання гривневих депозитів у банківській системі продовжувало помірно прискорюватися (до 17.2% р/р у лютому). Найбільш активно зростали залишки коштів домашніх господарств. Значним попитом серед населення продовжували користуватися депозити на вимогу, однак відчутно збільшилися й залишки депозитів строком до одного та дещо помірніше – більше двох років. Активізації залучення коштів домогосподарств сприяло підвищення номінальних доходів населення та збільшення привабливості гривневих депозитів на тлі зміцнення гривні та підвищення дохідності строкових депозитів. Депозити НФК також зростали, хоча й дещо нижчими темпами, що, серед інших чинників, може пояснюватися високою інвестиційною активністю в останні роки.

Також незначно прискорилося зростання залишків коштів в іноземній валюті (у доларовому еквіваленті), у тому числі через низьку базу порівняння.

Завдяки зростанню депозитів річні темпи приросту грошової маси пришвидшилися до 10.4% у лютому. Відповідно до [Опитування про умови кредитування](#) (за січень 2018 року) більшість банків очікують подальший приплив депозитів у наступні 12 місяців.

Фактори впливу на зміну[#] ліквідності банків^{##}, млрд грн



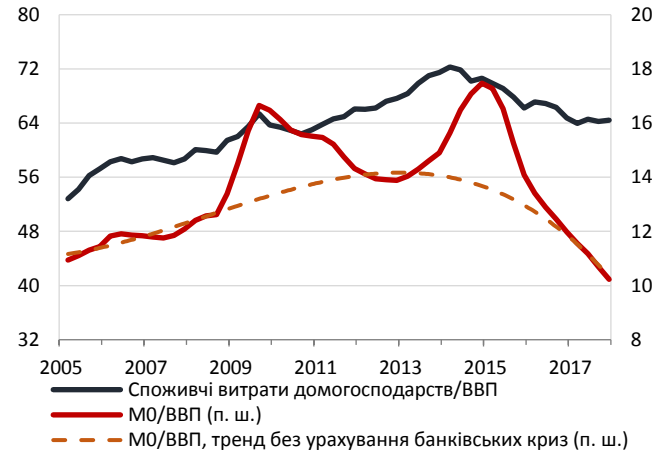
* Крім операцій з депозитними сертифікатами.

[#] Зміна залишків коштів на кінець кварталу до попереднього кварталу.

^{##} Ліквідність банків включає депозитні сертифікати НБУ та коррахунки банків.

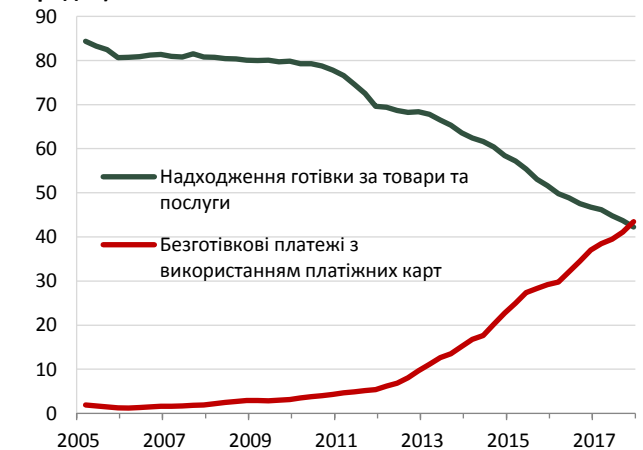
Джерело: НБУ.

Співвідношення готівки (M0) та споживчих витрат домогосподарств до ВВП, % (ковзне річне середнє)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Співвідношення готівкових та безготівкових платежів до споживчих витрат домогосподарств, % (ковзне річне середнє)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

²⁸ Інформація надається за оперативними даними.

²⁹ Вплив фіскальних факторів на зростання ліквідності банківської системи розраховано на основі таких головних чинників: зростання залишків коштів на ЄКР (на 3.2 млрд грн), платежів уряду НБУ за своїми зобов'язаннями (16.0 млрд грн) та чистої купівлі урядом іноземної валюти в НБУ (близько 8.0 млрд грн).

Кредити

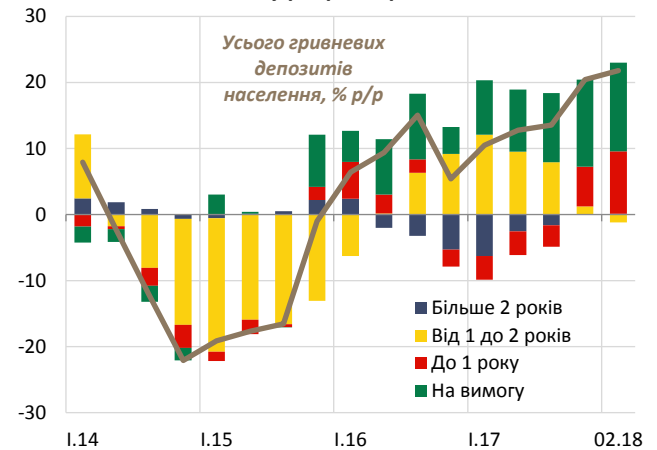
Протягом січня-лютого 2018 року банки продовжили поступово нарощувати гривневе кредитування (залишки збільшилися на 15.5% р/р). Найбільш активно зростало кредитування домогосподарств, передусім завдяки споживчому кредитуванню. Зокрема, високими темпами зростала видача кредитів на придбання транспортних засобів та інші споживчі потреби. Зростанню попиту на кредити з боку домогосподарств, поміж іншого, сприяло збільшення доходів населення та як результат поліпшення їх платоспроможності.

Також зростав попит на кредити і з боку НФК, що може пояснюватися збільшенням потреби в обіговому капіталі та інвестиціях. Лідерами такого приросту на початку 2018 року були підприємства переробної промисловості, сільського господарства та будівельної галузі.

Залишки за кредитами в іноземній валюті (у доларовому еквіваленті) також продемонстрували суттєве зростання. Це відбулося, насамперед, через методологічні зміни в розрахунку цього показника. А саме – особливостей ведення бухгалтерського обліку під час поступового переходу на МСФЗ 9, зокрема за рахунок сум коригування процентних доходів за знеціненими фінансовими активами, які відносяться до операцій 2017 року.

Попри підвищення процентних ставок за банківськими кредитами, банки і надалі очікують збереження тенденцій щодо помірною відновлення кредитування. Зокрема цьому сприятиме зниження кредитного ризику у результаті [створення загальнонаціонального кредитного реєстру](#).

Річна зміна залишків гривневих депозитів домогосподарств за внесками депозитів у розрізі строків погашення, в. п.



Джерело: НБУ.

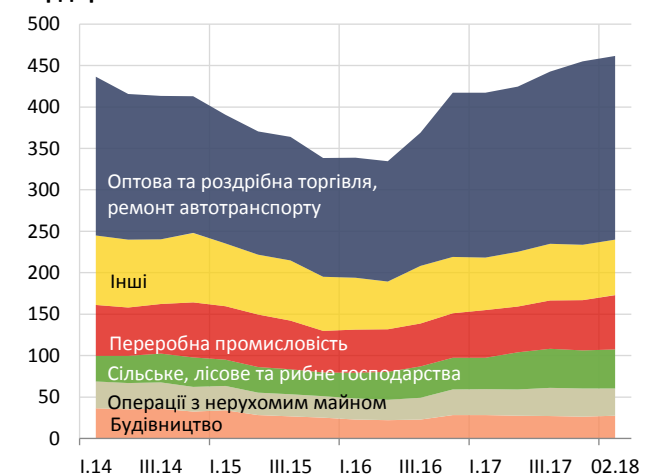
Річна зміна залишків за гривневими кредитами, наданими домогосподарствам, за внесками кредитів у розрізі цільового спрямування, в. п.



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

Джерело: НБУ.

Гривневі кредити НФК за видами економічної діяльності, млрд грн



Джерело: НБУ.

Вставка: Роль іноземних інвесторів на внутрішньому ринку державних цінних паперів

З осені 2017 року на внутрішньому ринку цінних паперів почала зростати зацікавленість іноземних інвесторів гривневими ОВДП, обсяг яких за сумою основного боргу у власності нерезидентів зріс з нуля в серпні 2017 року до понад 14 млрд грн (станом на 01.04.2018 року). Попитом іноземних інвесторів здебільшого користувалися цінні папери з терміном погашення три, шість та дев'ять місяців і дещо нижчим – п'ятирічній ОВДП.

Зростанню попиту іноземних інвесторів на українські державні цінні папери сприяли підвищення доходності державних облігацій України та податкові зміни. Так, у відповідь на проведення НБУ більш жорсткої монетарної політики (з жовтня 2017 року облікову ставку загалом підвищено на 450 б. п. до 17% річних) зросла доходність гривневих ОВДП як на первинному, так і на вторинному ринках. Зокрема, середньозважена доходність гривневих ОВДП, залучених на первинному ринку строком до одного року, з жовтня 2017 року підвищилася на 3 в. п. до 17.2% річних у березні 2018 року. Збільшенню попиту нерезидентів також сприяли внесені з вересня 2017 року [зміни до Податкового кодексу](#) в частині оподаткування доходів іноземних інвесторів, отриманих від операцій з ОВДП та облігацій місцевих позик. Все це відбувалося на тлі все ще м'яких глобальних фінансових умов – незважаючи на підвищення ставки ФРС, на світових фінансових ринках переважають низькі процентні ставки, особливо в розвинених країнах, що сприяє збереженню високої зацікавленості іноземних інвесторів у активах країн, ринки яких розвиваються, в тому числі України.

Також зростанню попиту на українські ОВДП сприяло поліпшення кредитного рейтингу України. У серпні 2017 року, Moody's Investors Service підвищило рейтинг боргових інструментів України з Caa3 до Caa2 та змінило прогноз зі стабільного на позитивний, а Standard and Poor's та Fitch Ratings підтвердили рейтинги на рівні В- для довгострокових та В для короткострокових зобов'язань із стабільним прогнозом. Про позитивний зв'язок між поліпшенням суверенних рейтингів та зростанням активності нерезидентів на внутрішніх ринках державних запозичень свідчать й економічні дослідження ([Park et al., 2018](#)).

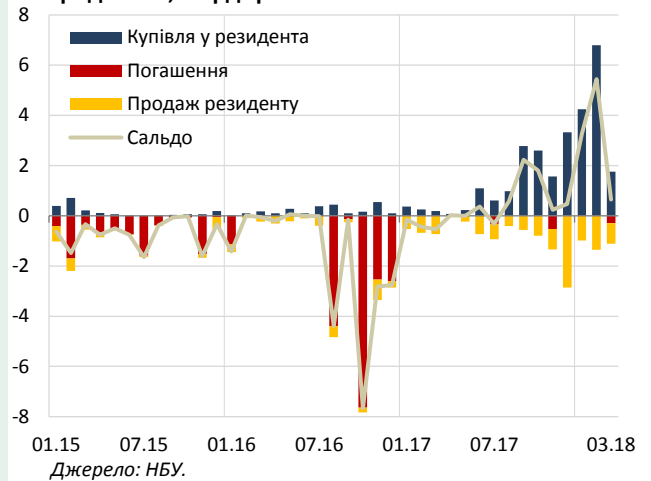
Роль інвесторів на внутрішньому ринку державних цінних паперів може бути досить значною та залежить від його глибини та розвитку. По-перше, зростання присутності нерезидентів на місцевих ринках державних запозичень сприяє зниженню ставок за державними цінними паперами. Так, згідно дослідження [Peiris \(2010\)](#) збільшення частки іноземних інвесторів на 1% на боргових ринках групи країн, ринки яких розвиваються, зумовлює зменшення доходності довгострокових державних облігацій в національних валютах у середньому на 6 б. п., хоча відповідний ефект для розвинених країн дещо нижчий (згідно [Andritzky \(2012\)](#) – переважно від 3.2 до 4.3 б. п.).

По-друге, зростання попиту на цінні папери в національних валютах сприяє розвитку внутрішнього ринку облігацій та надає їм статусу загальноприйнятого еталону боргового ринку, щодо якого здійснюється ціноутворення, а кривий доходності – сигнального індикатору для всіх інвесторів у гривневій інструментів³⁰. Розширення кола учасників (як внутрішніх, так і зовнішніх) на місцевих боргових ринках сприяє підвищенню ліквідності ринку ([BIS, 2007](#)), а розвиток місцевих боргових ринків у цілому – зменшенню невідповідності валютної структури державних залучень, подовженню їх строківості та, таким чином, зміцненню фінансової стабільності ([Park et al., 2017](#)).

Водночас надмірне збільшення ролі іноземних інвесторів на внутрішньому ринку, особливо враховуючи волатильність потоків короткострокового капіталу, може посилити вразливість країни до зовнішніх шоків та збільшити ймовірність розгортання кризових явищ ([Furceri et al., 2011](#)).

Наразі НБУ оцінює ризики від припливу зовнішніх портфельних інвестицій як незначні, адже частка нерезидентів у загальному обсязі гривневих ОВДП в обігу становить близько 2%, а співвідношення інвестицій нерезидентів до валових

Операції нерезидентів з гривневими ОВДП за цінами придбання, млрд грн



Доходність гривневих ОВДП, залучених на первинному ринку та реальна процентна ставка*, %



³⁰ Детальніше у вставці "Аналіз кривої доходності за державними облігаціями України" в Інфляційному звіті за жовтень 2017 року, стор. 49.

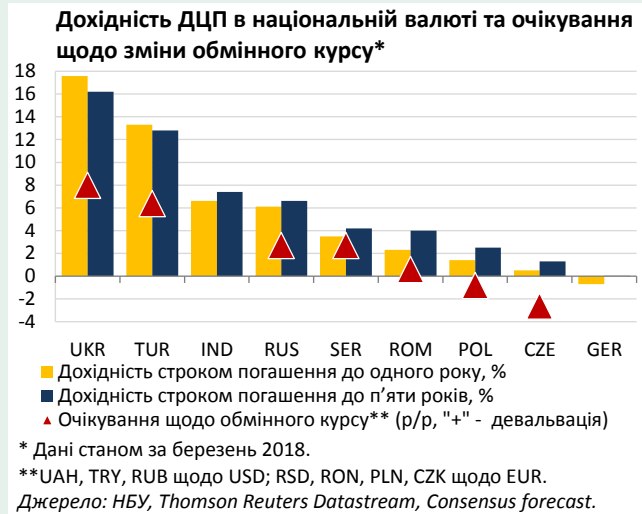
міжнародних резервів – лише 3%. Для порівняння – згідно з даними BIS, частка нерезидентів на ринку місцевих облігацій країн, ринки яких розвиваються, коливається в діапазоні від 30% до 50% ([Mohanty, 2014](#)).

Крім того, придбана в іноземних інвесторів валюта слугуватиме як подушка безпеки на випадок можливого відпливу короткострокового капіталу. Також дотримання НБУ режиму плаваючого обмінного курсу обмежує приплив спекулятивного капіталу в Україну. Це кардинально відрізняється від ситуації з фіксованим валютним курсом, коли у 2010 році на тлі зацікавленості у ПДВ-облігаціях гривневий портфель ОВДП у власності нерезидентів досяг близько 11 млрд грн та був розпроданий до кінця року.

Більше того, уряд встановив обмеження на обсяги розміщення ОВДП строком на три та шість місяців (до 500 млн грн), що спонукало учасників конкурувати та знижувати ставки в заявках. Це дещо стримувало ріст дохідності короткострокових цінних паперів та зростання інвертованості кривої дохідності. Також ці дії збільшили пропозицію довгострокових державних цінних паперів та дещо посилили ефект перенесення рішень щодо ключової ставки на довгострокові ставки.

Зовнішніми ризиками зниження присутності іноземних інвесторів на внутрішньому ринку державних запозичень є цикл підвищень процентної ставки ФРС та зростання дохідності американських казначейських зобов'язань, а також очікуване згорання програми кількісного пом'якшення ЄЦБ. У результаті, зацікавленість іноземних інвесторів у облігаціях у місцевих валютах, у тому числі гривневих, може послабшати.

Збереженню зацікавленості іноземних інвесторів та залученню коштів нерезидентів може сприяти очікуване зниження операційних витрат завдяки запровадженню глобального депозитарного обліку ОВДП у 2018 році. Встановлення "лінку" (рахунків глобального депозитарію в депозитарії центрального банку) дасть змогу спростити доступ іноземних інвесторів до українських державних облігацій. Через рахунок у міжнародному депозитарії нерезиденти зможуть купувати українські цінні папери безпосередньо, не відкриваючи рахунок у банку. Це відкриє простий і прозорий шлях для залучення на місцевий ринок іноземних інвестицій та може стати ключовим імпульсом для розвитку ринку капіталів України. Водночас, хоча зниження операційних витрат та поліпшення інфраструктури внутрішнього ринку мають вагомий вплив, домінуюче значення для іноземних інвесторів при прийнятті інвестиційних стратегій та визначенні інвестиційних горизонтів все ж залишається за стійкими макроекономічними основами ([Andritzky 2012](#)).



3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІЧНОЇ СИТУАЦІЇ В УКРАЇНІ

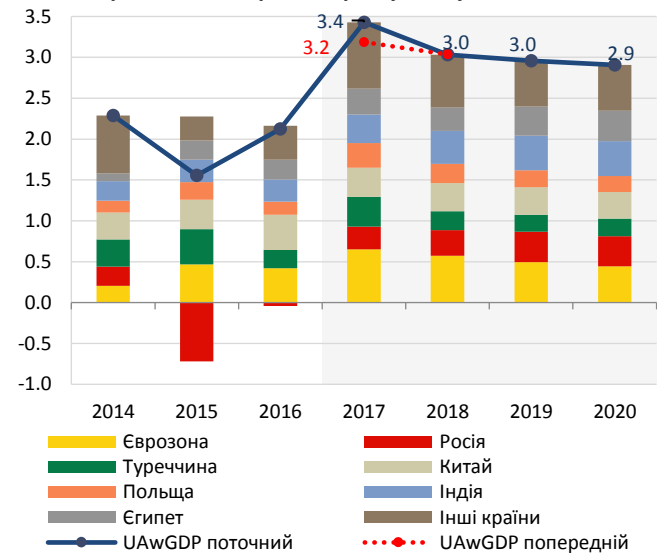
3.1. ПРИПУЩЕННЯ ПРОГНОЗУ

Зростання глобальної економіки в 2018 – 2020 роках продовжуватиметься стійкими темпами. Очікується подальше синхронне зростання економічної активності в розвинених країнах та країнах, ринки яких розвиваються. Економічна активність підтримуватиметься відносно м'якими глобальними фінансовими умовами, попри посилення монетарної політики провідними центральними банками, та позитивними діловими настроями. Натомість геополітичні події, пов'язані насамперед із загостренням ситуації в країнах Близького Сходу, та висока ймовірність розгортання торговельних воєн, будуть суттєвими стримуючими факторами. Так, лише у 2017 році було введено майже 500 нових торгових протекціоністських заходів, з яких 20% були застосовані США³¹. Причому, якщо країни Європи, зокрема Великобританія, Німеччина, Швейцарія, використовують фінансування торгівлі та інші види субсидій для просування вітчизняних виробників, то США – для позбавлення конкуренції з боку іноземних компаній.

Податкова реформа в США забезпечить додаткове фінансове стимулювання економіки протягом наступних років, підсилить внутрішній попит та збільшить реальний ВВП. За різними оцінками реформа сприятиме додатковому зростанню реального ВВП США в діапазоні від 0.5 до 1.3 в.п. протягом наступних трьох років. За таких умов відбуватиметься наростання інфляційного тиску, що зумовить подальше посилення монетарної політики ФРС. Крім того, зростання фіскального дефіциту може призвести до більш високих довгострокових процентних ставок і спричинити підвищення вартості капіталу та частково нівелювати позитивні ефекти для економічного зростання.

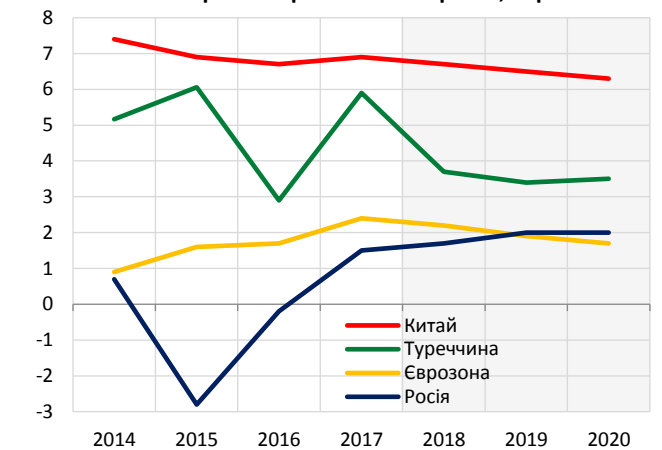
Економіка Єврозони продовжить зростати близько 2% щорічно. Зростання реального ВВП підтримуватиметься підвищенням приватного споживання та інвестицій, насамперед у будівництво, а також експортом, що стимулюється глобальним відновленням. Так, темпи зростання інвестицій у будівництво, в тому числі житлову нерухомість, підвищилися у 2017 році, та очікується, що це відновлення продовжуватиметься у 2018 році. Натомість з огляду на циклічне піднесення рівень інвестицій у житлову нерухомість все ще залишається низьким. Таке відносно слабе відновлення відображає докризові надмірні інвестиції в деяких країнах Єврозони, а також уповільнення зростання обсягів іпотечного кредитування домогосподарств. Нетрадиційні заходи монетарної політики й надалі сприятимуть поліпшенню умов прямого фінансування ринку та розширенню кредитування економіки. Зокрема загальний вплив на зростання Єврозони та інфляції від монетарних заходів, прийнятих за останні три роки, оцінюється в обох випадках близько 1.9 в.п. сукупно за період з 2016 до 2019 року³².

Внески країн – ОТП України в річну зміну UAwGDP, %



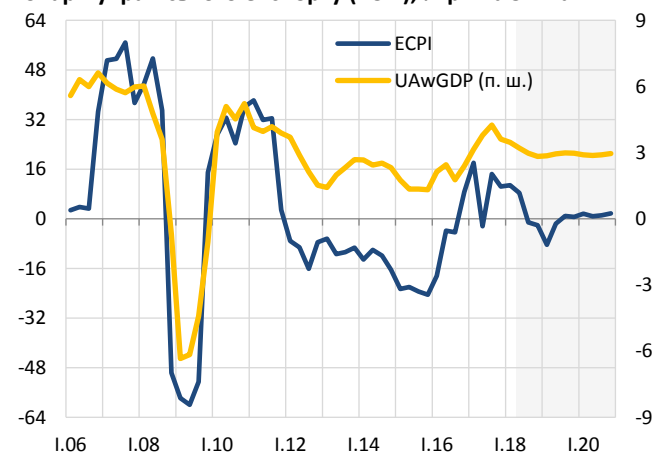
Джерело: оцінка та розрахунки НБУ на основі даних МВФ.

Реальний ВВП окремих країн – ОТП України, % річна зміна



Джерело: оцінка НБУ.

Середньозважені темпи економічного зростання в країнах – ОТП України (UAwGDP) та індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСПІ), % річна зміна



Джерело: розрахунки НБУ.

³¹ <http://www.eulerhermes.com/economic-research/blog/EconomicPublications/protectionism-may-not-be-surg-ing-overall-but-new-barriers-are-rising.pdf>.

³² https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180314_1.en.html.

Економіки низки країн, ринки яких розвиваються, зокрема ЦСЄ, Азії та СНД, зростатимуть відносно сталими темпами завдяки подальшому розширенню внутрішнього попиту на тлі збільшення реальних доходів населення, інтересу до фінансових активів цієї групи країн (зокрема через суттєву різницю у процентних ставках), а також підтримці експорту через відносно стійкий світовий попит.

Зовнішня цінова кон'юнктура для українських експортерів у 2018 – 2020 роках після певних коригувань у другому кварталі 2018 року стабілізується з подальшим слабким висхідним трендом.

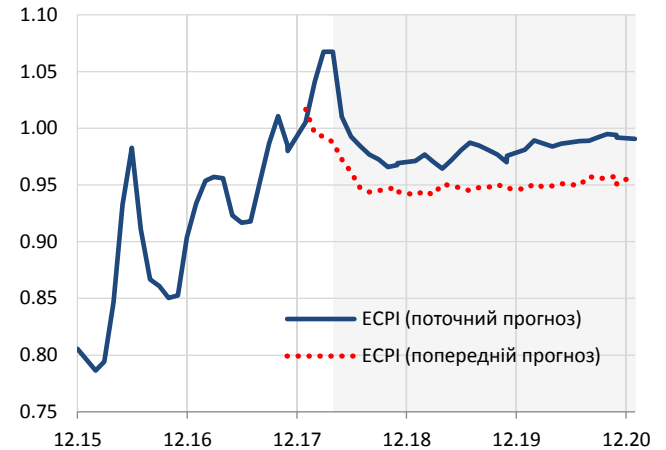
Очікується, що ціни на чорні метали залишатимуться високими, попри коригування, спричинене збільшенням активності китайських виробників після закінчення терміну діючих обмежень, та можливий надлишок на окремих ринках через торговельні війни. Основним чинником зростання цін буде збільшення попиту на чорні метали на тлі світового економічного піднесення, зокрема в будівельній галузі та машинобудуванні, та подальше скорочення надлишкових потужностей у Китаї. Так, завдяки державній програмі в Китаї за 2016 – 2017 роки було ліквідовано понад 200 млн тонн надлишкових сталевих потужностей, а у 2018 році заплановано до ліквідації ще додатково 30 – 50 млн тонн. У результаті очікується, що обсяги виробництва сталі в країні у 2018 році збільшаться лише на 0.6% р/р³³, а зростання попиту прискориться до 2.1%. Також очікується розширення попиту з боку США, Індії та Європи.

Ціни на залізну руду, попри стійкий попит на чорні метали, знижуватимуться через суттєві обсяги пропозиції на ринку. Насамперед це зумовлюється зростанням виробництва світовими лідерами – Австралією та Бразилією – на тлі скорочення рівня собівартості. Разом з тим через наявні рекордні складські запаси попит на залізну руду в Китаї у 2018 році не зросте. Водночас підвищеним попитом як і у 2017 році користуватиметься залізна руда високої якості.

Світові ціни на зернові поволи зростатимуть, насамперед через зменшення обсягів виробництва зернових у США. Так, обсяги світового виробництва кукурудзи у 2017/2018 МР, за оцінками USDA, зменшаться на 3.1%, у США – на 3.6%. Обсяги споживання зростуть на 3% та 1.9% відповідно та перевищать обсяги виробництва. Крім того, збільшаться обсяги споживання кукурудзи Китаєм (на 3.6% р/р) при зменшенні обсягів внутрішнього виробництва, що призведе до нарощення імпорту.

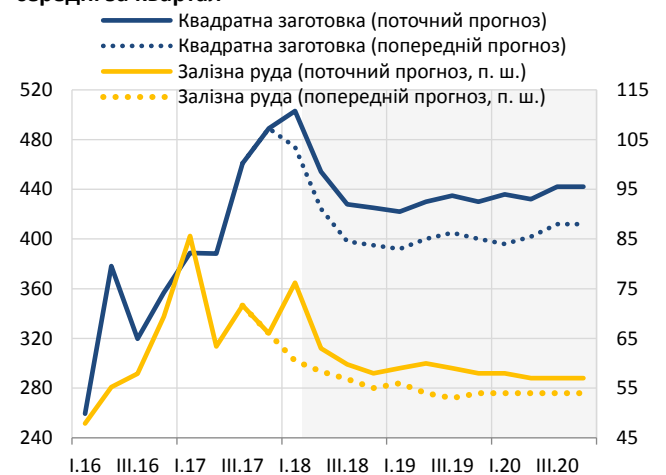
Натомість, за оцінками USDA, відбуватиметься майже рівномірне зростання обсягів світового виробництва та споживання пшениці на тлі збільшення перехідних запасів у 2017/2018 МР (на 6.5% р/р). Причому нарощення експорту відбуватиметься за рахунок Пакистану (через державну політику субсидування експорту), Росії, України (на тлі гарного врожаю) та Аргентини (завдяки ціновим конкурентним перевагам через девальвацію аргентинського песо). У свою чергу зростатиме імпорт з боку країн Південно-Східної Азії (зокрема В'єтнаму, Бангладешу) та Африки.

Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСPI), 12.2004 = 1



Джерело: розрахунки НБУ.

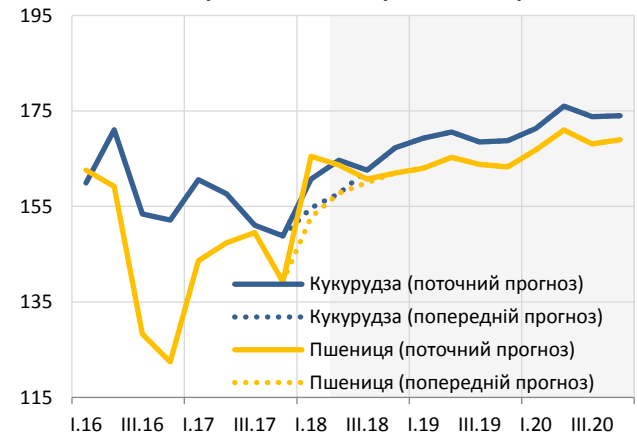
Світові ціни на чорні метали та залізну руду*, дол./т, середні за квартал



*Steel Billet Exp FOB Ukraine та China import Iron Ore Fines 62% FE spot (CFR Tianjin port)

Джерело: оцінка НБУ.

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

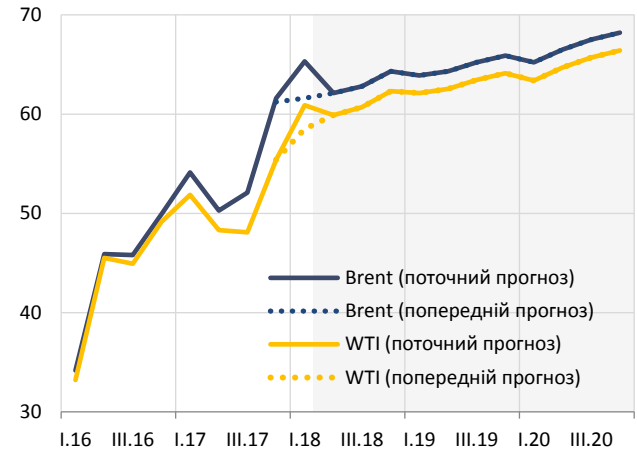


Джерело: оцінка НБУ.

³³ За даними опитування 15 аналітиків, проведеного Financial Times та China Metallurgical Industry Planning and Research Institute.

На світовому ринку нафти очікується тенденція до помірної зростаючої ціни завдяки збільшенню світового попиту та реалізації угоди між основними виробниками нафти щодо скорочення обсягів видобутку (ОПЕК+). Причому позитивним сигналом до подальшого продовження дії угоди ОПЕК+ є перенесення очікуваного IPO найбільшої світової нафтовидобувної компанії Saudi Aramco на 2019 рік. За оцінкою U.S. Energy Information Administration, стабільне перевиконання умов угоди ОПЕК+ може призвести вже в II кварталі поточного року до дефіциту енергоресурсів. Натомість стримуватиме ціни подальше зростаючі обсяги виробництва нафти в США (у середньому на 15% р/р у 2018 році та ще на більше 5% р/р у 2019 році). У свою чергу стійке зростаючі глобальної економіки, нарощення кредитування промислового та будівельного секторів як у розвинених країнах, так і в країнах, ринки яких розвиваються, а також розширення у транспортному секторі забезпечить підвищення світового попиту на 1.5% р/р. Найбільше зростаючі попиту на нафту та нафтопродукти відбуватиметься в США, Японії, Польщі, Туреччині.

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



Джерело: оцінка НБУ.

	ІСЦ, річна зміна на кінець періоду, %			ВВП, зміна за рік, %			Обмінні курси*		Ціни на товари**, дол.			
	Євро-зона	РФ	США	Євро-зона	РФ	США	дол./євро	руб./дол.	газ імпортований, за 1 тис. м ³	нафта Brent, за бар.	експорт чорних металів, за т	експорт зернових, за т
2014	-0.2	11.4	0.8	1.3	0.7	2.4	1.33	38.3	292.5	99.1	481.5	201.2
2015	0.2	12.9	0.7	2.1	-2.8	2.6	1.11	61.0	274.0	52.5	336.1	166.9
2016	1.1	5.4	2.1	1.8	-0.2	1.6	1.11	67.1	200.9	43.9	299.4	153.4
2017	1.4	2.5	2.1	2.4	1.5	2.3	1.13	58.3	231.5	54.5	411.0	155.3
2018	1.5	3.7	2.0	2.2	1.7	2.4	1.23	56.6	258.6	63.6	427.3	164.3
2019	1.6	4.0	2.0	1.9	2.0	2.2	1.23	56.6	262.4	64.8	419.4	167.9
2020	2.0	4.0	2.0	1.7	2.0	2.2	1.23	56.6	279.6	66.9	436.1	172.3
зміна за рік, %												
2015							-16.5	59.3	-6.3	-47.0	-30.2	-17.0
2016							0.0	10.0	-26.7	-16.4	-10.9	-8.2
2017							1.8	-13.1	15.2	24.1	37.3	1.4
2018							8.8	-2.9	11.7	16.7	4.0	5.7
2019							0.0	0.0	1.5	1.9	-1.8	2.2
2020							0.0	0.0	6.6	3.2	4.0	2.6

* У середньому за рік.

**Середньозважені за обсягами, за винятком нафти.

3.2. ІНФЛЯЦІЙНИЙ РОЗВИТОК

Споживча інфляція продовжить уповільнюватися під впливом жорсткої монетарної політики НБУ та затухання ефектів з боку пропозиції продовольчих товарів і повернеться у межі цільового коридору у 2019 році.

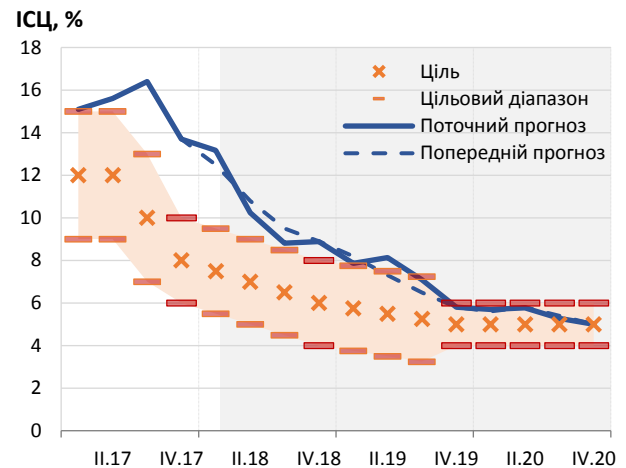
У 2018 році інфляція залишатиметься високою (8.9%) через активне зростання споживчого попиту внаслідок збільшення доходів населення на фоні підвищення соціальних стандартів та заробітної плати. Під впливом цих факторів фундаментальний інфляційний тиск у поточному році залишатиметься високим (базовий ІСЦ зростає на 7.7%). Також збережуться високі темпи зростання адміністративно регульованих цін завдяки збільшенню витрат на заробітну плату у сфері ЖКГ, здорожчання енергоресурсів та підвищенню акцизів на тютюнові вироби.

Надалі зниження інфляції зумовлюватиметься достатньо жорсткою монетарною політикою, продовженням уповільнення імпортованої інфляції в умовах відносно низької волатильності обмінного курсу та зростання урожайності. Тож уповільнюватимуться як темпи зростання цін сирих продовольчих товарів, так і базова інфляція, яка частково від них залежить. У результаті інфляція повернеться до цільового діапазону і становитиме 5.8% на кінець 2019 року, а у 2020 році уповільниться до центрального значення цільового діапазону – 5.0%.

Базова інфляція у поточному році уповільниться до 7.7%. Все ще значний фундаментальний інфляційний тиск визначатиметься насамперед високими темпами зростання доходів населення, у тому числі через підвищення пенсійних виплат та виробничих витрат під впливом подальшого зростання заробітної плати. Відповідно як і в попередньому році найбільше серед складових базової інфляції зростає вартість ринкових послуг. У 2018 році зберігатимуться все ще високі темпи подорожчання продуктів харчування з високим ступенем обробки через вторинні ефекти від зростання цін сирих продовольчих товарів у попередньому році. Головним стримуючим фактором для базової інфляції буде жорстка монетарна політика. Зниження імпортованої інфляції за умов низької волатильності обмінного курсу, а також все ще високий рівень безробіття також стримуватимуть інфляцію.

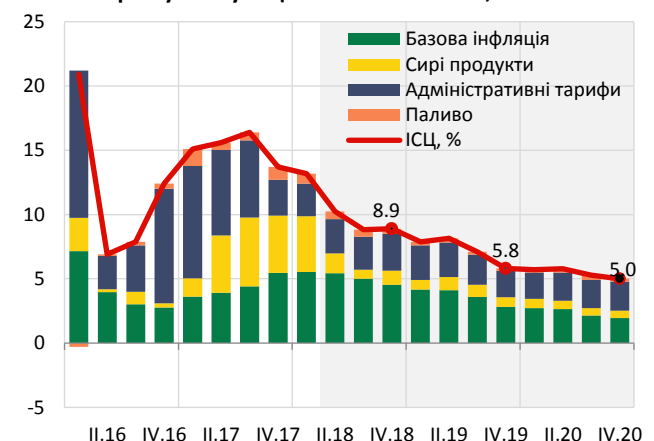
У середньостроковому періоді базова інфляція знижуватиметься до 4.8% у 2019 році та до 3.3% у 2020 році. Її основними чинниками будуть продовження зростання доходів населення, у тому числі за рахунок підвищення соціальних стандартів. Зниження імпортованої інфляції на прогнозованому горизонті очікується завдяки низькоінфляційному середовищу в країнах – ОТП України та стриманій волатильності обмінного курсу.

Інфляція сирих продовольчих товарів до кінця 2018 року суттєво знизиться (до 5.9%) під впливом вичерпання дії факторів пропозиції на ринку продовольчих товарів, що мали визначальний вплив на динаміку споживчої інфляції у минулому році. Водночас зростання експортних можливостей українських виробників харчової продукції все ще створюватиме тиск на зростання цін через зменшення пропозиції на внутрішньому ринку. Ефект конвергенції



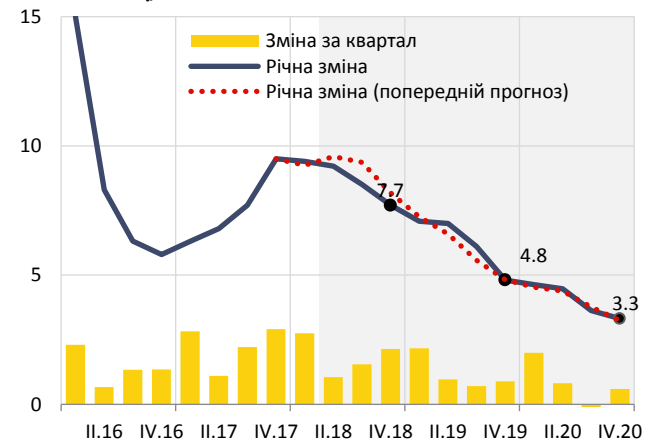
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

внутрішніх цін на продовольчу продукцію до світових через зростання міжнародної торгівлі забезпечуватиме додатковий проінфляційний внесок на всьому прогнозованому горизонті. Проте корекція світових цін на продовольство після значного зростання (зокрема на м'ясо-молочну продукцію) стримуватиме інфляцію сирих продовольчих товарів в Україні.

У 2019 – 2020 роках за умови відсутності суттєвих шоків пропозиції, у тому числі на світових ринках, прогнозується помірне зростання цін на сирих продовольчі товари (3 – 4%). Очікуване підвищення врожайності та обсягів випуску сільського господарства (як результат здійснених інвестицій та зростання продуктивності в галузі) будуть основними стримуючими факторами відносно низької продовольчої інфляції, а стимулюючим і надалі залишиться зростання номінальних та реальних доходів домогосподарств.

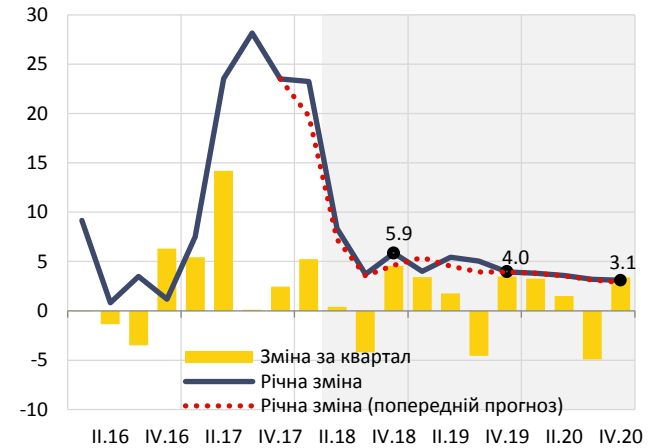
Зростання адміністративно регульованих цін у 2018 році очікується на рівні 14.6%. Продовжиться зростання витрат організацій, що надають послуги ЖКГ, через підвищення заробітних плат персоналу, а також збільшення вартості імпортованих енергоресурсів, зокрема природного газу, від якого залежать тарифи на газ, централізоване опалення та гарячу воду для населення.

Вагомий внесок в інфляцію адміністративно регульованих цін визначатиме удорожчання тютюнової та алкогольної продукції (відповідно на 18% і 11% у поточному році). У 2019 – 2020 роках ціни на алкогольну та тютюнову продукцію зростатимуть у межах 9 – 13%, що значною мірою визначатиметься продовженням підвищення ставок акцизних зборів у наступних бюджетних періодах.

У подальшому очікується уповільнення темпів зростання адміністративних цін, проте у 2019 – 2020 роках адміністративна складова інфляції очікується все ще на високому рівні – близькою до 10%.

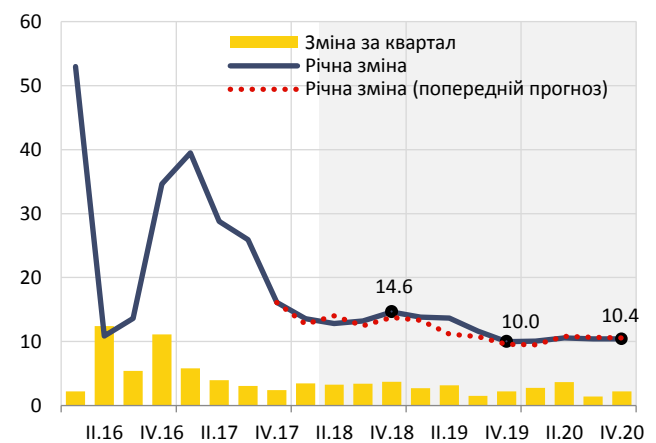
Зростання цін на паливо (9.6% у поточному році з уповільненням до 5.0 – 5.5% на рік у подальшому) переважно відобразить зміну світових цін на нафту в гривневому еквіваленті.

Ціни на сирих продовольчі товари, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

3.3. ПОПИТ І ВИПУСК

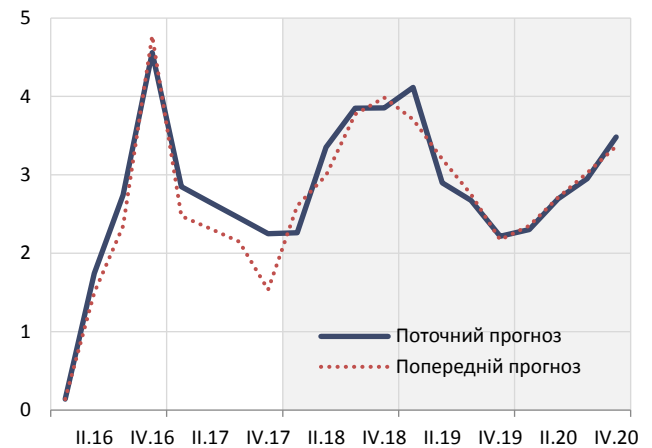
ВВП України у 2018 році зросте на 3.4%. Найвагомішу роль в економічному зростанні відіграватиме приватне споживання, що збільшиться на 5% завдяки все ще високим темпам зростання реальних зарплат, а також інших доходів населення (зокрема пенсій). Зростанню економіки сприятиме пом'якшення фіскальної політики, а також активна інвестиційна діяльність підприємств. Негативний внесок чистого експорту суттєво скоротиться через сприятливі умови торгівлі, розширення доступу українських експортерів на зовнішні ринки, а також відновлення виробництва в окремих галузях промисловості, які раніше знизили випуск у зв'язку з обмеженням доступу до продукції підприємств, розташованих на НКТ.

У 2019 – 2020 роках економічне зростання уповільниться до 2.9% через вичерпання ефектів фіскального пом'якшення у 2018 році та під впливом жорсткої монетарної політики, спрямованої на повернення споживчої інфляції до цільового рівня. Основним рушієм економічного зростання залишиться приватне споживання. Водночас зростання інвестицій дещо уповільнюватиметься на тлі підвищення виробничих витрат через зростання фонду оплати праці і поступового нагромадження основного капіталу. Триватиме зростання обсягів експорту завдяки поліпшенню умов торгівлі, високому врожаю та подальшому відновленню металургійної галузі. Проте внесок чистого експорту на прогнозованому періоді очікується все ще від'ємним, оскільки значна частина внутрішнього споживчого попиту й інвестицій в основний капітал задовольнятиметься за рахунок імпорту.

Основною рушійною силою економічного росту на всьому прогнозованому періоді залишатиметься приватне споживання. У 2018 році його зростання прогнозується на рівні 5%, що значною мірою визначатиметься продовженням зростання реальної заробітної плати та пенсійних виплат у результаті урядової політики з підвищення соціальних стандартів (зокрема даний прогноз ґрунтується на припущенні щодо підвищення мінімальної зарплати до 4200 грн у III кварталі поточного року). У подальшому зростання приватного споживання уповільниться (до 3.5% у 2019 році та 3% у 2020 році), у тому числі через охолодження економіки під впливом жорсткої монетарної політики 2018 року та відсутності суттєвого фіскального імпульсу у 2019 – 2020 роках. Стримуючим фактором стане продовження політики поступового зниження норм субсидій на оплату послуг ЖКГ.

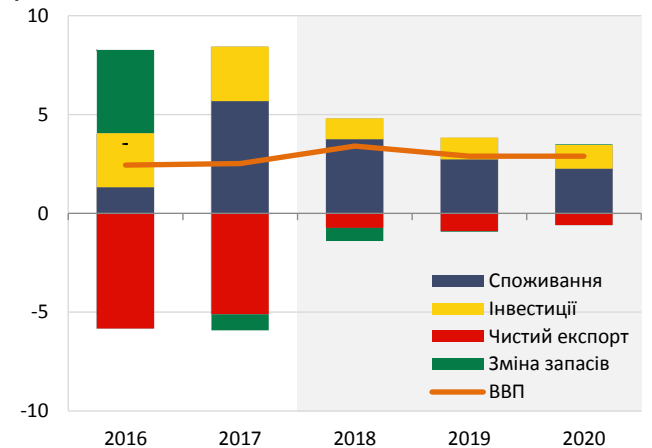
Вагомий внесок у зростання економіки матиме інвестиційна діяльність. Незважаючи на суттєве уповільнення темпів зростання (переважно за рахунок високої бази порівняння минулого року), вони демонструватимуть найвищі темпи зростання (близько 7% щороку) серед усіх компонентів ВВП. Активна інвестиційна діяльність як і раніше очікується в галузях, що насамперед орієнтовані на експорт (зокрема в сільському господарстві, переробній промисловості). Нарощування капітальних видатків бюджету, зокрема в оновлення дорожньої інфраструктури, дасть змогу збільшити інвестиції в будівництво. Такий розвиток інвестиційної діяльності дасть змогу підтримувати інвестиції в основний капітал на рівні близько 17% ВВП.

Реальний ВВП, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Внески категорій кінцевого споживання в річну зміну реального ВВП, в. п.



Джерело: розрахунки НБУ.

ВВП за категоріями кінцевого споживання, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Динаміка інвестиційного імпорту (зокрема машин та обладнання) і надалі визначатиметься зростанням обсягу інвестицій в основний капітал. Зростання реальних доходів домогосподарств формуватиме додатковий попит на споживчий імпорт. Частка енергетичного імпорту скорочуватиметься (зокрема вже в 2018 році очікується зменшення обсягів імпорту газу порівняно з попереднім роком), чому сприятиме підвищення енергоефективності та поступове зростання внутрішнього видобутку енергоресурсів. Відповідно очікується продовження зростання імпорту, проте його темпи уповільняться до рівнів близько 4 – 5% у 2018 – 2020 роках.

Зростання фізичних обсягів експорту збережеться на рівні 3 – 4% на всьому прогнозованому періоді. Цьому сприятиме подальше нарощування поставок сільськогосподарської продукції за рахунок як відкриття нових ринків збуту, так і підвищення попиту на світових ринках продовольства. Відновлення втрачених обсягів металургійного виробництва після припинення торгівлі з НКТ також відіграватиме важливу роль у подальшому зростанні експорту.

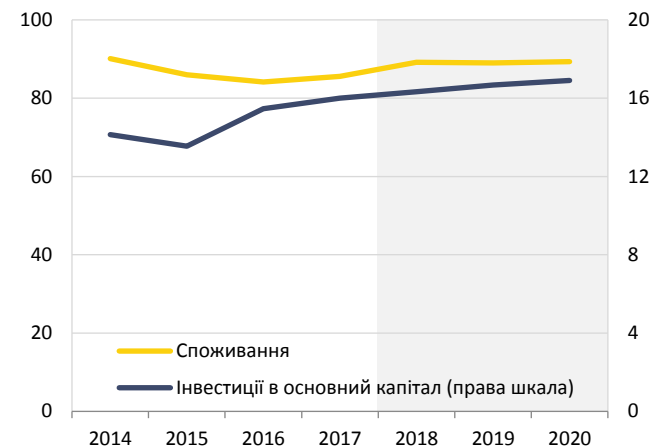
Оцінка факторів потенційного рівня ВВП та циклічної позиції економіки України

У 2018 – 2020 роках темпи зростання потенційного ВВП продовжать прискорюватися до рівня 3.5%. Конвергенція економіки України до економік розвинутих країн зумовить зростання сукупної продуктивності факторів виробництва, що буде основним чинником підвищення потенційного ВВП. Крім того, у 2018 році буде майже вичерпано короткостроковий ефект від призупинення торгівлі з НКТ.

Основним фактором стримування зростання потенційного ВВП залишатимуться міграційні тенденції, що призведуть до зниження рівня економічно активного населення. При цьому зберігатиметься високий рівень природного безробіття через структурні диспропорції на ринку праці. На початку 2018 року очікується зниження від'ємного внеску капіталу в потенційний ВВП до нуля внаслідок зростання частки капітальних інвестицій у ВВП у попередніх роках. У 2018 – 2020 роках додатний внесок капіталу в зростання потенційного ВВП буде поступово збільшуватись, оскільки темпи накопичення основного капіталу перевищать рівень амортизації, що зумовить зростання капіталу в реальному вимірі.

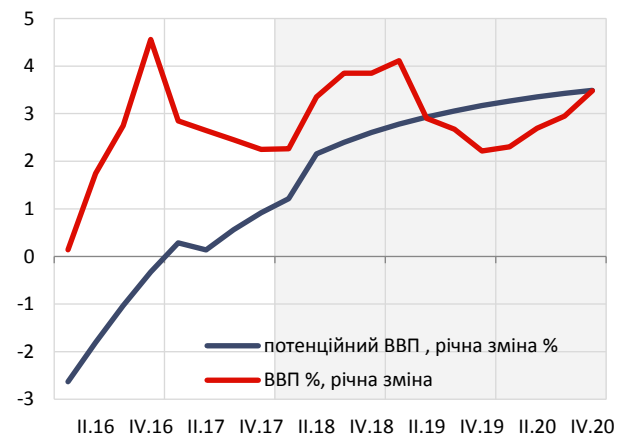
Закриття від'ємного розриву ВВП очікується у II кварталі 2018 року завдяки сприятливим умовам торгівлі та поживленню споживчого та інвестиційного попиту. Більше того, додатковий фіскальний імпульс на тлі підвищення соціальних стандартів Урядом України зумовить утворення додатного розриву ВВП у 2018 році. Однак у 2019 – 2020 роках на тлі жорсткої монетарної політики та вичерпання ефекту фіскальних стимулів розрив ВВП знову стане від'ємним, але не перевищуватиме 1%.

Частка окремих компонентів у ВВП, %



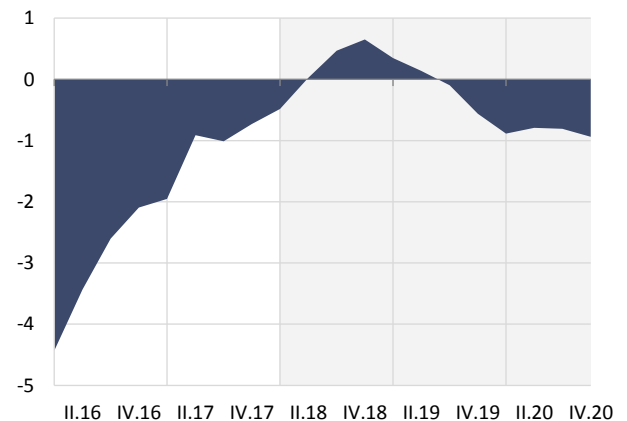
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Фактичний та потенційний ВВП, % річна зміна



Джерело: розрахунки НБУ.

Розрив ВВП, % від потенційного ВВП



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Фіскальна політика у 2018 році матиме проінфляційний характер. Зростання навантаження на бюджет СЗДУ від уже прийнятих урядових ініціатив стосовно збільшення видатків на соціальні напрями (підвищення пенсій у результаті пенсійної реформи, заробітних плат бюджетним працівникам, подальше зростання соціальних стандартів) суттєво збільшить бюджетний дефіцит у поточному році.

У 2018 році високі темпи зростання державних видатків соціального характеру (близько 20%) стимулюватимуть розширення внутрішнього попиту. Високий рівень соціальних видатків обмежуватиме можливості держави для здійснення видатків розвитку через необхідність утримання дефіциту СЗДУ відповідно до зобов'язань перед МВФ. Капітальні видатки залишатимуться на рівні близько 3% ВВП. Цьому сприятиме активізація державної політики з відбудови дорожньої інфраструктури.

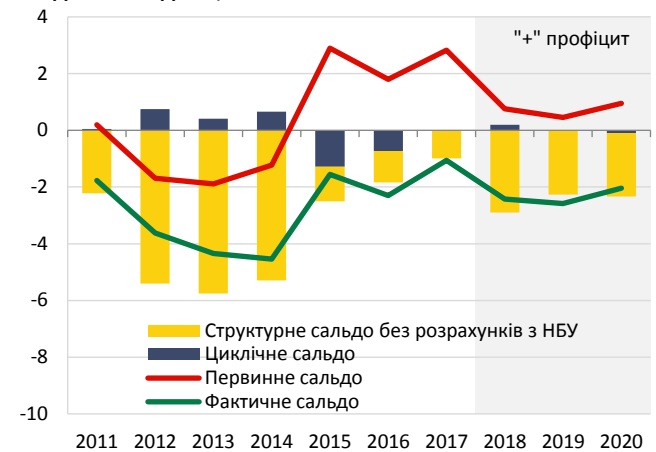
Зростання бюджетних витрат значною мірою компенсуватиметься збільшенням надходжень від ЄСВ та податків за рахунок високих темпів зростання номінальної заробітної плати в економіці та високого внутрішнього попиту. Темпи зростання доходів бюджету СЗДУ в поточному році перевищать загальний рівень інфляції, а найбільше, за нашими оцінками, зростуть надходження від податку з доходів фізичних осіб.

Дефіцит бюджету СЗДУ на всьому прогнозованому періоді очікується в межах 2.0 – 2.6% ВВП, а первинне сальдо збережеться додатним (0.5 – 1% ВВП).

Державний та гарантований борг у відсотках до ВВП знижуватиметься протягом усього прогнозного періоду. Цьому сприятимуть високі темпи зростання номінального ВВП, відносно низька волатильність обмінного курсу, а також поступове скорочення зовнішнього державного боргу на прогнозованому горизонті на тлі значних погашень державного сектору.

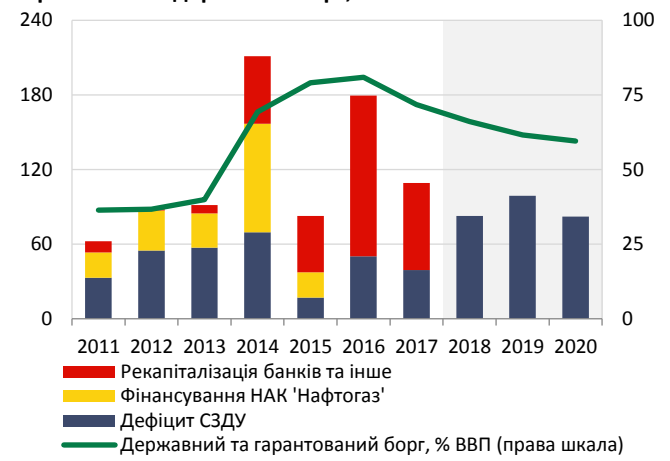
Зростання економіки поліпшить ситуацію на ринку праці – зокрема вже в поточному році очікується зниження безробіття. Частково зменшення безробіття визначатиметься також продовженням процесів трудової міграції в сусідні країни (зокрема Польщу). Це формуватиме зростання конкуренції за робочу силу серед роботодавців на внутрішньому ринку, що відобразатиметься на продовженні зростання заробітних плат в економіці. Тож номінальна заробітна плата зростатиме (на 20% в 2018 році) вищими темпами, ніж інфляція, а зростання реальної заробітної плати прогнозується на рівні 8%, 5% та 4% у 2018, 2019 та 2020 роках відповідно. Цьому також сприятиме продовження державної політики з подальшого підвищення мінімальної заробітної плати.

Зведений бюджет, % ВВП



Джерело: розрахунки НБУ.

Широкий дефіцит СЗДУ, млрд грн, і державний та гарантований державою борг, % ВВП



Джерело: МФУ; ДССУ; розрахунки НБУ.

3.4. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС

На прогнозованому горизонті дефіцит поточного рахунку поступово розширюватиметься до 2.6% від ВВП у 2020 році. Активізація споживчих настроїв населення внаслідок експансивної фіскальної політики та відкладений попит попередніх періодів зумовить подальше збільшення імпорту. Необхідність подальшого оновлення основних фондів створюватиме додатковий інвестиційний попит з боку аграрного та металургійного секторів. Збільшення експорту відбуватиметься завдяки сприятливим умовам торгівлі, насамперед у 2018 році, та прискоренню економічного зростання в країнах – ОТП. У 2019 – 2020 роках темпи зростання імпорту товарів та послуг дещо перевищуватимуть зростання експорту. Однак зростання надходжень від трудових мігрантів через посилення міграційних процесів, у тому числі внаслідок лібералізації норм працевлаштування у сусідніх країнах, частково компенсуватиме розширення дефіциту торговельного балансу.

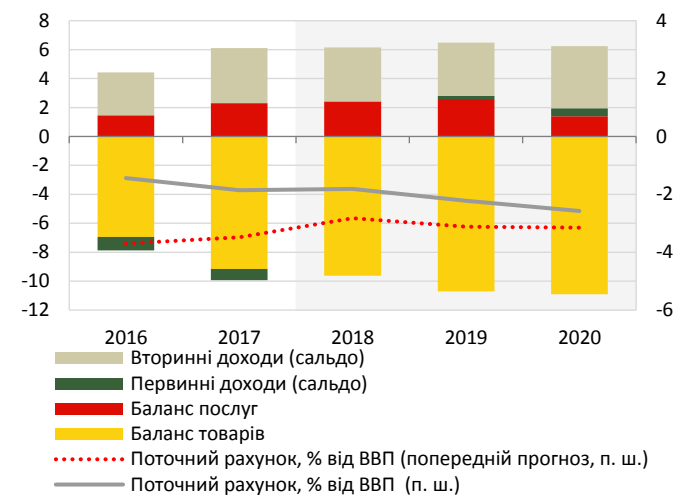
У 2018 – 2020 роках на тлі поступового поліпшення інвестиційного клімату прогнозується відновлення припливу боргового капіталу до приватного сектору, а також поступове нарощування прямих іноземних інвестицій. Розміщення ОЗДП у 2018 – 2020 роках дасть змогу рефінансувати частину зовнішнього державного боргу, пік виплат за яким припадатиме на 2019 – 2020 роки.

У результаті профіцит зведеного платіжного балансу у 2018 році разом з отриманням фінансування від МВФ дасть змогу акумулювати міжнародні резерви в розмірі 21.6 млрд дол. (або 3.7 місяця імпорту майбутнього періоду) станом на кінець 2018 року. Однак у 2019 та 2020 роках очікується формування дефіциту зведеного рахунку платіжного балансу, унаслідок чого до кінця 2020 року резерви знизяться до 20.0 млрд дол. (або 3.2 місяця імпорту майбутнього періоду). Ключовим припущенням цього прогнозу є співпраця з МВФ за програмою EFF у 2018 році та підписання нової програми у 2020 році. Це дасть змогу зберегти доступ до міжнародних ринків капіталу на прогнозованому горизонті.

Дефіцит поточного рахунку розширюватиметься через збільшення дефіциту торгівлі й досягне 2.6% від ВВП у 2020 році. При цьому продовження зростання грошових переказів від трудових мігрантів дещо компенсує розширення дефіциту торговельного балансу. У 2018 році темпи зростання експорту та імпорту товарів та послуг будуть однаковими: кращі умови торгівлі забезпечать зростання експорту, водночас поліпшення споживчих настроїв населення та збільшення кількості подорожуючих підтримуватимуть зростання імпорту. У 2019 – 2020 роках зростання імпорту товарів та послуг випереджатиме зростання експорту через збереження сприятливих для цього споживчих настроїв населення та на тлі високого інвестиційного попиту, особливо з боку аграрного сектору.

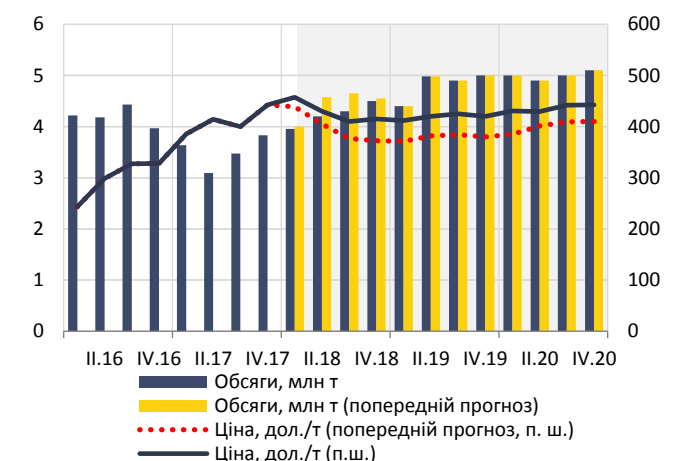
У 2018 році зростання експорту товарів очікується близько 6% завдяки збереженню сприятливих умов торгівлі, передусім високих цін на метали на тлі зростання світового попиту. Зростання експорту металургії (на 25.6%) відбудеться також за рахунок нарощення фізичних обсягів поставок металургійної продукції, передусім на азійський ринок через

Сальдо поточного рахунку, млрд дол.



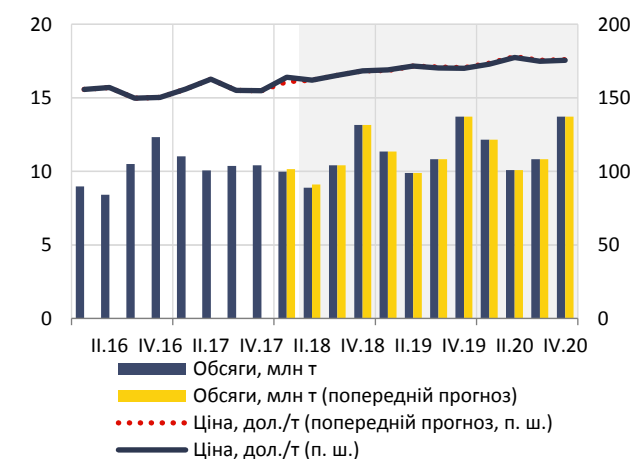
Джерело: НБУ.

Експорт чорних металів (за чотирма основними підгрупами)



Джерело: НБУ.

Експорт зернових



Джерело: НБУ.

скорочення виробничих потужностей в Китаї, а також пришвидшення економічного зростання в країнах – ОТП. Зростання експорту зернових становитиме близько 7%, переважно за рахунок підвищення цін (на 5.7%), експорт зернових очікується на рівні 39.7 млн т у 2017/2018 МР (порівняно з рекордними 43.9 млн т у 2016/2017 МР). Подальше зростання експорту у 2019 – 2020 роках відбуватиметься у результаті зростання продуктивності в аграрному секторі, а також продовження нарощення експорту продукції металургії. Також продовжиться зростання експорту продукції машинобудування, зокрема комплектуючих для автомобілебудування завдяки відкриттю в Україні заводів з іноземним капіталом та авіаційної продукції за результатами угод, укладених на авіасалонах у 2017 році. Відновлення роботи основних виробників добрив на тлі протекціоністських заходів уряду забезпечить також нарощення експорту хімічної продукції.

Зростання імпорту товарів на 5% у 2018 – 2020 роках забезпечуватиметься неенергетичним імпортом, який збільшиться на 9% у 2018 році з подальшим уповільненням до 6% у 2019 – 2020 роках. Підвищення соціальних стандартів Урядом України у 2018 роках сприятиме зростанню споживчого імпорту, насамперед продовольчих і промислових товарів, а також легкових автомобілів. Зростання імпорту машинобудування підтримуватиметься й надалі потребою в оновленні основних фондів в металургійному та аграрному секторах. Очікується незначне сповільнення темпів зростання імпорту добрив після введення обмежень щодо імпорту окремих мінеральних добрив з Росії.

У 2018 році обсяги закупівель газу зменшаться майже на 4 млрд м³ (до 10 млрд м³) через значні запаси газу в сховищах на початку року. Водночас через зростання цін на газ та нафтопродукти енергетичний імпорт зменшиться лише на 3%. Незначне збільшення енергетичного імпорту у 2019 – 2020 роках, насамперед нафтопродуктів та вугілля, обумовлюватиметься зростанням цін на енергоносії.

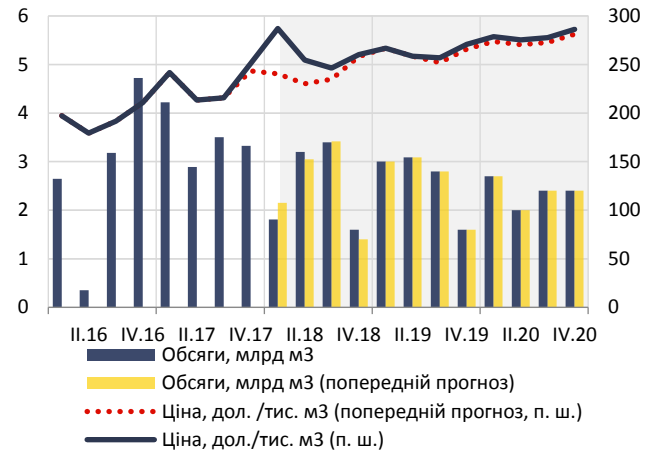
У 2018 – 2019 роках очікується збереження профіциту торгівлі послугами на рівні попередніх років. Подальше зростання кількості подорожуючих та відповідно імпорту послуг компенсується збільшенням експорту транспортних та ІТ-послуг. У 2020 році очікується дефіцит торгівлі послугами через зменшення обсягів транзиту газу після завершення чинного контракту з ВАТ “Газпром”.

У 2018 – 2020 роках збережеться тенденція зростання кількості трудових мігрантів у країнах ЄС завдяки спрощенню працевлаштування в Польщі та Чехії через дефіцит передусім робітничих професій на їх ринках праці. Це забезпечить подальше збільшення грошових надходжень від трудових мігрантів.

Виплати за нарахованими дивідендами в наступних роках збільшаться унаслідок поступової лібералізації руху капіталу та гарних фінансових результатів підприємств з іноземним капіталом.

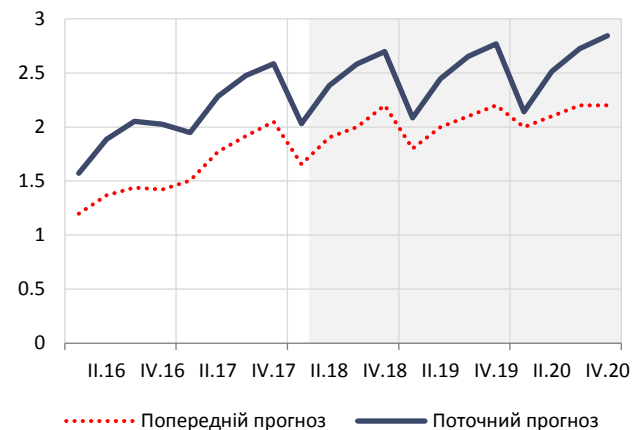
У 2018 році чисті надходження за фінансовим рахунком становитимуть 5.2 млрд дол. передусім завдяки залученням державного сектору. Приплив прямих іноземних інвестицій

Імпорт газу



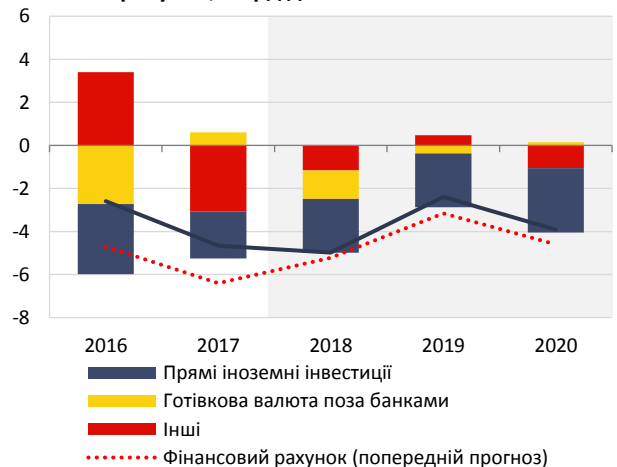
Джерело: НБУ.

Грошові перекази в Україну, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Фінансовий рахунок, млрд дол.



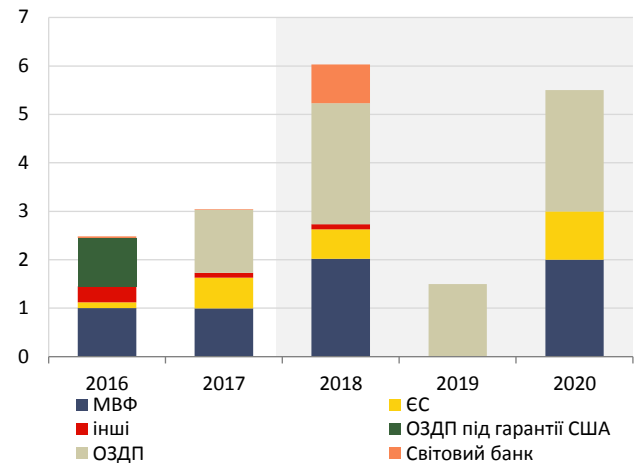
Джерело: НБУ.

та зменшення готівкової валюти поза банками буде частково нівельовано чистим погашенням заборгованості державними підприємствами та нарощуванням активів банків. У 2019 – 2020 роках поступове зростання надходжень прямих іноземних інвестицій та відновлення припливу боргового капіталу в приватний сектор компенсуються припиненням скорочення готівкової валюти поза банками. А пікові виплати державного сектору за зовнішніми зобов'язаннями зумовлять скорочення чистих надходжень за фінансовим рахунком.

Такі виплати зумовлять потребу в офіційних залученнях для підтримання необхідних обсягів міжнародних резервів. У 2018 році очікується залучення одного траншу від МВФ у розмірі 2.0 млрд дол., а також отримання кредитів від ЄС (0.6 млрд дол.) та Світового банку (0.8 млрд дол.). Після успішного повернення в 2017 році уряду на ринок єврооблігацій, у 2018 – 2020 роках очікується продовження розміщень ОЗДП (2.5 млрд дол., 1.5 млрд дол. та 2.5 млрд дол. відповідно). Крім того, у прогноз 2020 року закладається отримання кредитних ресурсів за новими програмами з МВФ та ЄС.

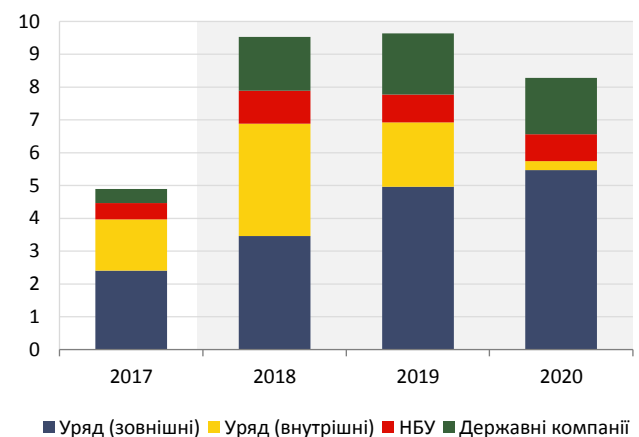
Профіцит зведеного платіжного балансу разом із чистим надходженням коштів від МВФ за програмою EFF дасть змогу збільшити міжнародні резерви до 21.6 млрд дол. (або 3.7 місяця імпорту майбутнього періоду) на кінець 2018 року. Це становитиме 74% від композитного критерію МВФ щодо адекватності резервів. Однак до кінця 2020 року обсяги міжнародних резервів скоротяться до 20.0 млрд дол. (або 3.2 місяця імпорту майбутнього періоду).

Офіційне фінансування та розміщення ОЗДП, млрд дол.



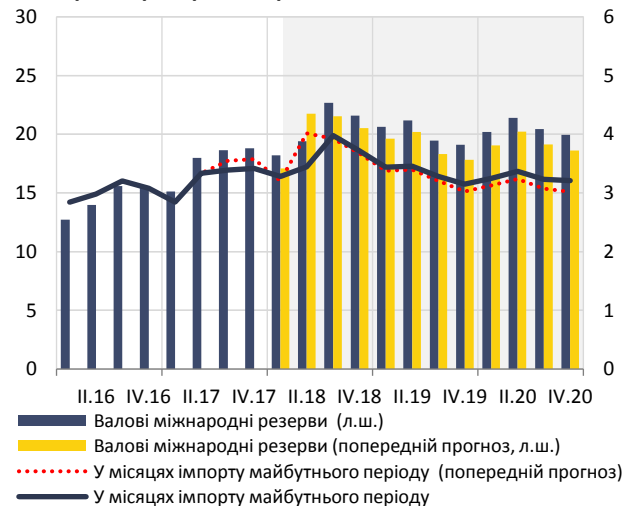
Джерело: НБУ.

Виплати державного боргу в іноземній валюті, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Міжнародні резерви, млрд дол.



Джерело: НБУ.

3.5. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ

На прогнозованому горизонті очікується продовження проведення жорсткої монетарної політики. Збереження інфляційних ризиків та необхідність зниження інфляції до цільового рівня будуть основними чинниками утримання ключової процентної ставки на достатньо високому рівні. Високі реальні процентні ставки зумовляватимуть зниження попиту на готівкові кошти на тлі подальшого розвитку безготівкових розрахунків. Також вони стимулюватимуть подальший приплив відносно високими темпами депозитів у національній валюті у банківську систему, і одночасно обмежуватимуть попит на кредитні ресурси. Головним чинником, що стримуватиме активне відновлення кредитування на прогнозованому горизонті, залишатимуться високі ризики інституційного характеру.

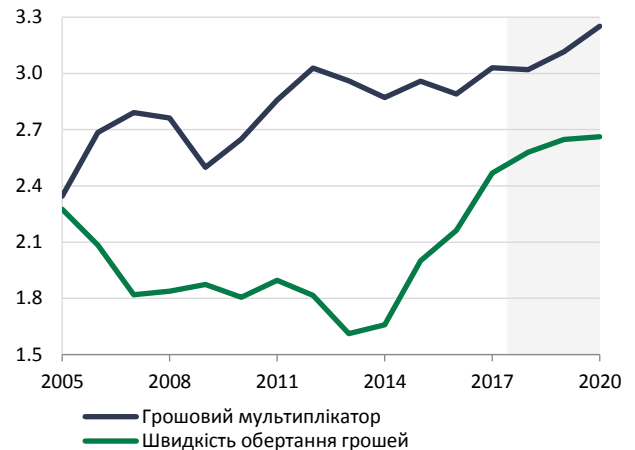
За умов жорсткої монетарної політики зростання грошей в економіці відбуватиметься повільніше, ніж зростання номінального ВВП. Зокрема, висока альтернативна вартість утримання готівки та продовження розвитку безготівкових розрахунків зумовляватимуть стримане розширення обсягів готівки в обігу. Разом з поступовим зростанням коррахунків банків це зумовить приріст грошової бази на рівні близько 11% у цьому році та на рівні 4-5% у наступні 2 роки.

Одночасно високі реальні процентні ставки зумовляватимуть поступове збільшення схильності населення до заощаджень і як наслідок прискорення зростання депозитів. У результаті темпи приросту грошової маси на прогнозованому горизонті (8-11%) перевищуватимуть відповідні темпи грошової бази та готівки поза банками. Водночас, незважаючи на поліпшення платоспроможності позичальників банків, відновлення кредитної активності буде стриманим насамперед через високі ризики інституційного характеру. Високі реальні процентні ставки також стримуватимуть попит на кредити.

В умовах профіциту ліквідності у 2018 році операції НБУ з випуску депозитних сертифікатів залишатимуться основним інструментом регулювання процентних ставок на міжбанківському ринку. У другій половині року на фоні сезонної акумуляції коштів на рахунках уряду існує ймовірність зниження структурної ліквідності банківської системи, що зумовить попит окремих банків на кредити рефінансування. Попит банків на кредити рефінансування та депозитні сертифікати НБУ у 2019 – 2020 роках визначатиметься рівнем структурної позиції ліквідності банківської системи: у разі виникнення структурного дефіциту основним інструментом регулювання процентних ставок стануть кредити рефінансування.

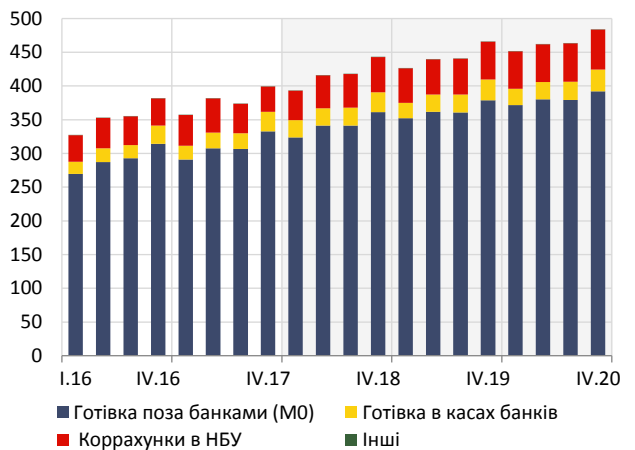
Збереження високої ключової ставки сформує жорсткі монетарні умови, що забезпечить дезінфляцію та повернення інфляції до цільового діапазону в другій половині 2019 року та досягнення його центральної точки – середньострокової інфляційної цілі (5%) у 2020 році. У подальшому жорсткість монетарної політики буде достатньою для утримання інфляції на цільовому рівні. Реалізація цього сценарію залежатиме від ризиків макрофінансової стабільності, успішності подальшої співпраці з МВФ, збалансованості фіскальної політики та швидкості зниження інфляційних очікувань.

Грошовий мультиплікатор та швидкість обертання грошей



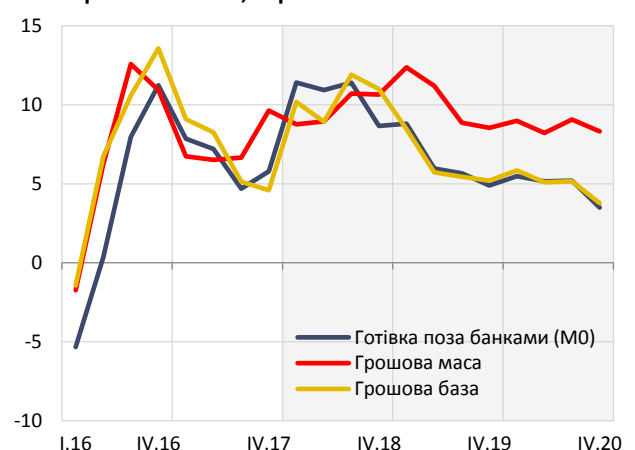
Джерело: НБУ.

Грошова база (компоненти), млрд грн



Джерело: НБУ.

Монетарні показники, % річних



Джерело: НБУ.

3.6. РИЗИКИ ПРОГНОЗУ

Основним ризиком базового прогнозного сценарію НБУ вважає відсутність прогресу в проведенні структурних реформ, необхідних для збереження макрофінансової стабільності та продовження програми з МВФ на тлі високих обсягів погашення зовнішніх боргів у 2019 – 2020 роках. Відтермінування необхідних кроків для відновлення співпраці з офіційними кредиторами звужує вікно можливостей у залученні необхідного фінансування. Сценарій дострокового припинення співпраці з МВФ передбачає суттєве підвищення премії за ризик, погіршення умов доступу на міжнародні фінансові ринки, що призведе до посилення девальваційних та інфляційних очікувань, а також до ускладнення проведення запланованих бюджетних видатків.

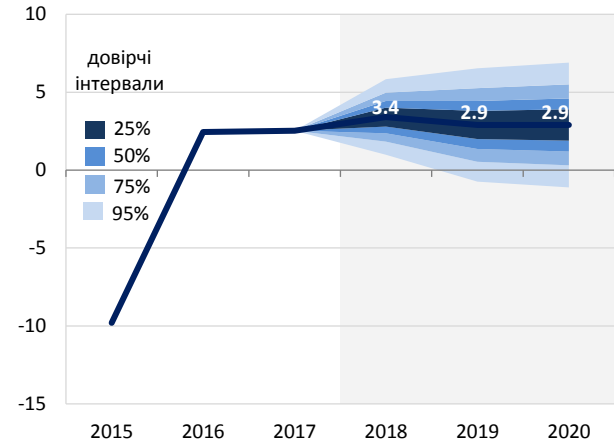
З боку фіскального сектору найбільшим ризиком для цінової динаміки є подальше підвищення соціальних видатків вищими темпами, ніж загальне зростання продуктивності праці в економіці, зокрема в передвиборчий період. Таке спрямування фіскальної політики може призвести не тільки до прискорення інфляції, а і до обмеження державних інвестицій та зростання боргового навантаження, що негативно впливатиме на середньострокові перспективи економічного зростання. НБУ в такому разі буде змушений проводити жорсткішу політику, ніж передбачено в базовому сценарії.

Суттєвим фактором невизначеності залишається розвиток ситуації на сході України. За сприятливої ситуації інвестиційна привабливість країни зростатиме за рахунок зниження премії за ризик, що стимулюватиме приплив капіталу, прискорюючи економічне зростання та створюючи ревальваційний тиск. Натомість, ескаляція бойових дій може призвести до погіршення очікувань та негативних соціально-економічних наслідків.

Для інфляційного розвитку основна невизначеність пов'язана з величиною та термінами змін адміністративно-регульованих тарифів, насамперед на природний газ, опалення та електроенергію, що може відхилити траєкторію інфляції від базового сценарію в обидва боки. Інфляція залишається чутливою до факторів пропозиції продовольчих товарів, пов'язаних з урожаєм, цінами та умовами доступу української продовольчої продукції на зовнішні ринки, проте вони є симетричними.

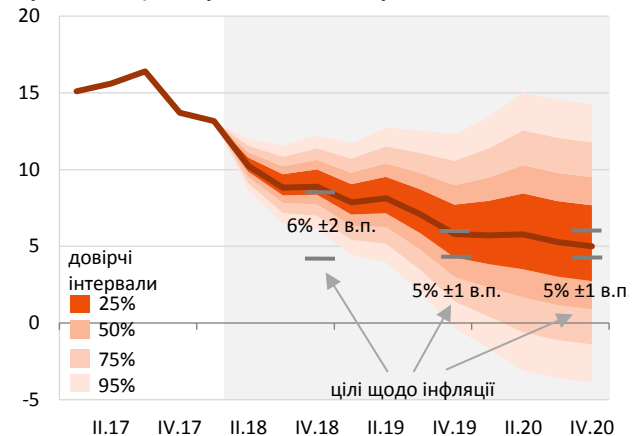
У зовнішньому секторі посилюється невизначеність як для цінових трендів, так і доступності основних ринків збуту, через активізацію політики торговельних війн найбільших економік світу (США, Китай). У разі загострення таких протистоянь у світі утворюватиметься надлишок пропозиції сировинних товарів з відповідним тиском на ціни у бік зниження. У такому випадку або у разі втрати доступу до окремих ринків збуту валютні надходження від експорту скорочуватимуться з відповідним тиском на торговий баланс та обмінний курс гривні. Внаслідок ефекту перенесення формуватиметься і додатковий інфляційний тиск. За такої ситуації ризику виходу інфляції за межі цільового коридору посилюватимуться, а темпи зростання ВВП будуть низькими. У такому разі НБУ буде змушений сформулювати жорсткіші

Прогноз реального ВВП, % річна зміна



Джерело: НБУ.

Прогноз ІСЦ та інфляційні цілі, % річна зміна



Джерело: 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 25%. Відповідна властивість зберігається і для інших зон графіка. Таким чином, імовірність того, що інфляція не вийде за межі найсвітлішої зони, становить 95%.

монетарні умови, ніж це передбачається базовим сценарієм для нівелювання негативного впливу зовнішніх шоків.

Однак у випадку підвищення зовнішнього попиту та цін на товари українського експорту з'являться додаткові імпульси до зростання економіки, а також ревальваційний тиск на гривню та швидше зниження інфляції. За таких умов НБУ матиме змогу перейти до пом'якшення монетарної політики раніше, ніж це закладається в базовому сценарії.

Макроекономічний прогноз (Квітень 2018)

Показники	2015				2016				2017				2018				2019				2020																			
	I		II		III		IV		I		II		III		IV		I		II		III		IV		I		II		III		IV									
	potoc- ний прогноз	prognos 01.2018	potoc- ний прогноз	prognos 01.2018	potoc- ний прогноз	prognos 01.2018	potoc- ний прогноз	prognos 01.2018	potoc- ний прогноз	prognos 01.2018	potoc- ний прогноз	prognos 01.2018	potoc- ний прогноз	prognos 01.2018	potoc- ний прогноз	prognos 01.2018	potoc- ний прогноз	prognos 01.2018	potoc- ний прогноз	prognos 01.2018	potoc- ний прогноз	prognos 01.2018	potoc- ний прогноз	prognos 01.2018	potoc- ний прогноз	prognos 01.2018	potoc- ний прогноз	prognos 01.2018	potoc- ний прогноз	prognos 01.2018	potoc- ний прогноз	prognos 01.2018								
РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, зміна в річному вимірі (%), якщо не зазначено інше																																								
Номинальний ВВП, млрд грн	1989	2385	2983	689	773	967	1021	3451	3394	778	861	1075	1127	3842	3779	852	937	1171	1225	4186	4117	3451	3394	778	861	1075	1127	3842	3779	852	937	1171	1225	4186	4117					
Реальний ВВП	-9.8	2.4	2.5	2.3	3.4	3.9	3.9	3.4	3.4	4.1	2.9	2.7	2.2	2.9	2.9	2.3	2.7	3.0	3.5	2.9	2.9	3.4	3.4	4.1	2.9	2.7	2.2	2.9	2.9	2.3	2.7	3.0	3.5	2.9	2.9					
Дефлятор ВВП	38.9	17.1	22.0	14.0	12.5	11.0	10.0	11.9	12.0	8.5	8.2	8.1	8.0	8.2	8.2	7.0	6.0	5.5	5.0	5.9	5.9	11.0	11.0	-	-	-	-	7.4	7.3	-	-	-	-	5.5	5.7					
ІСЦ (середнє за період)	48.7	13.9	14.5	-	-	-	-	10.9	11.0	-	-	-	-	7.4	7.3	-	-	-	-	5.5	5.7	15.2	15.2	-	-	-	-	8.1	8.6	-	-	-	-	7.8	8.1					
ІЦВ (середнє за період)	36.0	20.5	26.3	-	-	-	-	13.5	15.2	-	-	-	-	8.1	8.6	-	-	-	-	5.5	5.7	8.9	8.9	7.9	8.1	7.1	5.8	5.8	5.8	5.7	5.8	5.3	5.0	5.0	5.0					
ІСЦ	43.3	12.4	13.7	13.2	10.2	8.8	8.9	8.9	8.9	7.9	8.1	7.1	5.8	5.8	5.8	5.7	5.8	5.3	5.0	5.0	5.0	8.9	8.9	7.9	8.1	7.1	5.8	5.8	5.8	5.7	5.8	5.3	5.0	5.0	5.0					
Базова інфляція	34.7	5.8	9.5	9.4	9.2	8.5	7.7	7.7	8.2	7.1	7.0	6.1	4.8	4.8	4.8	4.6	4.5	3.6	3.3	3.3	3.2	7.7	7.7	7.1	7.0	6.1	4.8	4.8	4.8	4.6	4.5	3.6	3.3	3.3	3.2	3.2				
Небазова інфляція	50.9	18.3	19.4	18.2	11.6	9.2	10.5	10.5	9.9	8.9	9.7	8.4	7.1	7.1	7.2	7.1	7.5	7.5	7.2	7.2	7.4	10.5	10.5	9.9	9.7	8.4	7.1	7.1	7.2	7.1	7.5	7.5	7.2	7.2	7.4	7.4	7.4			
У тому числі сирі продукти	40.7	1.2	23.5	23.3	8.4	3.7	5.9	5.9	4.6	4.0	5.4	5.0	4.0	4.0	4.0	3.8	3.6	3.2	3.1	3.1	2.9	5.9	5.9	4.6	4.0	5.4	5.0	4.0	4.0	3.8	3.6	3.2	3.1	3.1	2.9	2.9				
У тому числі адміністративно регульовані ціни	64.4	34.6	16.1	13.6	12.8	13.2	14.6	14.6	13.8	13.8	13.7	11.6	10.0	10.0	9.6	10.0	10.6	10.4	10.4	10.4	10.6	14.6	13.8	13.8	13.7	11.6	10.0	10.0	9.6	10.0	10.6	10.4	10.4	10.4	10.4	10.6	10.6			
ІЦВ	25.4	35.7	16.6	15.9	14.0	11.5	8.8	8.8	9.8	7.0	8.9	9.2	8.4	8.4	9.0	6.0	8.7	8.1	8.1	8.1	8.4	8.8	9.8	7.0	8.9	9.2	8.4	8.4	9.0	6.0	8.7	8.1	8.1	8.1	8.1	8.4				
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР																																								
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	-30.9	-54.8	-42.1	-	-	-	-	-81.9	-82.2	-	-	-	-	-100.3	-98.6	-	-	-	-	-84.1	-83.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
% ВВП	-1.6	-2.3	-1.4	-	-	-	-	-2.4	-2.4	-	-	-	-	-2.6	-2.6	-	-	-	-	-2.0	-2.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд грн	-17.0	-50.3	-39.2	-	-	-	-	-82.8	-82.8	-	-	-	-	-98.9	-96.9	-	-	-	-	-82.1	-81.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
% ВВП	-0.9	-2.1	-1.3	-	-	-	-	-2.4	-2.4	-	-	-	-	-2.6	-2.6	-	-	-	-	-2.0	-2.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Баланс СЗДУ та НАК "Нафтогаз України", млрд грн	-37.5	-50.3	-39.2	-	-	-	-	-82.8	-82.8	-	-	-	-	-98.9	-96.9	-	-	-	-	-82.1	-81.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Баланс СЗДУ та НАК "Нафтогаз України", % ВВП	-1.9	-2.1	-1.3	-	-	-	-	-2.4	-2.4	-	-	-	-	-2.6	-2.6	-	-	-	-	-2.0	-2.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)																																								
Поточний рахунок, млрд дол	1.6	-1.3	-2.1	-1.0	0.1	-1.5	0.0	-2.4	-3.5	-1.4	-0.1	-1.3	-0.3	-3.2	-4.2	-1.7	-0.2	-1.3	-0.8	-3.9	-4.7	-2.4	-3.5	-1.4	-0.1	-1.3	-0.3	-3.2	-4.2	-1.7	-0.2	-1.3	-0.8	-3.9	-4.7					
Фінансовий рахунок, млрд дол	1.2	-2.6	-4.7	-0.6	-1.7	-3.2	0.6	-5.0	-5.2	-1.0	-1.2	-0.2	0.0	-2.4	-3.2	-2.3	-1.4	0.1	-0.3	-3.9	-4.6	-5.0	-5.2	-1.0	-1.2	-0.2	0.0	-2.4	-3.2	-2.3	-1.4	0.1	-0.3	-3.9	-4.6					
Зведений баланс, млрд дол	0.8	1.3	2.6	-0.3	1.7	1.8	-0.6	2.6	1.8	-0.4	1.1	-1.1	-0.4	-0.8	-1.1	0.7	1.2	-1.4	-0.5	0.0	-0.1	2.6	1.8	-0.4	1.1	-1.1	-0.4	-0.8	-1.1	0.7	1.2	-1.4	-0.5	0.0	-0.1	-0.1				
Валові резерви, млрд дол	13.3	15.5	18.8	18.2	19.4	22.7	21.6	21.6	20.5	20.6	21.2	19.5	19.1	19.1	17.8	20.2	21.4	20.4	20.0	20.0	18.6	21.6	20.5	20.6	21.2	19.5	19.1	19.1	17.8	20.2	21.4	20.4	20.0	20.0	20.0	18.6	18.6			
Місяців імпорту майбутнього періоду	3.1	3.2	3.4	3.3	3.4	4.0	3.7	3.7	3.7	3.4	3.5	3.3	3.1	3.1	3.0	3.2	3.4	3.2	3.2	3.2	3.0	3.7	3.7	3.4	3.5	3.3	3.1	3.1	3.0	3.2	3.4	3.2	3.2	3.2	3.0	3.0	3.0			
Експорт товарів, річна зміна (%)	-29.9	-5.3	18.3	8.0	6.5	5.3	5.7	6.3	3.3	-2.3	6.9	7.5	5.7	4.5	5.1	8.0	3.8	5.4	5.8	5.7	6.2	6.3	3.3	-2.3	6.9	7.5	5.7	4.5	5.1	8.0	3.8	5.4	5.8	5.7	6.2	6.2				
Імпорт товарів, річна зміна (%)	-32.6	4.2	21.1	11.9	6.8	7.8	-1.2	5.9	3.6	2.7	6.9	4.9	7.8	5.6	6.3	6.4	2.7	3.5	6.3	4.7	5.4	5.9	3.6	2.7	6.9	4.9	7.8	5.6	6.3	6.4	2.7	3.5	6.3	4.7	5.4	5.4				
МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)																																								
Грошова база, %	0.8	13.6	4.6	-1.5	4.2	4.7	11.0	11.0	9.3	-3.7	-0.7	-0.5	5.2	5.2	5.3	-3.1	-0.8	-0.6	3.8	3.8	3.8	11.0	9.3	-3.7	-0.7	-0.5	5.2	5.2	5.3	-3.1	-0.8	-0.6	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8			
Грошова маса, %	3.9	10.9	9.6	-3.3	-0.5	3.0	10.6	10.6	10.6	-1.8	0.0	1.3	8.5	8.5	9.6	-1.4	-0.3	1.8	8.3	8.3	8.4	10.6	10.6	-1.8	0.0	1.3	8.5	8.5	9.6	-1.4	-0.3	1.8	8.3	8.3	8.3	8.3	8.4			
Швидкість обертання (на кінець року)	2.0	2.2	2.4	-	-	-	-	2.6	2.6	-	-	-	-	2.6	2.6	-	-	-	-	2.7	2.6	2.6	2.6	-	-	-	-	2.6	2.6	-	-	-	-	2.7	2.6	2.6	2.6			