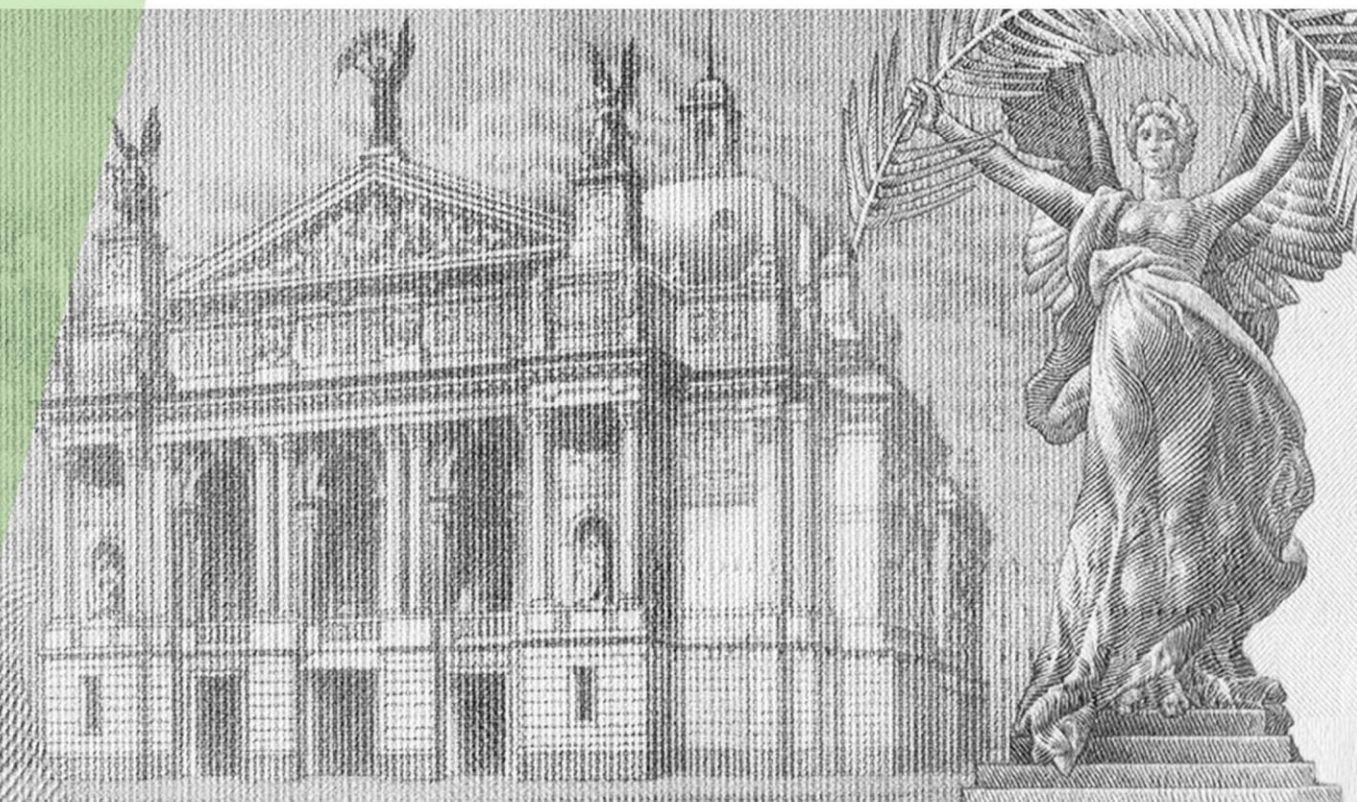




Національний  
банк України

# Інфляційний звіт

Липень 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 липня 2018 року схвалені на засіданні Правління Національного банку України (далі – Правління), присвяченому питанням монетарної політики<sup>1</sup>. Прогнози макроекономічного розвитку, у тому числі інфляції, є основними, але не єдиними чинниками прийняття рішень Правлінням. Крім прогнозу інфляції та інших макроекономічних показників, члени Правління беруть до уваги нову інформацію, що з'являється після підготовки прогнозу. Оцінка членами Правління ризиків прогнозу чи макроекономічних взаємозв'язків може відрізнитися.

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 липня 2018 року.

<sup>1</sup> Рішення Правління Національного банку України від 12 липня 2018 року № 442-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

## ЗМІСТ

ГОЛОВНЕ .....	3
ПОТОЧНА ЕКОНОМІЧНА СИТУАЦІЯ.....	6
1. ЗОВНІШНЄ СЕРЕДОВИЩЕ .....	6
Вставка: Наслідки погіршення світових фінансових умов для країн, ринки яких розвиваються: чому окремі країни виявилися більш вразливими, ніж інші.....	10
2. ВНУТРІШНЯ ЕКОНОМІКА .....	13
2.1. ІНФЛЯЦІЙНИЙ РОЗВИТОК.....	13
2.2. ПОПИТ І ВИПУСК.....	17
Вставка: Розвиток зеленої енергетики в Україні .....	21
2.3. РИНОК РОБОЧОЇ СИЛИ ТА ДОХОДИ ДОМОГОСПОДАРСТВ .....	23
Вставка: Молодіжне безробіття в Україні .....	27
2.4. ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР.....	29
2.5. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС .....	32
2.6. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ.....	38
Вставка: Нейтральна реальна процентна ставка в умовах малої відкритої економіки: застосування для України.....	43
3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІЧНОЇ СИТУАЦІЇ В УКРАЇНІ .....	45
3.1. ПРИПУЩЕННЯ ПРОГНОЗУ .....	45
3.2. ІНФЛЯЦІЙНИЙ РОЗВИТОК.....	48
3.3. ПОПИТ І ВИПУСК.....	50
3.4. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС .....	53
3.5. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ.....	56
3.6. РИЗИКИ ПРОГНОЗУ .....	57
АБРЕВІАТУРИ ТА СКОРОЧЕННЯ .....	59



## ГОЛОВНЕ

### Споживча інфляція продовжила знижуватися

У червні 2018 року споживча інфляція в річному вимірі сповільнилася до 9.9% та виявилася дещо нижчою за траєкторію прогнозу, опублікованого в [Інфляційному звіті за квітень 2018 року](#). Проте інфляція залишалася вище цілей, установлених [Основними засадами грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу](#) ( $7.0\% \pm 2$  в. п. станом на кінець II кварталу 2018 року).

Подальше зниження інфляції в річному вимірі відбулося переважно завдяки стрімкому уповільненню зростання цін на продукти харчування. Зокрема поступово вичерпується дія тимчасових факторів пропозиції, які зумовили високі показники інфляції в другому півріччі 2017 – на початку 2018 року. Це відбувається на тлі розширення як внутрішньої, так і імпоротної пропозиції продуктів харчування.

Крім того, сприятливою була ситуація на валютному ринку. Пожвавлення економічної активності в країнах – основних торговельних партнерах України, досить високі ціни на товари українського експорту, зростання приватних грошових переказів та жорстка монетарна політика забезпечили зміцнення гривні як відносно долара США, так і валют країн – торговельних партнерів. Це у свою чергу позначилося на вартості імпортованих товарів, а також на цінах на товари та послуги зі значною імпортною складовою в собівартості.

Зростання базового ІСЦ також дещо уповільнилося (до 9.0% р/р), однак усе ще високі темпи свідчать про збереження значного фундаментального інфляційного тиску. Це насамперед результат стійкого розширення споживчого попиту, який підтримують високі темпи збільшення доходів українців, що значно перевищують темпи зростання економіки. Зокрема, у травні середня номінальна заробітна плата в Україні була на 28% вищою ніж рік тому. Такі високі темпи були зумовлені переважно високим попитом на робочу силу та активною трудовою міграцією. Також продовжують стрімко зростати грошові перекази: у січні-травні вони на 30% перевищили минулорічний показник і сягнули 4.5 млрд дол. Це пояснюється подальшим збільшенням кількості трудових мігрантів і покращенням економічного стану країн, куди прямують українські мігранти. Підвищенню доходів населення сприяли також високі темпи зростання соціальних допомог, зокрема відображаючи підвищення виплат для різних категорій пенсіонерів.

У II кварталі 2018 року Національний банк продовжив проведення жорсткої монетарної політики та утримував облікову ставку на рівні 17% річних. У реальному вимірі облікова ставка зросла з 5% річних на початку року до 8-9% річних у червні. Жорстка монетарна політика утримувала реальну дохідність гривневих облігацій однією із найвищих серед країн, ринки яких розвиваються. Це дало змогу зберегти інтерес до гривневих активів в умовах посилення турбулентності на фінансових ринках країн, що розвиваються, та подальшого відтермінування отримання Україною фінансування за програмою МВФ.

### Споживча інфляція продовжить уповільнюватися і повернеться до цільового діапазону наприкінці 2019 року

Національний банк залишає прогноз інфляції на кінець 2018 року незмінним на рівні 8.9%, тоді як прогноз базової інфляції був знижений до 7.1%. Більш швидке, ніж прогнозувалося, уповільнення інфляції у травні-червні поточного року буде нівельоване в другому півріччі через посилення впливу проінфляційних чинників. Адже наприкінці року очікується більш суттєве, ніж передбачалося раніше, підвищення адміністративно регульованих цін і тарифів через наближення цін на газ на внутрішньому ринку до ціни імпортного паритету. Цей чинник також впливатиме на рівень інфляції і впродовж перших трьох кварталів наступного року, що не дасть змогу Національному банку привести її в межі цільового діапазону раніше IV кварталу 2019 року.

Водночас на рівень інфляції в другій половині 2018 та у 2019 році буде тиснути низка факторів, ефекти яких, на відміну від підвищення адміністративно регульованих цін і тарифів, мають більш фундаментальний характер. Серед них:

- вищий, ніж досі очікувалося, внутрішній попит, у тому числі за рахунок зростання заробітних плат і переказів від трудових мігрантів;
- зниження інтересу інвесторів до українських суверенних зобов'язань унаслідок глобальної тенденції виходу інвесторів з активів країн, що розвиваються, та відтермінування отримання фінансування за програмою співпраці з МВФ;
- інфляційні очікування, які продовжують перевищувати інфляційні цілі Національного банку.

Проведення жорсткої монетарної політики компенсуватиме дію цих чинників і стане одним з ключових факторів, який дозволить привести інфляцію у межі цільового діапазону в IV кварталі 2019 року. Також цьому сприятимуть стримана фіскальна політика через бюджетні обмеження за значних обсягів погашень державного боргу, помірні темпи імпортованої інфляції за відносно низької курсової волатильності та зменшення внеску адміністративної складової інфляції.

Серед інших чинників відзначається певне послаблення тиску з боку цін на продовольчі товари в поточному році. Особливо це стосується цін на фрукти та овочі. Водночас за окремими продуктами (зокрема, масло, яйця) сильний зовнішній попит, наближення українських цін на продовольство до цін у країнах-сусідах, розширення експортних можливостей вітчизняних підприємств стимулюватимуть зростання цін високими темпами.

Відповідно, прогноз інфляції залишається без змін і на наступні роки – споживча інфляція становитиме 5.8% на кінець 2019 року, а у 2020 році уповільниться до 5.0% і, таким чином, досягне центрального значення цільового діапазону ( $5.0\% \pm 1$  в. п.).

### **У 2018 році зростання ВВП підтримувалося внутрішнім попитом**

У I кварталі 2018 року зростання реального ВВП прискорилося до 3.1% р/р. Як і у 2017 році, основним рушієм зростання реального ВВП був внутрішній попит, як споживчий, так і інвестиційний.

Стийке зростання споживчого попиту підтримувалося збільшенням доходів населення – заробітної плати, пенсійних виплат, грошових переказів. Разом з тим, зростання зарплат та зміни до пенсійного законодавства посилили стимули до офіційної зайнятості, про що свідчить зростання економічно активного та зайнятого населення, кількості штатних працівників і зниження рівня безробіття.

Вагомим рушієм економічного зростання залишилося нарощення інвестицій, яке прискорювалося третій квартал поспіль та спостерігалось в переважній більшості видів діяльності. Зокрема, активно зростали капітальні інвестиції в промисловість. Нарощенню інвестицій сприяли подальше поліпшення ділових очікувань та фінансових результатів підприємств. Також на зростанні інвестицій у телекомунікаційну галузь відобразився продаж урядом ліцензій на 4G.

Прискорення зростання реального ВВП у I кварталі 2018 року було найбільшою мірою зумовлене зростанням торгівлі, що пояснюється як високим споживчим попитом, так і поживленням у промисловості. Останнє було зокрема зумовлено збільшенням обсягів виробництва у добувній промисловості, металургії та енергетичному секторі, яке відбулося у тому числі під впливом ефекту бази порівняння – припинення торгівлі з НКТ та захоплення підприємств на тих територіях у минулому році, від чого найбільше постраждали саме ці види діяльності.

Цей ефект та сприятливі зовнішньоекономічні умови позначилися і на динаміці експорту товарів у першому півріччі. Водночас поживлення внутрішнього попиту, насамперед інвестиційного, призвело до прикорення зростання імпорту товарів. У результаті за п'ять місяців 2018 року дефіцит торгівлі розширився. Однак подальше збільшення кількості трудових мігрантів зумовило істотне зростання грошових переказів. За п'ять місяців 2018 року дефіцит поточного рахунку лишався майже на рівні минулого року – 0.4 млрд дол.

З початку 2018 року зберігається приплив капіталу за фінансовим рахунком, який на відміну від минулого року був забезпечений переважно приватним сектором. Водночас після стрімкого зростання у I кварталі цього року, портфель гривневих ОВДП, що перебувають у власності нерезидентів, почав зменшуватися. Загальний приплив прямих іноземних інвестицій залишився порівняно незначним та спрямовувався переважно до реального сектору. Попри профіцит платіжного балансу міжнародні резерви станом на кінець червня скоротилися до 18.0 млрд дол., або 3.1 місяця імпорту майбутнього періоду, переважно через здійснення платежів уряду та Національного банку на користь МВФ.

У II кварталі 2018 року економіка України продовжила зростати. Високі ділові очікування підприємств свідчили про стійке зростання інвестиційної активності. Подальше підвищення доходів населення стимулювало споживчий попит. Певний імпульс споживчому та інвестиційному попиту надало стрімке нарощення як поточних, так і капітальних витрат бюджету. Також у цілому сприятливою залишалася кон'юнктура на зовнішніх ринках. Як і в I кварталі, на темпах економічного зростання відображався вплив припинення зв'язків з НКТ у минулому році. Як наслідок, тривало зростання ВДВ у металургії, добувній промисловості та енергетиці, що, втім, дещо стримувалося ремонтними роботами на кількох великих підприємствах ГМК. Більш ранній початок збиральної компанії порівняно з минулим роком зумовив зростання сільського господарства. Загалом зростання реального ВВП у II кварталі 2018 року очікується на рівні 3.2% р/р.

### **Після прискорення у 2018 році економічне зростання дещо уповільниться**

Як і раніше, Національний банк прогнозує прискорення зростання реального ВВП у 2018 році до 3.4%. Основною рушійною силою залишиться приватне споживання, що в поточному році стимулюється потужним зростанням заробітних плат, грошових переказів, пенсійних виплат. Очікується, що інвестиційна активність також залишиться високою. Сприятливі умови торгівлі, відновлення промислового виробництва та розширення доступу українських експортерів на зовнішні ринки дасть змогу скоротити від'ємний внесок чистого експорту у ВВП.

У 2019 році економічне зростання уповільниться до 2.5% (у попередньому прогнозі – 2.9%). Зокрема це відбуватиметься внаслідок вичерпання ефектів від різкого підвищення соціальних стандартів у попередні роки на тлі стриманої фінансової політики, зумовленої необхідністю погашення значних обсягів державного боргу. Також на зростання впливатимуть жорсткі монетарні умови, необхідні для повернення інфляції до цілі. У 2020 році реальне зростання економіки становитиме 2.9%.

Основним драйвером у середньостроковому періоді продовжить бути приватне споживання, що додатково стимулюватиметься грошовими переказами внаслідок продовження трудової міграції. Водночас міграція матиме і обернений ефект на економічне зростання – через скорочення наявної робочої сили та зниження фінансових можливостей компаній для нарощування інвестицій за стрімкого підвищення заробітної плати.

Дефіцит зовнішньої торгівлі буде зберігатися і навіть розширюватися, оскільки значна частина внутрішнього споживчого попиту й інвестицій в основний капітал буде задовольнятися за рахунок імпорту. Експорт також зростатиме насамперед внаслідок збільшення попиту з боку країн – ОТП. Триватиме зростання надходжень від трудових мігрантів як через продовження міграційних процесів, так і унаслідок збільшення номінальних доходів мігрантів за кордоном у доларовому еквіваленті. У результаті дефіцит поточного рахунку поступово розширюватиметься до 2.4% від ВВП у 2020 році.

**Ключовим припущенням макроекономічного прогнозу залишається подальший поступ у здійсненні структурних реформ, передбачених програмою співпраці з МВФ, та підписання нової програми у 2020 році. Ці реформи є вкрай**

важливими для забезпечення макрофінансової стабільності і стійкого економічного зростання в довгостроковій перспективі. Доступ до офіційного фінансування від МВФ і інших зовнішніх партнерів дозволить Уряду залучати боргові ресурси на міжнародних ринках капіталу на прийнятних умовах.

У поточному році Національний банк очікує надходження близько 2 млрд дол. від МВФ, отримання урядом кредитів від ЄС та Світового банку, а також розміщення єврооблігацій урядом. Це дасть змогу збільшити міжнародні резерви до 20.7 млрд дол. (або 3.5 місяця імпорту майбутнього періоду) на кінець 2018 року. У подальшому очікується достатньо стримані приплив інвестиційного та боргового капіталу до приватного сектору та ринкові залучення уряду. Відповідно у 2019 та 2020 роках через пікові виплати за зовнішнім державним боргом очікується формування дефіциту зведеного платіжного балансу, і міжнародні резерви будуть на рівні близько 20 млрд дол.

Вплив фіскальної політики на економіку у 2018 році оцінюється як проінфляційний переважно через збільшення видатків соціального спрямування, зокрема пенсій у результаті пенсійної реформи, заробітних плат працівникам бюджетної сфери та грошового забезпечення військовослужбовцям. Високі темпи зростання соціальних видатків стимулюватимуть розширення внутрішнього попиту, проте обмежуватимуть можливості держави здійснювати видатки розвитку через необхідність утримання дефіциту СЗДУ відповідно до зобов'язань перед МВФ. Відповідно, очікується, що дефіцит бюджету СЗДУ в поточному році несуттєво перевищить минулорічний і становитиме близько 2.1% ВВП.

Наближення періоду пікових виплат за зовнішнім державним боргом в умовах зростання відсоткових ставок на зовнішніх ринках та завершення програми з МВФ у 2019 році створює передумови до проведення більш жорсткої фіскальної політики у 2019 – 2020 роках зі стримуючим ефектом як на економічне зростання, так і на інфляцію. У цей період дефіцит бюджету для базового сценарію прогнозується в розмірі не вище 1.5% ВВП, а первинне сальдо залишиться додатним.

Державний та гарантований борг у відсотках до ВВП знижуватиметься протягом усього прогнозного періоду. Цьому сприятимуть високі темпи зростання номінального ВВП, помірна волатильність обмінного курсу, а також поступове скорочення зовнішньої заборгованості на тлі значних виплат державного сектору.

#### **Основним економічним ризиком є уповільнення реформ**

Основним ризиком для реалізації зазначеного прогнозного сценарію Національний банк вважає відсутність прогресу в проведенні структурних реформ, необхідних для збереження макрофінансової стабільності, та продовження чинної програми з МВФ. Подальше зволікання із реалізацією умов програми співпраці з МВФ зменшує ймовірність отримання фінансування, передбаченого програмою. Це все більше звужує вікно можливостей у залученні боргових ресурсів на міжнародних ринках капіталу, необхідних для здійснення пікових виплат за державним боргом. Відтак, недоотримання запланованих надходжень загострює проблеми фінансування бюджетних витрат, а також погіршує девальваційні та інфляційні очікування, на яких також позначиться традиційне посилення невизначеності в передвиборчий період.

Суттєва невизначеність для інфляційного розвитку пов'язана з приведенням цін на природний газ для населення до ринкового рівня. Відтермінування такого рішення як і зміна принципів розрахунку імпортного паритету ціни може суттєво відхилити траєкторію інфляції від базового сценарію за рахунок адміністративно-регульованих тарифів.

Одним з основних ризиків базового сценарію є процеси трудової міграції. Продовження відпливу робочої сили з України високими темпами створюватиме подальше підвищення диспропорцій між попитом та пропозицією на ринку праці, що супроводжуватиметься зростанням заробітних плат та відповідно інфляції разом зі зниженням потенціалу економіки.

У зовнішньому середовищі, враховуючи, що темпи зростання в багатьох країнах залишатимуться вище тренду в 2018 – 2019 роках, є значна ймовірність “перегріву” глобальної економіки та поступовий перехід у фазу спаду. Серед інших можливих причин рецесії поширюються ризики широкомасштабних торгових війн, реалізація яких призведе до уповільнення світової торгівлі та виникнення проблем у фінансовій системі Китаю. Зазначене може призвести до падіння цін на світових товарних ринках, зменшення обсягів українського експорту та валютних надходжень з відповідною корекцією обмінного курсу гривні.

Також посилюються ризики відпливу капіталу з країн, що розвиваються. Одним з тригерів таких подій може бути надто швидкий перехід центральними банками провідних країн до більш жорсткої монетарної політики. Зазначене може спричинити відплив капіталу з країн, ринки яких розвиваються, у тому числі України.

#### **Монетарна політика буде достатньо жорсткою на прогнозованому горизонті для повернення інфляції до цілей**

Відповідно до базового сценарію макроекономічного прогнозу для повернення інфляції до цільового діапазону на кінець наступного року і зниження до 5% у 2020 році монетарні умови мають бути достатньо жорсткими, щоб нівелювати окреслені вище проінфляційні чинники з урахуванням зростаючої ймовірності реалізації окреслених ризиків. Також більш жорсткі фінансові умови для країн, що розвиваються, на тлі нормалізації монетарної політики провідними центральними банками, були додатковим фактором на користь підвищення облікової ставки. Виходячи з цього, 12 липня 2018 року Правління Національного банку прийняло рішення підвищити свою облікову ставку до 17.5% річних. У разі подальшого зростання ймовірності реалізації зазначених ризиків або появи нових суттєвих загроз для зниження інфляції та для макрофінансової стабільності Національний банк може продовжити підвищення облікової ставки до рівня, необхідного для повернення інфляції до встановлених цілей на прийнятному часовому горизонті.

## ПОТОЧНА ЕКОНОМІЧНА СИТУАЦІЯ

### 1. ЗОВНІШНЄ СЕРЕДОВИЩЕ

Зовнішні умови для української економіки залишалися сприятливими завдяки впевненому зростанню світової економіки та позитивній у цілому цінній кон'юктурі на світових товарних ринках. Так у I кварталі 2018 року середньозважені річні темпи економічного зростання країн – ОТП України залишалися на рівні попереднього кварталу завдяки стійкому попиту та інвестиціям як у розвинутих країнах, так і країнах, ринки яких розвиваються. Водночас дані свідчать про певне уповільнення в II кварталі через звуження світової торгівлі внаслідок посилення ризиків торговельних війн.

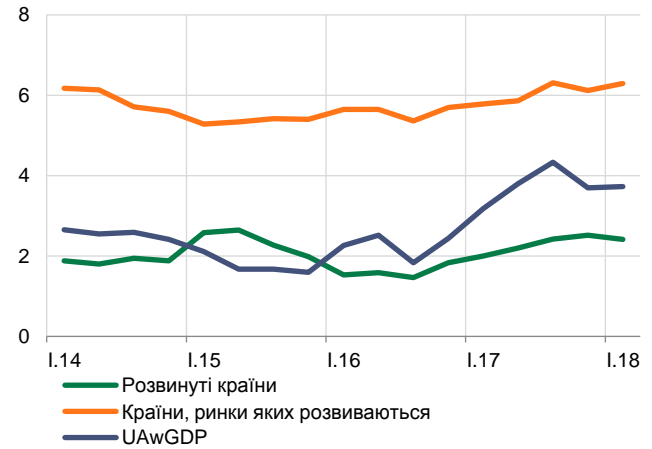
Значний світовий попит підтримав високі ціни на сировинні товари. Водночас суттєвий вплив мали фактори, характерні лише для окремих ринків, зокрема, несприятливі погодні умови на початку 2018 року для врожаю зернових у деяких регіонах світу, дія обмежень на виробництво сталі в Китаї, високий рівень виконання угоди ОПЕК+ та геополітичні конфлікти. Зростання агрегованого індексу зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСPI<sup>2</sup>) у II кварталі 2018 року продовжилось високими темпами.

Натомість на світових фінансових ринках у II кварталі умови для країн, ринки яких розвиваються, погіршилися. Це зумовлено насамперед подальшим посиленням монетарної політики ФРС як реакцією на наростання інфляційного тиску в США. Це зумовило зростання дохідності державних цінних паперів та зміцнення долара США. У результаті інтерес інвесторів до ризикових активів дещо зменшився, а більшість валют країн, ринки яких розвиваються, знецінилися.

Світова економіка продовжувала зростати стійкими темпами. Підтримку їй надалі надають розширення попиту, нарощення інвестицій та пожвавлення торгівлі. Про останнє свідчить випереджаючий індикатор світової торгівлі (WTOI), який у II кварталі 2018 року залишається на 1.8 в. п. вище тренду. Незначне зменшення порівняно з попереднім кварталом (на 0.5 в. п.) через зниження показників експортних замовлень відображає більшою мірою зростаючу економічну нестабільність унаслідок посилення ризиків торговельних війн. Додатковим відображенням останнього є зниження індикатору рівня ділової довіри за розрахунками Moody's. Натомість у секторі послуг зростання продовжується більш швидкими темпами, ніж у виробничому секторі, що відображає суттєвий вплив розширення попиту на світову економіку.

Прискорення економічної активності США відбулося завдяки підвищенню продуктивності, зміцненню ринку праці, що позитивно відобразилося на зростанні витрат домогосподарств, та збільшенню інвестицій підприємств через поліпшення ділових настроїв. Натомість дані PMI окреслили стрімке зростання операційних витрат у приватному секторі економіки, а середні темпи зростання цін виробників були найшвидшими з липня 2013 року (в основному через вищі ціни на метали, особливо сталь, та нафту). Зростання зайнятості в середньому за останні місяці було доволі значним, а рівень безробіття становив 4.0% у червні. Суттєвий стимул економічному зростанню надало пом'якшення фіскальної політики. З огляду близької до таргету

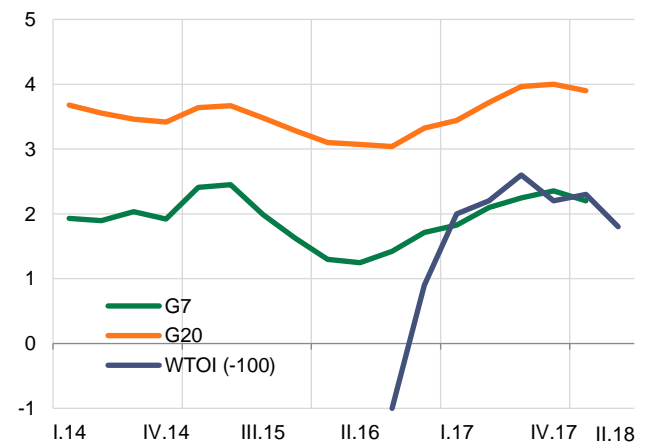
Темпи зростання окремих груп країн\* – ОТП України та середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України (UAWGDP), % річна зміна



\* Ваги для агрегації темпів зростання окремих груп країн розраховано та нормалізовано на підставі даних МВФ щодо ВВП відповідних країн за паритетом купівельної спроможності, для показника UAWGDP – на підставі зовнішньоторговельного обороту України з відповідними країнами.

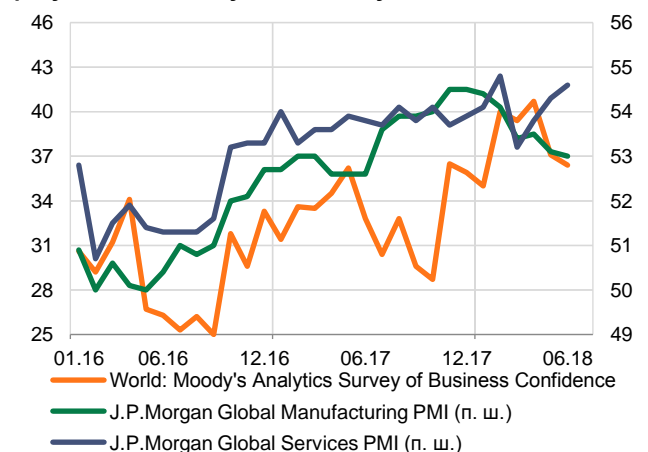
Джерело: розрахунки НБУ.

Реальний ВВП окремих груп країн (% 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.

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



інфляції ФРС продовжила підвищення процентної ставки, що призвело до зміцнення долара США на світових ринках.

Темпи економічної активності Євросони після стрімкого зростання наприкінці 2017 року дещо уповільнилися. Причиною був недостатній рівень інвестицій у розширення виробництва за значного використання робочої сили. Показник зайнятості на сьогодні є найвищим з моменту кризи. Водночас використання виробничих потужностей перевищувало довгострокове середнє значення в Євросоні та в усіх великих економіках<sup>3</sup>. PMI промисловості, попри певне уповільнення через зростання витрат, також залишався вище свого середнього довгострокового рівня. Внутрішній попит був стійким, а зовнішній попит перебував під впливом поліпшення економічних умов в країнах – ОТП.

Економічне зростання країн ЦСЄ, СНД та Азії стабілізувалося майже на рівні попереднього кварталу завдяки поліпшенню умов ведення бізнесу та стійкому внутрішньому попиту на тлі зростання заробітних плат. Натомість у II кварталі випереджаючі індикатори свідчать про певне уповільнення економік цих груп країн через стиснення зовнішньої торгівлі. PMI промисловості Росії в травні низився нижче 50 пунктів уперше за останні майже два роки через одночасне падіння закупівельної активності та уповільнення зростання обсягів виробництва і нових замовлень. Однак, незважаючи на уповільнення споживчого попиту, ділові очікування залишалися високими в цілому.

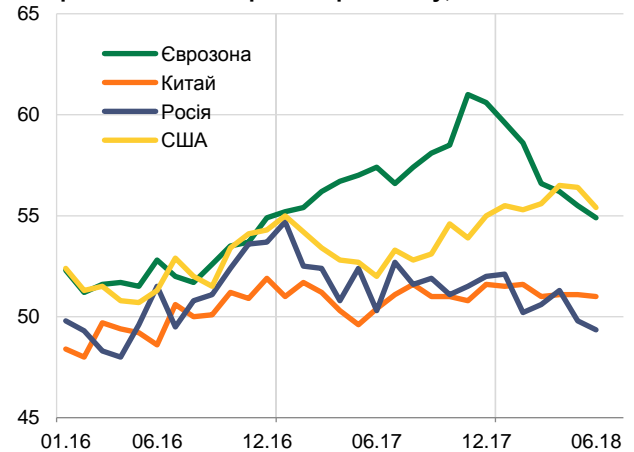
Завдяки монетарній політиці та світовій ціновій кон'юктурі відбувається конвергенція інфляції в більшості країнах – ОТП України до цільових показників. Це загалом призводить до зростання зовнішнього інфляційного тиску з боку країн – ОТП України, вираженого індексом UAwCPI<sup>4</sup> – на 0.2 в. п. до 2.7% р/р у II кварталі.

Світові ціни на вагомні товари українського експорту залишалися на доволі високому рівні. Підтримку цінам на сталь надавали високий попит з боку США на тлі введених тарифів на імпорту сталі та алюмінію, що суттєво збільшило ціни на внутрішньому ринку країни, та попит з боку Китаю на тлі введення додаткових більш жорстких обмежувальних заходів для металургійних та нафтохімічних заводів<sup>5</sup>.

Натомість введення тарифів на імпорту сталі в США, незважаючи на певні виняткові положення, збільшили надлишок сталі за межами США, що тиснуло в бік зниження цін. Додатковими факторами зниження цін були свято Рамадан у мусульманських країнах (з 16 травня до 14 червня), початок дощового сезону в Східній Азії (особливо в Індонезії та Філіппінах), збільшення завантаженості металургійних потужностей в Китаї (показник завантаженості на 110 підприємствах досягав у травні 88.9%). Останнє зумовило збільшення обсягів імпорту залізної руди (на 2.9% р/р у травні), що втримало ціни на залізну руду від зниження. Крім того, посилення торговельної напруги між США та Китаєм збільшило рівень невизначеності, послабивши активність учасників ринку.

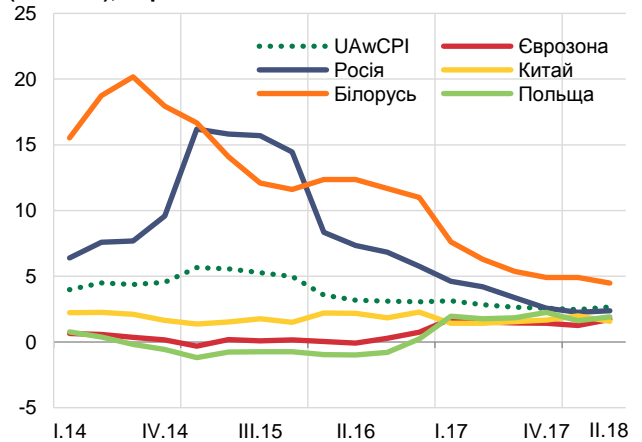
На світовому ринку зерна з початку II кварталу 2018 року ціни на пшеницю та кукурудзу стрімко зросли. Ціни на пшеницю

PMI промисловості окремих країн світу, п.



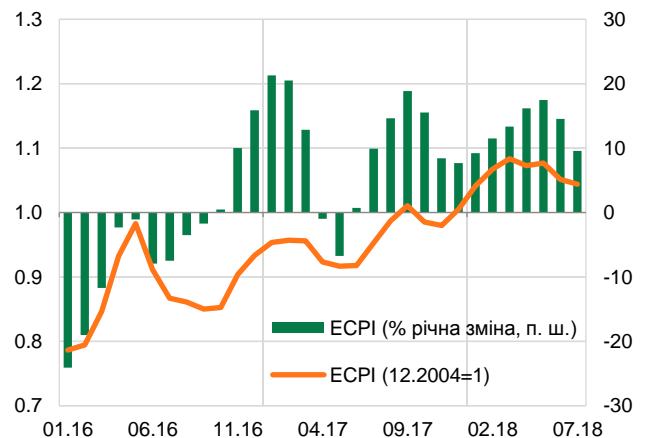
Джерело: IHS Markit.

Індекс споживчих цін окремих країн – ОТП України та середньозважений показник ІСЦ країн – ОТП України (UAwCPI), % річна зміна



Джерело: розрахунки НБУ.

Індекс зміни світових цін на товари українського експорту



Джерело: розрахунки НБУ.

<sup>3</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180619.en.html>

<sup>4</sup> Додатково про індекс UAwCPI див. Інфляційний звіт (квітень 2016 року).

<sup>5</sup> Зокрема, у провінції Цзянсу, яка займає друге місце в Китаї за обсягами виплавки сталі, планується закриття ще трьох металургійних підприємств сукупного продуктивністю 4.25 млн т/рік та зменшення випуску сталі на решті підприємств на близько 15%. Водночас в окрузі Таншань металургійні підприємства і надалі здійснюють обмежений випуск сталевих продукції.



зростали через стабільно високий світовий попит, зокрема з боку Алжиру, Єгипту, Південної Кореї та Південної Африки, та негативний вплив посушливої погоди на врожай 2018/2019 МР, насамперед в Аргентині, США та ЄС. Додатковими факторами були тривалий страйк залізничників у Франції, дефіцит зернового автотранспорту і закриття деяких річкових маршрутів, через що поставки європейської пшениці на ринок були обмеженими; погіршення врожаю озимих в Австралії на 2018/2019 МР (на 10% порівняно з середнім обсягом за останні десять років) через скорочення площ посівів. На тлі обмеженої пропозиції та негативного впливу погодних умов ціни на кукурудзу з початку II кварталу також продемонстрували зростання. Так, через погодні умови посіви кукурудзи у США відкладалися декілька разів у результаті чого темпи сівби були на 45% меншими торішніх. Другий у світі експортер кукурудзи Бразилія через посуху очікувала на зниження врожайності кукурудзи другого врожаю. Водночас активний попит був забезпечений Китаєм, Іраном, Йорданією та Південною Кореєю.

Однак уже з другої половини кварталу ціни на зернові знижувалися, особливо стрімко на кукурудзу. Така динаміка було зумовлена поступовим поліпшенням оцінок нового врожаю зернових та очікуваним негативним ефектом від введення зворотних імпорتنних тарифів Китаєм на сою та кукурудзу зі США, а також Мексикою на імпорт американської кукурудзи.

У II кварталі ціни на нафту тимчасово перетнули максимальний за останні чотири роки рівень у 80 дол./бар., продемонструвавши надвисоку чутливість як до геополітичних подій, так і до торговельних війн. Так протягом кварталу вагомими факторами зростання цін були:

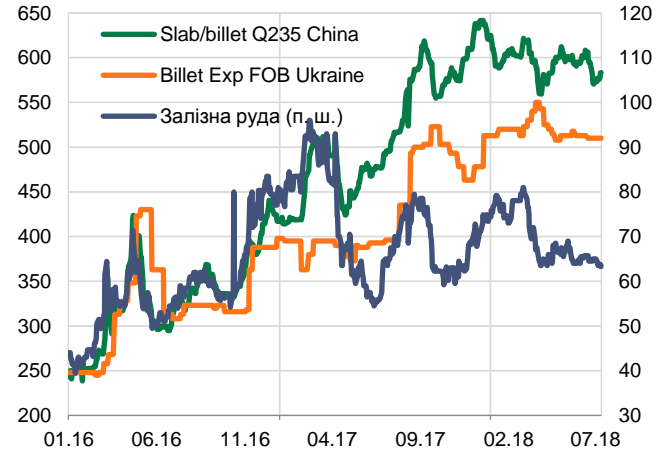
- посилення напруженості у відносинах між США та Росією навколо Сирії та введення США нових санкцій проти деяких великих російських компаній та бізнесменів, які працюють у нафтовій сфері;
- триваюча напруженість в ірано-американських відносинах на тлі виходу США з угоди з ядерної програми Ірану та введення санкцій проти Тегерану;
- високий рівень виконання домовленостей країнами ОПЕК+ та скорочення видобутку нафти в Венесуелі, Нігерії, Катарі, Кувейті, ОАЕ та Лівії.

Додатковими чинниками були поповнення стратегічних запасів Китаєм та скорочення загальних та стратегічних запасів нафти і нафтопродуктів у США.

Натомість зростання видобутку нафти на сланцевих родовищах у Північній Америці та очікування рішення ОПЕК+ про збільшення видобутку нафти (22 червня вирішено збільшити видобуток на 1 млн бар./добу) спряжи певній корекції цін у другій половині червня, яке однак було нівельоване загостренням торговельного протистояння між США та Китаєм. Так 15 червня США оголосили про введення з 6 липня штрафних мит у розмірі 25% на імпортовані з Китаю товари на загальну суму 50 млрд дол. У відповідь Китай оголосив про наміри у вересні запровадити додаткові мита на імпорт з США енергоносіїв, включаючи нафту, природний газ і вугілля, у розмірі 25%. Це призвело до ажіотажного попиту на американську нафту та відповідно стрімкого зростання цін на нафту WTI, що позначилося й на вартості інших видів нафти.

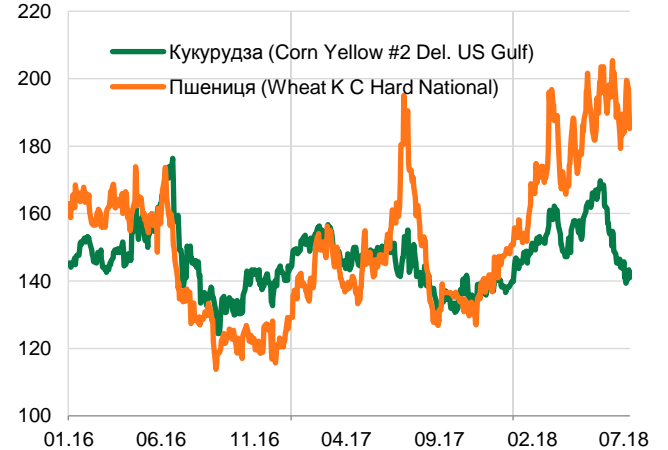
Збільшення інфляційного тиску та очікуване підвищення процентної ставки ФРС спровокували стрімке зростання

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



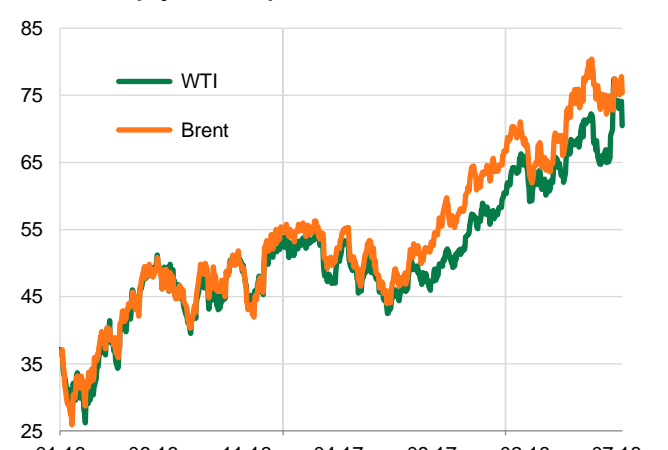
Джерело: Thomson Reuters Datastream.

**Світові ціни на зернові, дол./т**



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

**Ціни на нафту, дол./бар.**



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

дохідності державних цінних паперів США, натомість зменшили волатильність на ринку акцій та негативно відобразилися на привабливості для інвесторів ризикових фінансових активів.

Загальним фактором підтримки для глобальних фондових індексів залишалось динамічне зростання світової економіки, навіть попри уповільнення економіки Єврозони та посилення протекціонізму у світі. Крім того, негативний вплив на американські індекси чинили геополітичні загрози, інфляційні ризики, передусім у США, та очікування інвесторів на пришвидшення посилення монетарної політики ФРС. У результаті кількість очікуваних підвищень процентної ставки, урахованих у ф'ючерсах на ставку ФРС, зросла з трьох до чотирьох цього року, а дохідність 10-річних облігацій Казначейства США перевищила психологічно значимий рівень у 3% річних.

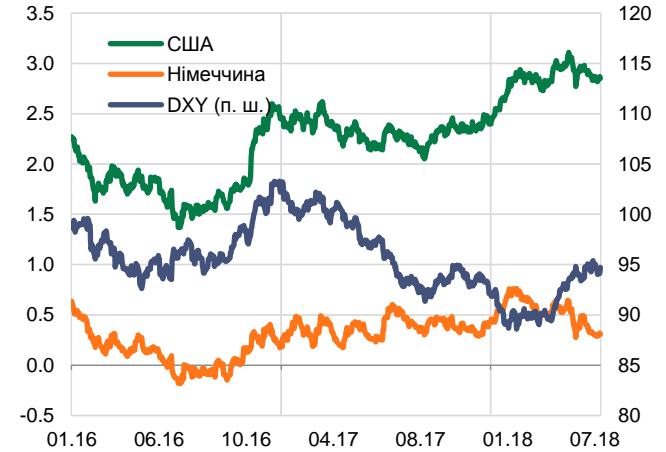
Умови на світових фінансових ринках для країн, ринки яких розвиваються, погіршилися насамперед через:

- очікування інвесторів на пришвидшення посилення монетарної політики ФРС, що зумовлює звуження глобальної ліквідності та вплив капіталу з активів з відносно вищим ступенем ризику;
- зростання напруги в стосунках Китаю та США (країни, ринки яких розвиваються, постачають товари проміжного споживання для готової продукції, що реекспортується зазначеними країнами);
- зміцнення долара США, що чинить тиск на валюти та фінансові активи цих країн, оскільки доллар США є посередником у так званих операціях carry trades. Зокрема, індекс Bloomberg, який відображає дохідність операцій carry trades із валютами восьми країн, ринки яких розвиваються, знизився на 8.9% з початку II кварталу (станом на 19 червня 2018 року) та може бути найгіршим результатом за квартал з 2011 року.

Індекс MSCI країн, ринки яких розвиваються, знизився на тлі впливу капіталу. Додатковим фактором такої динаміки було падіння на фондовому ринку Росії через розширення санкцій Мінфіну США, які обмежують доступ до міжнародних ринків капіталу, зокрема, купівлю західними інвесторами боргових зобов'язань уряду Росії.

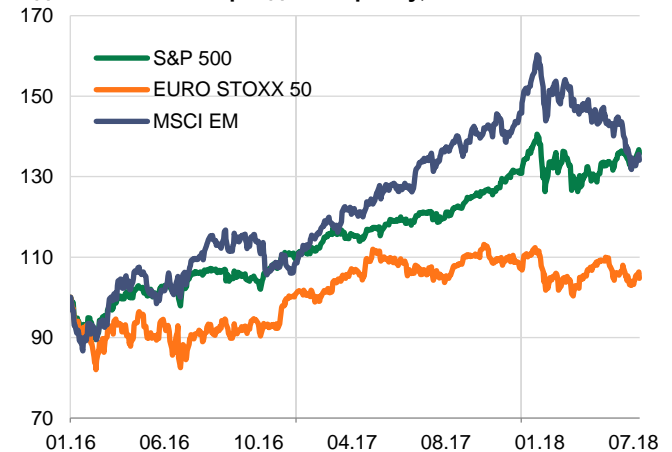
Суверенні облігації країн, ринки яких розвиваються, знизились у ціні з відповідним підвищенням дохідності та премії за ризик (в умовах більш масштабного впливу іноземного капіталу з фондів облігацій порівняно з акціями, за оцінками IIF). Зміцнення долара США на світових ринках чинило додатковий тиск на облігації, деноміновані у національних валютах. Як наслідок, у II кварталі відбулося загальне знецінення валют країн, ринки яких розвиваються.

**Дохідність 10-річних державних облігацій США та Німеччини**



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

**Індекси світового фондового ринку, 01.01.2016 = 100**



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

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

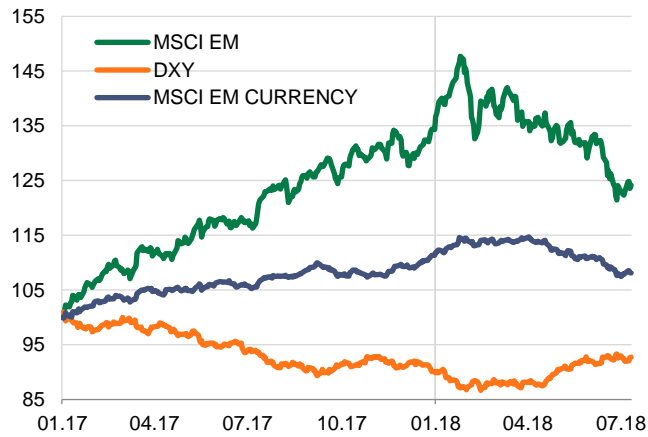


Джерело: Thomson Reuters Datastream.

### ВСТАВКА: НАСЛІДКИ ПОГІРШЕННЯ СВІТОВИХ ФІНАНСОВИХ УМОВ ДЛЯ КРАЇН, РИНКИ ЯКИХ РОЗВИВАЮТЬСЯ: ЧОМУ ОКРЕМІ КРАЇНИ ВИЯВИЛИСЯ БІЛЬШ ВРАЗЛИВИМИ, НІЖ ІНШІ

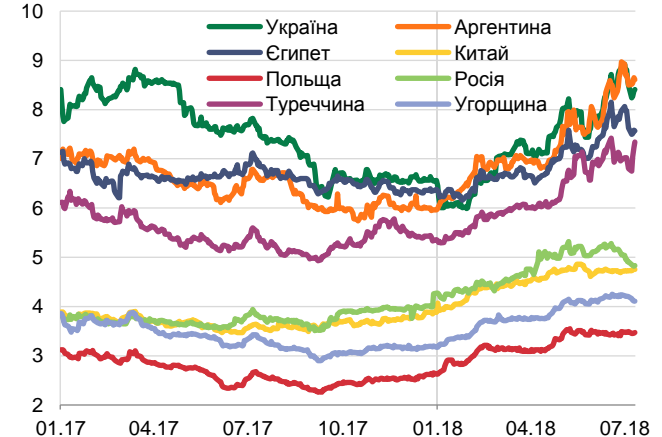
Після тривалого періоду сприятливої ситуації на світових фінансових ринках для країн, ринки яких розвиваються, спричиненої низькими процентними ставками та високим рівнем ліквідності, фінансові умови в II кварталі 2018 року суттєво погіршилися. Приплив капіталу до цих країн призупинився з середини квітня, а більшість валют – знецінилися до долара США. Водночас у цілому ці країни краще підготовлені до погіршення зовнішніх умов, ніж у попередні періоди. Цьому сприяли проведення виваженої макроекономічної політики більшістю цих країн, у тому числі монетарної політики на засадах режиму інфляційного таргетування, що серед іншого передбачає гнучке курсоутворення, посилення інституційної незалежності центрального банку, заходи для забезпечення міцності фінансової системи, а також відсутність фіскального домінування.

Динаміка базових індексів, 01.01.2017=100



Джерело: Thomson Reuters.

J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index EMBI+

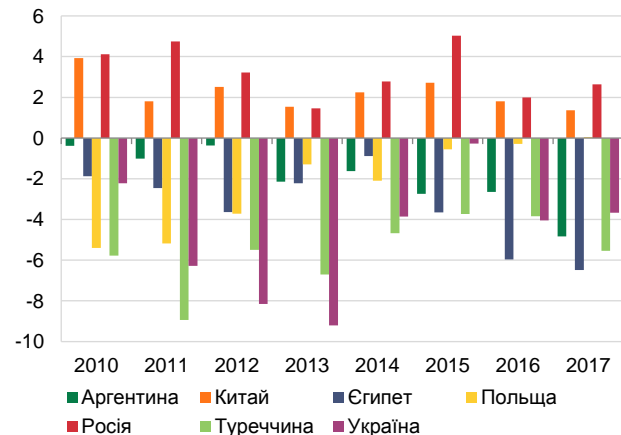


Джерело: Bloomberg.

Як наслідок, незважаючи на перегляд прогнозу припливу капіталу до країн, ринки яких розвиваються, на 2018 рік у бік зниження<sup>6</sup>, IIF очікує, що він залишиться на рівні близькому до попереднього року (1.2 трлн дол.). Так за оцінкою IIF, негативний вплив зростання процентних ставок на потоки капіталу частково буде компенсований все ще міцним зростанням економіки цих країн та торгівлі на тлі високих цін на сировинні товари (додатково див. вставку "Фінансові умови для країн, ринки яких розвиваються" в Інфляційному звіті за квітень 2017 року на стор. 13–14).

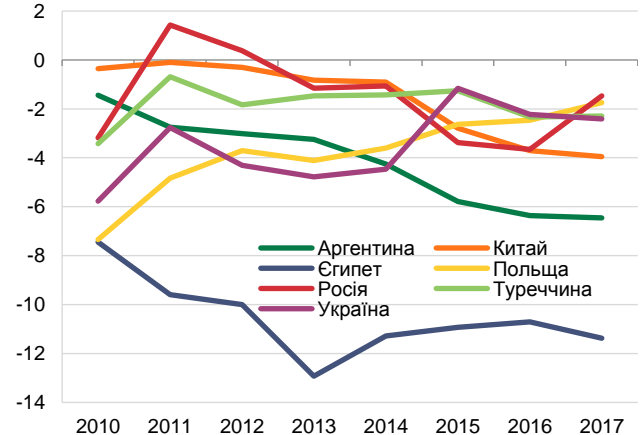
Однак окремі країни виявилися більш вразливими до погіршення світових фінансових умов, як наприклад Аргентина та Туреччина. Ще донедавна Аргентина користувалася значним кредитом довіри серед зовнішніх інвесторів незважаючи на значні макроекономічні дисбаланси, традиційну політичну нестабільність та м'яку фіскальну та монетарну політику. Формуванню кредиту довіри сприяло здійснення з кінця 2015 року низки реформ. Зокрема скасовано валютний контроль та обмеження торгівлі, запроваджено таргетування інфляції з вільно плаваючим обмінним курсом, урегульовано спори з приватними іноземними кредиторами тощо. Аргентина повернулася на світові ринки облігацій після 15-річної перерви, яка виникла після боргової кризи 2001 року. У квітні 2016 року Аргентина розмістила суверенні облігації на суму 16 млрд

Баланс поточного рахунку окремих країн, ринки яких розвиваються, % ВВП



Джерело: IMF WEO, April 2018.

Сальдо державного бюджету окремих країн, ринки яких розвиваються, % ВВП



Джерело: IMF WEO, April 2018.

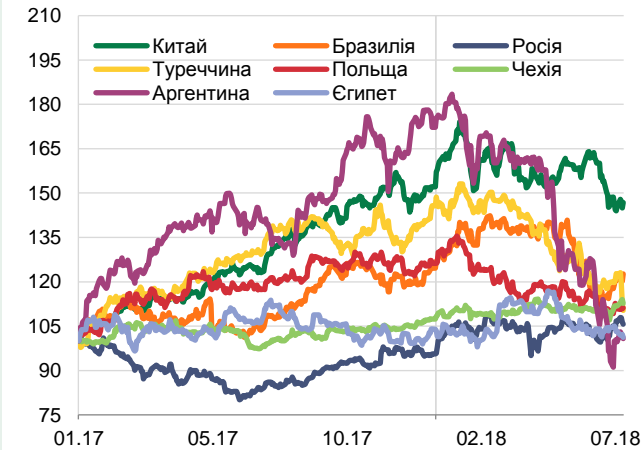
<sup>6</sup> За даними IIF, нові обсяги вкладень у облігації країн, ринки яких розвиваються, становитимуть лише 255 млрд дол. цього року, порівняно з 315 млрд дол. у 2017 році. Натомість зменшення зацікавленості в облігаціях частково компенсуватиметься збільшенням обсягів прямих іноземних інвестицій. Також, незважаючи на незмінний обсяг притоку капіталу порівняно з попереднім роком, його співвідношення до ВВП країн, ринки яких розвиваються, знизиться до 3.7% у 2018 році з 4.2% у 2017 році.



дол. на міжнародних ринках, а в червні 2017 року випустила 100-річні папери на суму 2.75 млрд дол. з купоном 7.25%. Зацікавленості зовнішніх інвесторів також сприяв початок реалізації масштабної програми державно-приватного партнерства (26.5 млрд дол.), яка передбачала запуск більше 60 проєктів у галузях транспорту, енергетики, видобутку корисних копалин, зв'язку, охорони здоров'я та освіти, а також надання гарантій та інших заходів для зменшення ризиків міжнародних інвесторів.

Натомість з грудня 2017 року Аргентина почала втрачати довіру міжнародних інвесторів через помилки політики (зокрема перегляд центральним банком цілей інфляції<sup>7</sup> та зниження ключової ставки на тлі високої інфляції), а також посилення сумнівів щодо здатності влади боротися з інфляцією та проводити структурні реформи. Ситуація погіршилася на тлі зміцнення долара та зростання відсоткових ставок у США. Додатковим чинником стало запровадження з квітня 2018 року податку на капітал для іноземних інвесторів.

**MSCI окремих країн, ринки яких розвиваються, 01.01.2017=100**

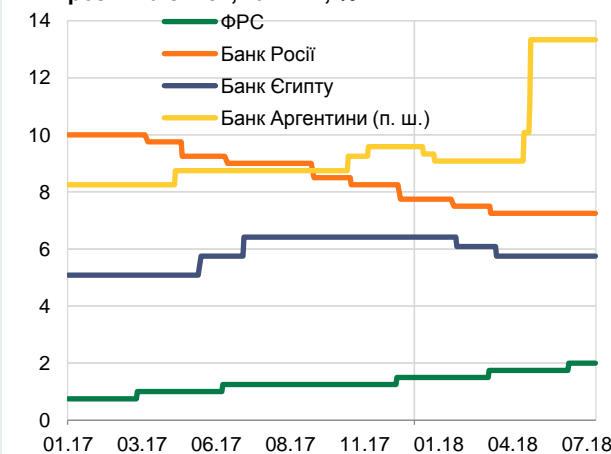


Джерело: Thomson Reuters.

Відплив іноземного капіталу з Аргентини спровокував стрімку девальвацію песо. У відповідь центральний банк Аргентини здійснював масовані валютні інтервенції (міжнародні резерви знизилися з майже \$64 млрд на початку року до \$56 млрд у середині травня) та тричі з кінця квітня 2018 року підвищив ставку політики (до 40%). Також Аргентина звернулася за фінансовою підтримкою до МВФ. 20 червня Рада Директорів МВФ затвердила угоду щодо отримання кредиту за механізмом "стенд-бай" на 50 млрд дол., з яких одразу надійшло 15 млрд дол.

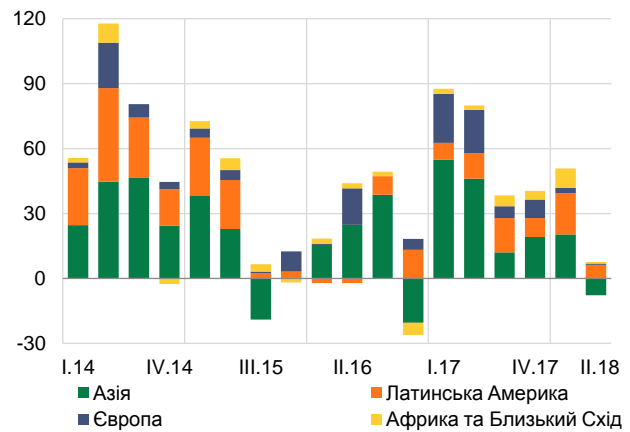
Аргентина не єдина економіка, що зітнулася з надмірними коливаннями обмінного курсу та раптовою зміною настроїв інвесторів. Серед таких країн є також Туреччина. І хоча Туреччина за деякими показниками має більш стійке макроекономічне середовище, наявні геополітичні ризики на тлі неможливості центрального банку приборкати високу інфляцію та нарощення фіскальних дисбалансів також призвели до відпливу капіталу з країни.

**Ключові ставки окремих центральних банків країн, ринки яких розвиваються, та ФРС, %**



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

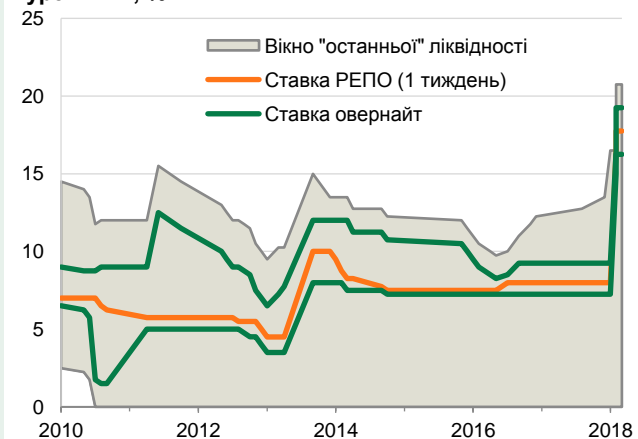
**Чисті портфельні інвестиції нерезидентів у країни, ринки яких розвиваються, за регіонами, млрд дол. США**



\*Дані за другий квартал 2018 року враховують лише квітень.

Джерело: Institute of International Finance.

**Дизайн процентної політики центрального банку Туреччини, %**



Джерело: Центральний банк Туреччини.

Так, відносно низький рівень інституційної незалежності центрального банку Туреччини суттєво обмежував його діяльність. За таких умов використовувався штучно ускладнений монетарний дизайн через п'ять процентних ставок, які змінюють асинхронно. Така ускладнена система не дає змоги ефективно управляти ринковими очікуваннями та впливати на динаміку базових індикаторів. З 2016 року збільшення фіскальних стимулів на тлі м'якої монетарної політики призвели

<sup>7</sup> Центральний банк Аргентини в грудні 2017 року підвищив цілі інфляції на 2018 році до 15% (з попередніх 8 – 12%), на 2019 рік – до 10% (з попередніх 5%). Це погіршило довіру до здатності центрального банку побороти інфляцію та призвело до стрибка інфляційних очікувань та посилення девальвації національної валюти.

до постійно високої інфляції та нездатності центрального банку привести інфляцію до цілі. За таких умов турецька ліра – одна з небагатьох валют країн, ринки яких розвиваються, девальвувала у 2017 році. З початку 2017 року центральний банк використовував ставку кредитування пізньої ліквідності (late liquidity lending rate) для проведення більш жорсткої монетарної політики на тлі посилення інфляційного тиску та знецінення ліри.

У 2018 році ситуація погіршилася на тлі загального зниження інтересу до країн, ринки яких розвиваються. Через політичний тиск центральний банк у квітні підвищив процентну ставку лише за операціями "пізньої підтримки ліквідності" з 12.75% до 13.5%, а пізніше – до 16.5% річних. Водночас центральний банк використовує розгалужену систему нормативів обов'язкового резервування для впливу на обмінний курс. Зокрема, використовується Reserve Options Mechanism, який дозволяє банкам покривати частину обов'язкових резервів коштами в іноземній валюті або в золоті. У травні для підтримки курсу центральний банк в рамках цього механізму знизив верхню межу ресурсів в іноземній валюті з 55% до 45%, що вивільнило близько 2.2 млрд дол. валютної ліквідності. Крім того, центральний банк здійснював щоденний продаж іноземної валюти на форвардному ринку фіксованими сумами залежно від терміну (від 100 до 250 млн дол. на шість та один місяць відповідно). І лише наприкінці травня прийнято рішення про спрощення операційного дизайну монетарної політики з метою підвищення передбачуваності її проведення. А вже на початку червня було визначено ставку за операціями тижневого репо ключовою ставкою центрального банку та підвищено її з 16.5% до 17.75% річних.

Поточні фінансові потрясіння в Аргентині та Туреччині свідчать, що лише вільно плаваючі валютні курси не гарантують мінімізацію негативного впливу від зовнішніх шоків, а зволікання з реформами залишає країну вразливою до змін у настроях інвесторів. Недостатня незалежність центрального банку в прийнятті рішень з монетарної політики зумовлює накопичення зовнішньоекономічних і внутрішніх дисбалансів та знижує кредит довіри з боку інвесторів. Відповідно, країни з вразливою зовнішньою позицією на тлі погіршення глобальних фінансових умов мають забезпечувати достатній кредит довіри серед іноземних інвесторів шляхом проведення виваженої фіскальної політики та достатньо жорсткої монетарної політики, а також структурних реформ для формування стійкого макроекономічного середовища.

## 2. Внутрішня економіка

### 2.1. Інфляційний розвиток

У II кварталі 2018 року споживча інфляція очікувано сповільнилася (до 9.9% р/р у червні). Однак інфляційний тиск залишався високим, а показник інфляції все ще перевищував цілі, установлені [Основними засадами грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу](#) (7.0% ± 2 в. п. станом на кінець II кварталу 2018 року).

Подальше зниження інфляції в річному вимірі відбулося переважно завдяки стрімкому уповільненню зростання цін на продукти харчування. Зокрема, як і очікувалося, поступово вичерпується дія тимчасових факторів пропозиції, які зумовили високі показники споживчої інфляції в другому півріччі 2017 року та на початку 2018 року. Це відбувається на тлі розширення як внутрішньої, так і імпоротної пропозиції продуктів харчування.

Крім того, не так швидко, як на початку року, зростали адміністративно регульовані ціни через уповільнення зростання цін на тютюнові вироби та стримане підвищення тарифів на житлово-комунальні послуги.

Важливим чинником стало проведення НБУ жорсткої монетарної політики, вплив якої проявився передусім через зміцнення обмінного курсу гривні з кінця січня 2018 року.

Водночас, як і в попередні місяці, зберігався тиск на ціни від подальшого зростання виробничих витрат, зокрема на оплату праці, а також відновлення споживчого попиту. Так фундаментальний інфляційний тиск залишався значним, попри незначне уповільнення базової інфляції.

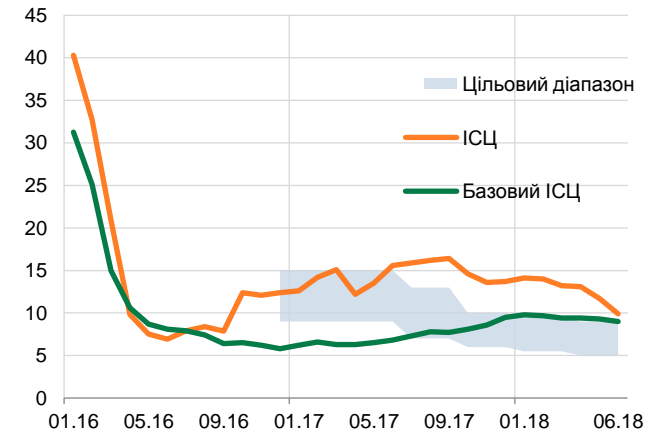
#### Базова інфляція

Базова інфляція в II кварталі 2018 року помірно знизилася (до 9.0% р/р у червні порівняно з 9.4% р/р у березні), та виявилася дещо нижчою за прогноз НБУ. Загалом фундаментальний інфляційний тиск залишився значним, хоча результати альтернативних розрахунків базової інфляції<sup>8</sup> свідчать про його помірне послаблення наприкінці II кварталу. Це відбулося, у тому числі, завдяки зміцненню НЕОК гривні, що сприяло сповільненню зростання вартості імпортованих товарів.

У II кварталі 2018 року інфляційні очікування більшості груп респондентів, крім банків, дещо поліпшилися завдяки зниженню рівня поточної інфляції. Крім того, на поліпшення інфляційних очікувань вплинула сприятлива ситуація на валютному ринку. Так згідно з результатами [опитувань щодо ділових очікувань у II кварталі 2018 року](#), на думку підприємств, вплив на споживчу інфляцію фактору “курс гривні до іноземних валют” суттєво послабився. До того ж респонденти відзначили зниження впливу факторів “ціни на сировину та матеріали”, “вартість трудових ресурсів”, а також “вартість енергоносіїв”, незважаючи на прискорення зростання світових цін на нафту.

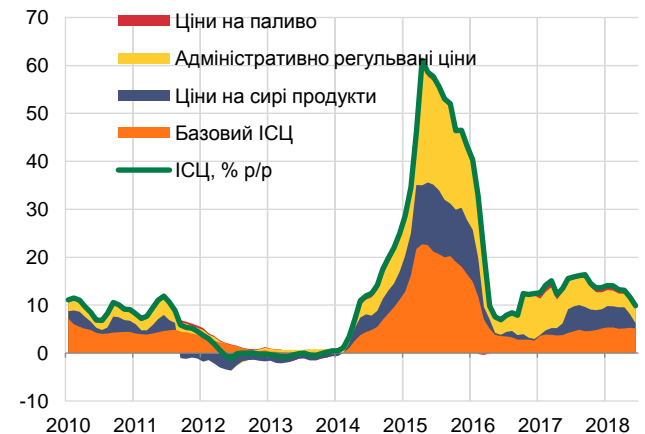
У II кварталі 2018 року уповільнилося зростання цін на послуги (до 14.0% р/р). Найбільший внесок у таке уповільнення мало стрімке зниження темпів зростання тарифів на утримання будинків та прибудинкових територій (до 28.7% р/р) з огляду

Індекси споживчих цін, % річна зміна



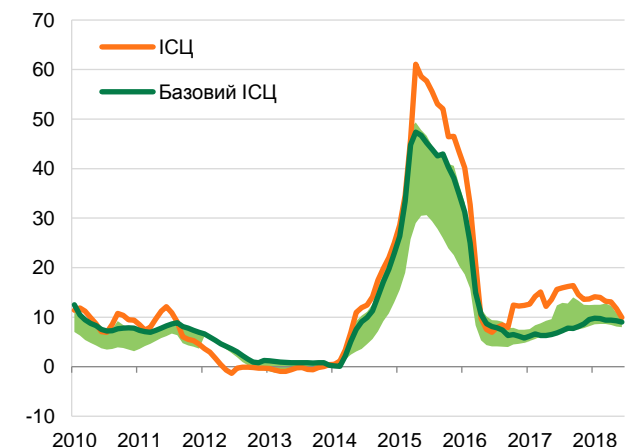
Джерело: ДССУ.

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.

<sup>8</sup> Детальніше – в Інфляційному звіті за січень 2017 року (стор. 20 – 21).



на високу базу порівняння. Крім того, уповільнилося зростання вартості послуг кінотеатрів, закладів персонального догляду, медичних послуг через уповільнення зростання імпортних складових собівартості. Також знизилися темпи зростання вартості послуг таксі на тлі певного уповільнення зростання цін на паливо. Водночас зростання вартості послуг мобільного зв'язку пришвидшилось, що серед іншого зумовлено запровадженням 4G в Україні. Активізація споживчого попиту зумовила прискорене зростання вартості деяких послуг (наприклад, туристичних послуг, шпалерних робіт, послуг укладання плитки, хімічного чищення, кабельного телебачення тощо).

Темпи зростання цін на продукти харчування з високим ступенем обробки зменшувалися протягом II кварталу (до 11.2% р/р). Це відбулося насамперед завдяки уповільненню зростання цін на сировину, у тому числі через розширення імпоротної пропозиції, зниження світових цін на окремі продовольчі товари та зміцнення гривні до валют країн – ОТП України. Зокрема уповільнилося зростання цін на вироби з м'яса (обсяги імпорту зросли на 43.0% р/р за I півріччя), олію соняшникову (індекс цін на олії FAO знизився на 9.9% р/р у червні), рис, а також каву та чай. Водночас темпи зростання цін на вершкове масло дещо збільшилися (до 17.0% р/р) на тлі значних обсягів його експорту (зросли на 40.5% р/р за перше півріччя).

Темпи зростання цін на непродовольчі товари залишилися помірними (4.1% р/р у червні порівняно з 4.0% р/р у березні), однак зберігався тиск на них з боку високих темпів зростання споживчого попиту. Оскільки переважна частина цих товарів імпортується, то стримані темпи зростання цін на них зумовлені сприятливою ситуацією на валютному ринку з початку року. Зокрема темпи зростання цін на непродовольчі товари, за вирахуванням одягу та взуття, знизилися (до 4.7% р/р).

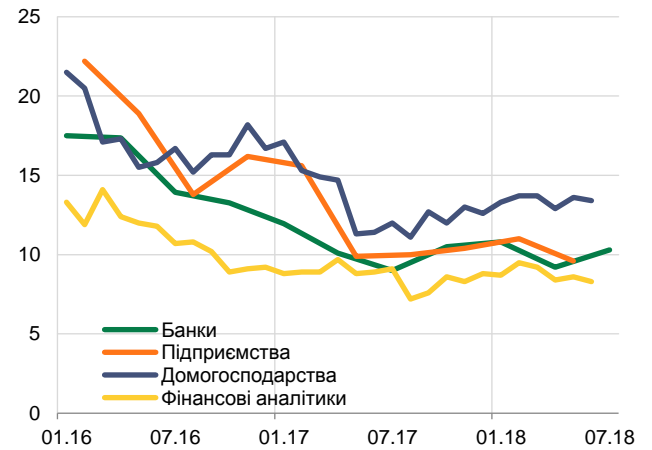
Водночас темпи зростання внутрішніх роздрібних цін на одяг та взуття дещо прискорилися (до 2.5% р/р) попри збільшення імпорту та зміцнення НЕОК гривні. Це відображає активний споживчий попит, зокрема, високі темпи зростання кінцевих споживчих витрат домогосподарств на одяг та взуття. Додатковий вплив також мало пожвавлення вітчизняного виробництва одягу та взуття (обсяг реалізованої продукції зріс на 20.8% р/р у січні – травні), яке супроводжувалося прискоренням зростання цін у текстильному виробництві (до 11.6% р/р). Також прискорення зростання цін на одяг та взуття підтримувалося істотним зростанням імпортних цін на нову продукцію. Водночас вплив останнього чинника стримувався збільшенням частки більш дешевого одягу в структурі імпорту.

### Небазова інфляція

Протягом II кварталу 2018 року відбулося стрімке уповільнення небазової інфляції (до 10.3% р/р у червні з 17.9% р/р у березні) за більшістю своїх компонентів. Темпи зростання знизилися навіть швидше, ніж очікував НБУ, за рахунок цін на сирі продукти харчування.

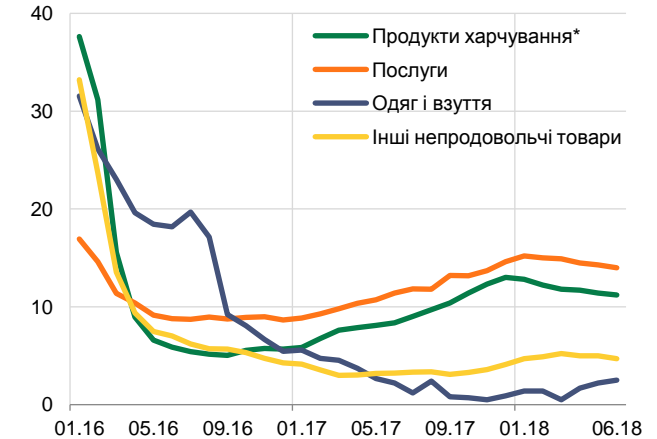
Темпи зростання цін на сирі продукти харчування протягом II кварталу суттєво уповільнилися (до 5.2% р/р у червні). Зокрема, це відбулося через поступове вичерпання дії тимчасових факторів пропозиції, які тиснули на ціни цих товарів у бік зростання в попередні періоди. Так сприятливі погодні умови цього року порівняно з минулим зумовили

### Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



Джерело: НБУ, GfK Ukraine.

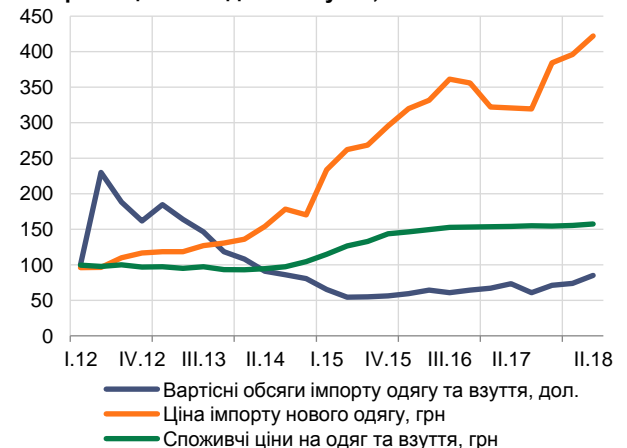
### Основні компоненти БІСЦ, % річна зміна



\* З високим ступенем обробки.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

### Імпорт та ціни на одяг та взуття, 01.2012=100 с/с



Джерело: ДФС, ДССУ, розрахунки НБУ.

збільшення урожаю овочів та фруктів. Крім того, високі внутрішні ціни на продукти харчування та зміцнення гривні стимулювали розширення імпортової пропозиції, а на окремих товарах (наприклад, банани) позначилося зниження світових цін. У результаті ціни на овочі та фрукти знизилися порівняно з минулим роком (відповідно на 12.9% р/р та 0.2% р/р), зокрема за рахунок цін на окремі овочі борщового набору (знизилися на 14.1% р/р) та на фрукти, насамперед банани та цитрусові (відповідно на 17.0% р/р та 10.3% р/р). Більше того, річні нормалізовані темпи зростання цін на овочі та фрукти виявилися нижчими за довгострокові середні значення, що також свідчить про суттєве послаблення інфляційного тиску. Також, як і в попередньому кварталі, тривало падіння цін на цукор та гречану крупу.

Зниження світових цін на м'ясо та розширення імпорту сприяло уповільненню зростання цін на ці продукти в Україні (до 14.9% р/р), однак річні зміни зберігаються високими. Крім того, вищими, ніж у середньому, залишалися темпи зростання цін на хліб. Це може пояснюватися зростанням собівартості, зокрема через підвищення вартості зернових та витрат на оплату праці. Темпи зростання цін на яйця також залишилися високими (53.8% р/р) в умовах високих обсягів експорту, що зумовлює наближення вітчизняних цін до відповідних цін у сусідніх країнах через конкуренцію на зовнішніх ринках.

Споживчі ціни на молоко продовжували зростати високими темпами (16.4% р/р). Це підтримувалося зростанням світових цін на молочні продукти на тлі значних фізичних обсягів експорту молочної продукції. Більш того, у 2018 році у виробництві молока збільшилася частка більш дорогого молока вищого та екстра класу, що забезпечило прискорення зростання цін у виробництві молока та молочних продуктів (до 14.2% р/р у червні), незважаючи на зниження закупівельних цін на молоко. Водночас з огляду на те, що українські ціни на молоко та молочну продукцію практично відповідали рівню цін у сусідніх країнах, можна очікувати, що найближчим часом їх темпи зростання відповідатимуть довгостроковому тренду.

У цілому, тиск на продукти харчування й з боку цін виробників<sup>9</sup> дещо послабився. Так зростання цін у виробництві харчових продуктів, напоїв і тютюнових виробів уповільнилося (до 9.6% р/р) насамперед завдяки розширенню імпорту, низхідній динаміці світових цін на окремі сирі продукти, а також зниженню темпів зростання цін реалізації окремих видів с/г продукції (індекс цін реалізації продукції тваринництва у червні 2018 року знизився до 8.1% р/р). Відповідно знизилися темпи зростання цін у виробництві м'ясних продуктів (до 13.6% р/р) та у виробництві напоїв (17.1% р/р).

Темпи зростання адміністративно регульованих цін знизилися (до 13.2% р/р). Так очікувано уповільнилося зростання цін на тютюнові вироби на тлі вичерпання негативних ефектів від проблем з дистрибуцією минулого року, а також поштових послуг. Крім того, через помірніше, ніж минулого року, підвищення тарифів уповільнилося зростання цін на послуги ЖКГ (до 4.7% р/р). Це переважило подальше прискорення зростання вартості залізничного транспорту на тлі підвищення тарифів на пасажирські перевезення з 30 травня 2018 року, а також подорожчання авіаційних перевезень.

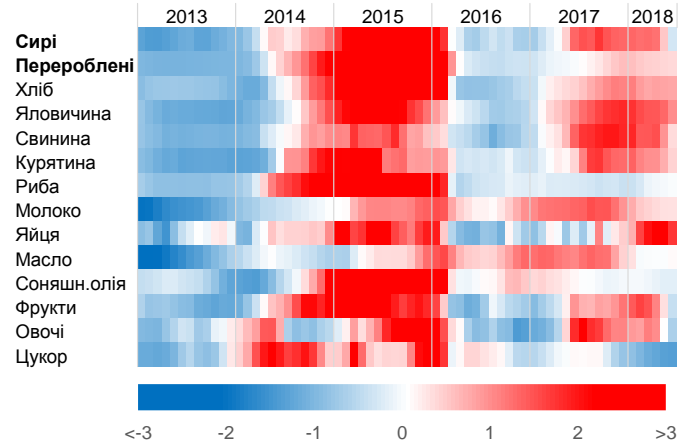
Зростання цін на паливо у II кварталі сповільнилося (до 18.1% р/р), передусім відображаючи сприятливу ситуацію на

Основні компоненти небазового ІСЦ, % річна зміна



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Теплова карта\* нормалізованих річних змін цін на продукти харчування\*\*, %

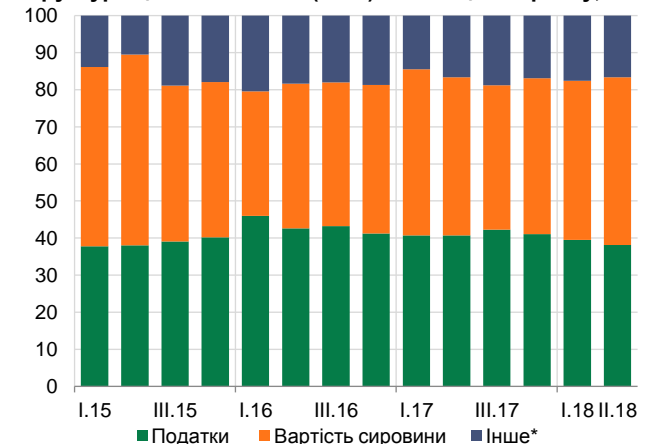


\* Графічне представлення даних, у якому окремі значення, що містяться в матриці, представлено у вигляді кольорів від холодного (найнижчі значення) до теплого (найвищі значення). Забарвлення компонентів відповідає темпам нормалізованої річної інфляції.

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

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Структура ціни на паливо (А-95) на кінець кварталу, %



\* Уключає адміністративні витрати, витрати на послуги логістики, торгової націнку тощо.

Джерело: Нафторинк, Thomson Reuters Datastream, розрахунки НБУ.

<sup>9</sup> 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.

валютному ринку, що дало змогу суттєво знизити податкове навантаження в ціні палива (акцизи на паливо розраховуються в євро). Однак вони виявилися вищими за прогноз через більш стрімке зростання світових цін на нафту, ніж передбачалося.

### Інші виміри інфляції

Зростання індексу цін виробників у II кварталі 2018 року прискорилося. Так у червні вищими темпами зростали ціни в добувній промисловості (25.0% р/р). Зокрема на тлі низької бази порівняння ціни у добуванні металевих руд знову почали зростати (на 29.2% р/р). Крім того, під впливом цінових тенденцій на світових ринках значно прискорилося зростання цін в добуванні сирової нафти та природного газу (до 18.0% р/р). Пришвидшилося зростання цін і у виробництві коксу та продуктів нафтоперероблення (25.0% р/р). Зростання світових цін на енергоносії також призвело до збільшення темпів зростання вартості постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря (до 28.1% р/р).

Темпи зростання цін на будівельно-монтажні роботи збереглися на високому рівні (25.0% р/р у травні) унаслідок збільшення виробничих витрат, передусім на оплату праці. Крім того, зростання цін на товари проміжного споживання також прискорилося до 17.6% р/р (з 15.0% р/р у березні). Це відповідає результатам [опитувань щодо ділових очікувань у II кварталі 2018 року](#). Так підприємства очікують збереження високого тиску з боку виробничих витрат на ціни виробників (частка тих, хто очікує в наступні 12 місяців зростання цін на сировину, матеріали та послуги, які купують підприємства для виробничих потреб, у II кварталі залишилася високою – 87.5%).

Водночас темпи зростання цін у металургії трохи знизилися (до 18.6% р/р), зокрема через нижчі ціни на залізну руду в попередні періоди. Крім того, зміцнення гривні сприяло уповільненню зростання цін на інвестиційні товари (до 14.6% р/р).

Зниження на 35% (25.3% р/р) тарифів на вантажні перевезення хімічних вантажів<sup>10</sup> залізничним транспортом у I кварталі 2018 року сприяли уповільненню зростання цін у виробництві хімічної продукції (до 8.5% р/р у червні).

У I кварталі 2018 року показник дефлятора ВВП очікувано уповільнився. Зокрема, цьому сприяли зниження споживчої та промислової інфляції, уповільнення зростання тарифів на вантажні перевезення залізничним транспортом, а також послуг пошти і зв'язку. Водночас зниження дефлятора ВВП стримувалося зростанням виробничих витрат, у тому числі на оплату праці, а також високим зовнішнім попитом. За оцінками НБУ, у II кварталі 2018 року очікується подальше уповільнення дефлятора ВВП насамперед завдяки зниженню темпів зростання споживчих цін, а також цін у сільському господарстві.

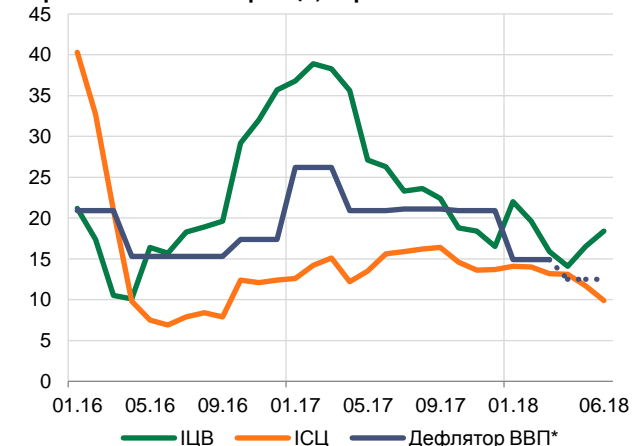
### Ціни на сирі продукти, продукти з високим ступенем оброблення, у харчовій промисловості та с/г, % річна зміна



### Ціни в окремих галузях промисловості, % річна зміна



### Окремі показники інфляції, % річна зміна



<sup>10</sup> Лакофарбові матеріали, клей, оксиди, вуглеводні і т. ін.



## 2.2. ПОПИТ І ВИПУСК

У I кварталі 2018 року зростання реального ВВП прискорилося до 3.1% р/р та перевищило оцінки НБУ, опубліковані в Інфляційному звіті за квітень 2018 року (2.3% р/р).

Як і у 2017 році, основним рушієм зростання реального ВВП був внутрішній попит як споживчий, так і інвестиційний. Стійке зростання споживчого попиту підтримувалося підвищенням реальних заробітних плат і пенсій та поліпшенням споживчих настроїв населення. Натомість споживчі витрати СЗДУ зменшилися, що відображало достатньо стриману фіскальну політику на початку 2018 року. Третій квартал поспіль прискорювалося зростання інвестицій завдяки покращенню ділових очікувань підприємств, а також подальшому поліпшенню їх фінансових результатів.

Обсяги експорту товарів та послуг у I кварталі 2018 року скоротилися через зменшення фізичних обсягів поставок зернових та олійних культур. Також істотно знизився імпорт передусім через зменшення закупівель енергоносіїв. У результаті від'ємний внесок чистого експорту зменшився (до 2.3 в. п.).

У II кварталі 2018 року економіка України продовжила зростати. Високі ділові очікування підприємств свідчили про стійке зростання інвестиційної активності. Подальше підвищення доходів населення (у тому числі за рахунок військових пенсій, заробітних плат та грошових переказів) стимулювало споживчий попит. Також у цілому сприятливою залишалася кон'юнктура на зовнішніх ринках. Як і в I кварталі, додатковим чинником економічного зростання був ефект бази порівняння – припинення торгівлі з НКТ та захоплення підприємств на тих територіях у минулому році. Як наслідок, спостерігалось зростання ВДВ у тих видах діяльності, що постраждали найбільше (металургії, добувної промисловості та енергетиці), що, втім, дещо стримувалося ремонтними роботами на кількох великих підприємствах ГМК у II кварталі. Загалом зростання реального ВВП у II кварталі 2018 року очікується на рівні 3.2% р/р.

### Сукупний попит

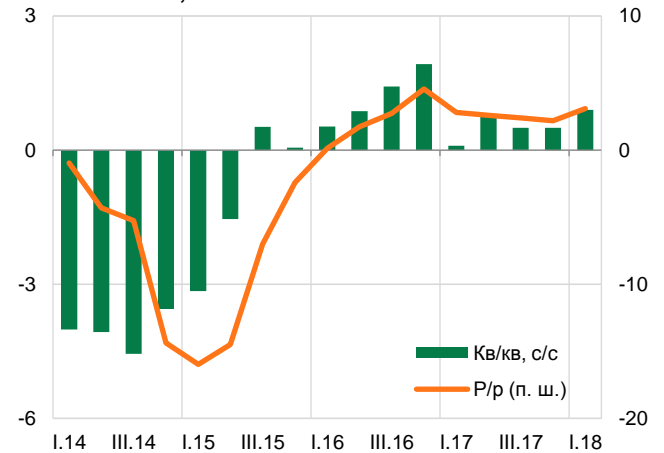
У I кварталі 2018 року зростання реального ВВП прискорилося до 3.1% порівняно з відповідним кварталом минулого року, а порівняно з попереднім кварталом ВВП зріс на 0.9% с/с.

Як і минулого року, внутрішній попит забезпечив основний внесок у зростання реального ВВП. Утім, зростання кінцевих споживчих витрат дещо уповільнилося (до 4.0% р/р) як за рахунок приватного, так і державного секторів.

Споживчий попит домогосподарств підтримували подальше підвищення доходів та поліпшення споживчих настроїв населення. Як наслідок, темпи зростання кінцевих споживчих витрат домогосподарств залишилися значними (5.6% р/р), хоча і дещо уповільнилися порівняно з попереднім кварталом.

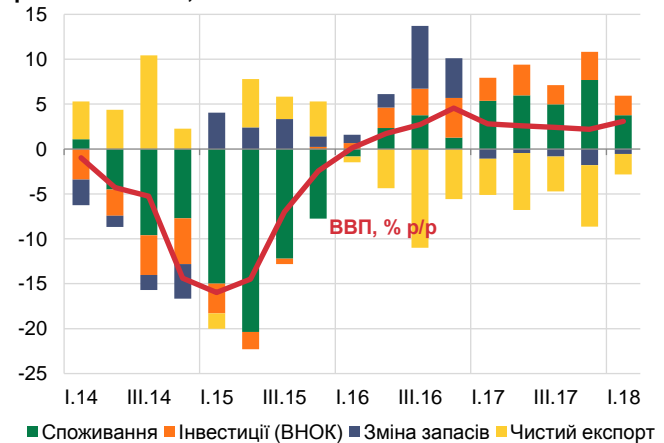
У розрізі цілей кінцевих споживчих витрат, високими темпами зростали витрати домогосподарств на одяг і взуття, товари домашнього вжитку та охорону здоров'я, тоді як зростання витрат на продукти харчування і безалкогольні напої стрімко уповільнилося. Такі відмінності в тенденціях споживання домогосподарств можуть пояснюватися змінами відносних цін на ці групи товарів. Зростання цін на товари довгострокового користування та одяг і взуття було стриманим, у той час як

Реальний ВВП, %



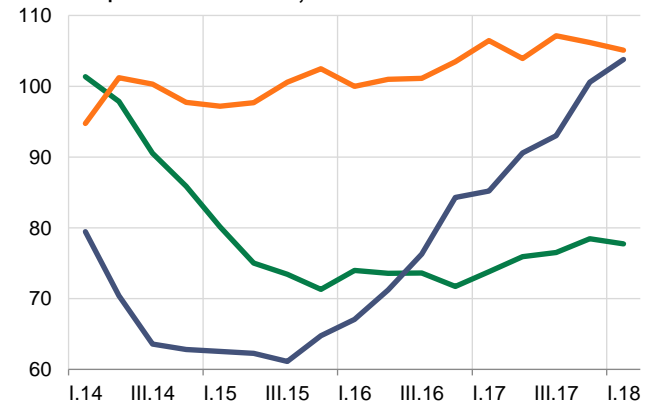
Джерело: ДССУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Інвестиції та споживання, I.2013 = 100 с/с



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

темпи зростання цін на продукти харчування та безалкогольні напої були високими (так, у I кварталі 2018 року зміна відповідних дефляторів становила 4.7% р/р, 1.5% р/р та 18.3% р/р).

Натомість споживчі витрати СЗДУ зменшилися (на 1.4% р/р), що відображало стриману фіскальну політику на початку 2018 року. Відповідно, суттєво уповільнилися темпи зростання ВДВ в освіті, відновилося падіння ВДВ у секторі охорони здоров'я та збереглося падіння ВДВ у державному управлінні.

Третій квартал поспіль прискорювалося зростання інвестицій (темпи зростання ВНОК збільшилися до 17% р/р). Цьому сприяли покращення ділових очікувань підприємств, а також подальше поліпшення їх фінансових результатів, оскільки саме власні кошти підприємств залишалися основним джерелом фінансування інвестиційної діяльності – капітальних інвестицій<sup>11</sup> підприємств (частка коштів підприємств у джерелах фінансування становила 76.2%). Разом з тим порівняно з минулим роком зросла частка капітальних інвестицій, профінансованих за рахунок банківських кредитів (до 8.4%), у той час частка бюджетних коштів у фінансуванні інвестицій стрімко знизилася (до 4.2%).

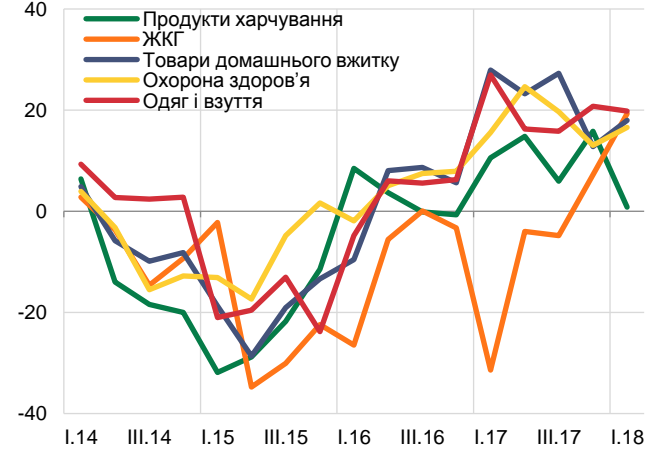
Порівняно з попередніми роками зростання інвестицій у I кварталі 2018 року меншою мірою пов'язане із нарощенням будівництва: частка капітальних інвестицій у будівлі та споруди скоротилася до 38% (у 2014 – 2016 роках становила у середньому 50%, у 2017 році – 45%). Це позначилося на стрімкому уповільненні темпів зростання ВДВ будівництва (до 2.2% р/р).

Натомість майже половина капітальних інвестицій (49.3%) спрямовувалася в машини, обладнання та інвентар і транспортні засоби. Це відобразилося в прискоренні зростання інвестицій у промисловості, зокрема добувній, металургійному виробництві, машинобудуванні та постачанні електроенергії, пару, води та кондиціонованого повітря (у тому числі в зелену енергетику, детальніше – у вставці «Розвиток зеленої енергетики в Україні» на стор. 21), а також торгівлі і транспорті. Зокрема, у I кварталі 2018 року підприємства добувної промисловості здійснили суттєві обсяги капітальних інвестицій у проекти з видобутку і збагачення вугілля, придбання необоротних активів. Великі інвестиційні проекти реалізовувалися також металургійними підприємствами і були пов'язані насамперед з проведенням запланованих ремонтних робіт, виробництвом машин і установок, реконструкцією на заводах. Також тривало зростання капітальних інвестицій ПАТ «Укрзалізниця» (згідно з даними підприємства, у 2.2 рази р/р) на оновлення, модернізацію та капремонт рухомого складу, виготовлення напіввагонів.

Також стрімко зросли обсяги капітальних інвестицій у нематеріальні активи (у 3.4 рази р/р), головним чином на тлі капіталовкладень у телекомунікаційній галузі (зокрема, через купівлю ліцензій на 4G). Продовжувалося нарощення інвестицій і в програмне забезпечення та бази даних.

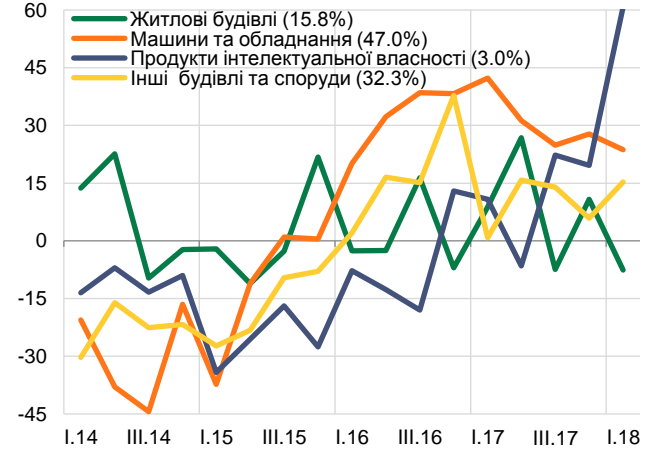
Обсяги експорту товарів та послуг у I кварталі 2018 року скоротилися на 9.9% р/р. Падіння експорту викликано більшою мірою зменшенням фізичних обсягів поставок зернових та олійних культур, що відображало нижчий врожай минулого року, а також зменшення обсягів транзиту енергетичних

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



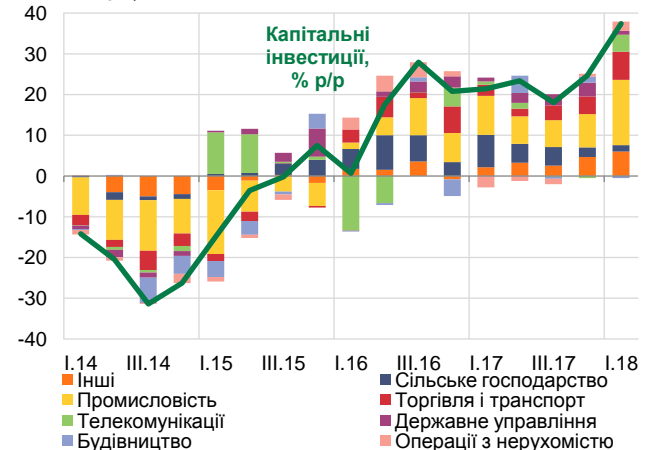
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Валове нагромадження окремих видів капіталу, % річна зміна (структура за 2017 рік, %)**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

<sup>11</sup> Відмінності між ВНОК та капітальними інвестиціями полягають у методології обчислення (у розрахунок капітальних інвестицій включають ПДВ, а також незавершене будівництво), а також у дії цінового фактору (зростання капітальних інвестицій – номінальна зміна, тоді як ВНОК – реальна).

ресурсів. Водночас у I кварталі 2018 року також істотно знизився імпорт (на 5.4% р/р) передусім через зменшення енергетичного імпорту. У результаті від'ємний внесок чистого експорту скоротився (до 2.3 в. п.).

### Випуск

Прискорення зростання реального ВВП у I кварталі 2018 року було значною мірою зумовлене зростанням добувної промисловості, металургії та енергетичного сектору. Це відбулося під впливом ефекту бази порівняння – припинення торгівлі з НКТ та захоплення підприємств на тих територіях у минулому році, від чого найбільше постраждали саме ці види діяльності. Також збереглися високі темпи зростання в машинобудуванні (що відображало високий інвестиційний попит) та хімічній промисловості. Це компенсувало поглиблення спаду в харчовій промисловості, зумовлене падінням у виробництві олії та тваринних жирів (на 10.0% р/р) через більш суттєве скорочення запасів цього року порівняно з попереднім (як наслідок нижчого, ніж у рекордному 2016 році, врожаю олійних культур). Також на тлі підвищення з початку 2018 року ставок акцизів на тютюнові вироби скоротилися обсяги виробництва тютюну (на 29.8% р/р). У цілому вперше з 2016 року внесок ВДВ промисловості в зростання ВВП був додатним.

Найбільший внесок у зростання ВВП мала ВДВ торгівлі (зросла на 5.8% р/р), що пояснюється як високим споживчим попитом, так і пожвавленням у промисловості. Разом із тим уповільнилося зростання ВДВ транспорту (до 0.3% р/р), передусім через падіння вантажообороту (на 3.8% р/р) у результаті зменшення обсягів транзиту нафти і газу та складні погодні умови наприкінці кварталу.

Падіння ВДВ сільського господарства уповільнилося (до 0.5% р/р) унаслідок високого зовнішнього попиту на продукцію тваринництва.

У сфері послуг відновилося зростання ВДВ фінансової та страхової діяльності (на 9.7% р/р), відображаючи розвиток як банківського, так і небанківського фінансового сектору. За іншими видами діяльності сфери послуг (крім тих, які пов'язані з бюджетним фінансуванням) у I кварталі поточного року спостерігалось зростання, підтримане споживчим попитом.

### Оцінки II кварталу 2018 року

За оцінками НБУ, у II кварталі 2018 року темпи зростання реального ВВП залишилися практично незмінними (3.2% р/р) та підтримувалися насамперед внутрішнім попитом як споживчим, так і інвестиційним. Це відбувалося в умовах високих ділових очікувань підприємств та підвищення доходів населення (у тому числі за рахунок військових пенсій, заробітних плат та грошових переказів). Останнє підтримувало високі темпи зростання роздрібного товарообороту.

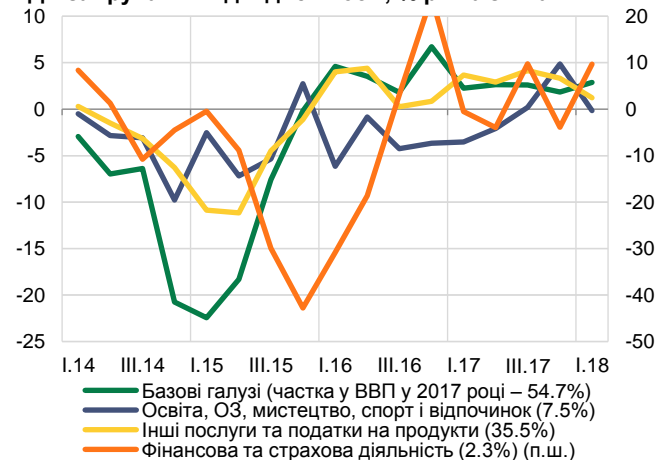
Також у II кварталі 2018 року зберігся вплив бази порівняння, пов'язаний із розірванням зв'язків із НКТ у цей період минулого року. Як наслідок, значний внесок у зростання економічної активності мало збільшення обсягів виробництва в енергетиці та добувній промисловості. Разом з тим суттєвим стримуючим фактором були ремонти на кількох великих підприємствах гірничо-металургійного комплексу.

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



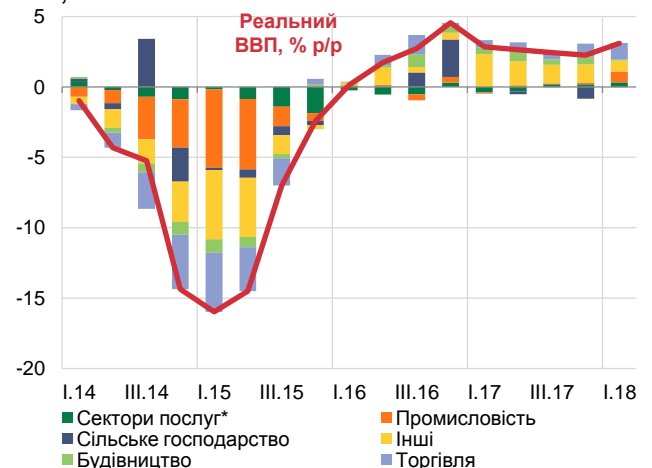
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

### ВДВ за групами видів діяльності, % річна зміна



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



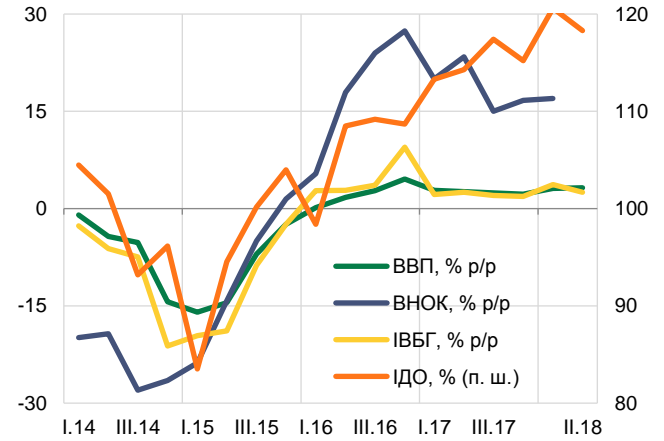
\* Уключаючи освіту, охорону здоров'я, фінансову та страхову діяльність.  
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Порівняно високими темпами тривало зростання обсягів хімічного виробництва (зокрема через ефект низької бази порівняння), а також машинобудування, де рушієм поживлення було прискорення обсягів випуску електричного освітлювального устаткування, транспортних засобів, залізничних локомотивів і рухомого складу. У цілому зростання промисловості незначно прискорилося.

Серед інших видів діяльності зберігалось падіння вантажообороту, зокрема на тлі все ще нижчих, ніж минулого року, обсягів імпорту природного газу та транзиту енергоносіїв, а також уповільнилося зростання оптової торгівлі.

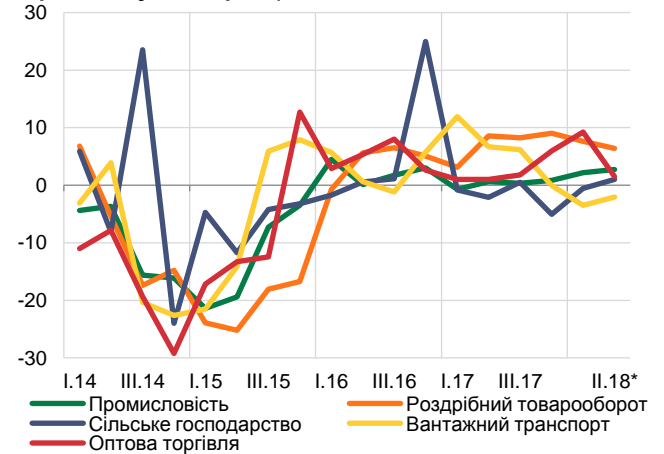
Індекс сільськогосподарського виробництва більшу частину кварталу визначався динамікою тваринництва, де зростали обсяги вирощування сільськогосподарських тварин (зокрема птиці всіх видів), виробництво яєць та м'яса, зокрема під впливом високого зовнішнього попиту. Разом з тим більш ранній початок збирання зернових культур порівняно з минулим роком стимулював стрімке нарощення темпів рослинництва наприкінці кварталу. Проте залишаються ризики зниження врожаю унаслідок посухи.

**ВВП\*, ІВБГ, ВНОК та ділові очікування підприємств**



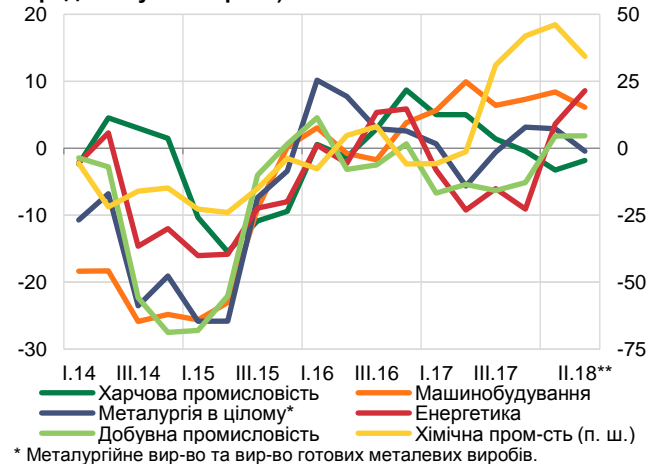
\* У II кварталі 2018 року: ВВП – оцінка НБУ, ІВБГ – у середньому за квітень-травень 2018 року.  
Джерело: ДССУ, розрахунки та опитування НБУ.

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



\* У середньому за квітень-травень 2018 року.  
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



\* Металургійне вир-во та вир-во готових металевих виробів.  
\*\* У середньому за квітень-травень 2018 року.  
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.



## ВСТАВКА: РОЗВИТОК ЗЕЛЕНОЇ ЕНЕРГЕТИКИ В УКРАЇНІ

Нарощення інвестицій та збільшення ролі зеленої енергетики – світовий тренд. Це зумовлено вичерпанням традиційних викопних енергоносіїв, енергетичними кризами та техногенними катастрофами на атомних станціях. Відповідно, деякі країни ЄС почали відмовлятися від атомної енергетики, зокрема Німеччина оголосила про намір позбутися всіх АЕС до 2022 року, Бельгія – до 2025 року, Швейцарія оголосила про політику поступової відмови від АЕС протягом 10 – 15 років. Додатковими причинами зростання інтересу до відновлювальних джерел енергії (далі – ВДЕ) стали висока вартість та висока волатильність цін на традиційні джерела енергії, а також енергетична залежність одних країн від інших. Як наслідок, загальносвітові інвестиції у ВДЕ протягом 2012 – 2016 років становили 1 092 млрд євро.

На потужностях зеленої енергетики виробляють як електроенергію, так і тепло, однак наразі найбільшу зацікавленість інвестори як у світі, так і в Україні проявляють до виробництва електроенергії. У планах ЄС – довести частку ВДЕ у кінцевому споживанні енергії у середньому до 20% до 2020 року<sup>12</sup> (згідно з Енергетичним пакетом «20-20-20» Європарламенту), а частку ВДЕ у виробництві електроенергії – до 50% до 2030 року. Згідно з Енергетичною стратегією України частка ВДЕ в структурі виробництва електроенергії має зрости до 25% до 2035 року.

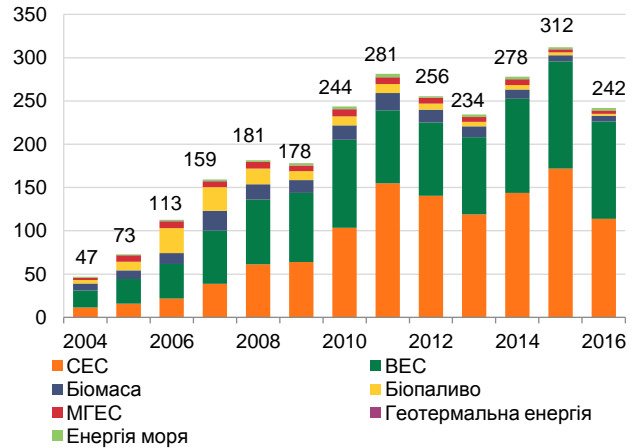
Розвиток зеленої енергетики в Україні розпочався у 2009 році з прийняттям Закону щодо стимулювання використання альтернативних джерел енергії. Законом установлено спеціальний тариф у євро (щоквартально перераховується в гривню за офіційним валютним курсом НБУ), за яким ДП “Енергоринок” купує електроенергію, вироблену з використанням відновлюваних джерел енергії. Тариф перевищував та продовжує перевищувати середньоринкову ціну електроенергії в Україні та відповідні тарифи в окремих країнах Європи (особливо для сонячної генерації). Також підтримували розвиток зеленої енергетики в Україні окремі імпортованого обладнання). У результаті інвестиції у ВДЕ в Україні окупуються швидше, ніж у ЄС.

Уведення потужностей з виробництва зеленої енергетики в Україні почало стрімко збільшуватися з 2012 року. Їх найбільша кількість була уведена у 2012 – 2013 роках (переважно сонячні електростанції у АР Крим), але наразі їх лівова частка перебуває поза межами контрольованої території України. Після кризових 2014 – 2015 років, у 2016 – 2018 роках введення нових потужностей відновилося.

Загалом з 2012 року до першого півріччя 2018 року встановлені потужності зеленої електроенергетики зросли у 2.5 раза до 1.6 ГВт<sup>13</sup> (близько 3.1% усіх електропотужностей України). Загальний обсяг інвестицій у зелену енергетику в Україні, за даними НКРЕП, протягом цього періоду становив близько 2.7 млрд євро.

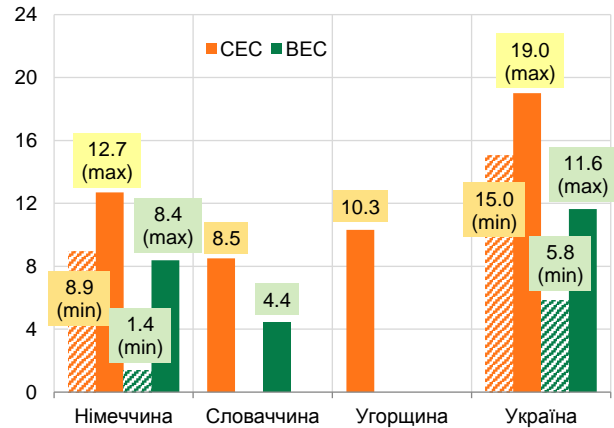
Станом на кінець 2017 року налічувалося 376 об’єктів відновлюваної електроенергетики. Лівова кількість цих об’єктів припадає на сонячні електростанції (СЕС) та малі гідроелектростанції (МГЕС). За обсягом установлених генеруючих потужностей ВДЕ з виробництва електроенергії лідирують

### Нові світові інвестиції у ВДЕ за видами джерел енергії, млрд дол. США



Джерело: International Renewable Energy Agency.

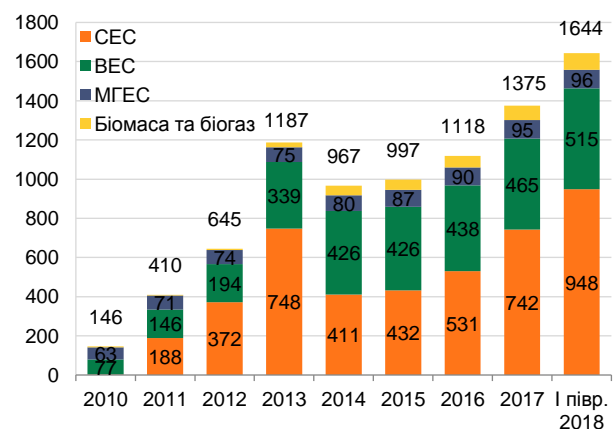
### Розмір зеленого тарифу на електроенергію в Україні та Європі у 2017 році, євроцентів/кВт.год



Джерело: за даними RES-Legal.

податкові та митні преференції (зокрема під час закупівлі

### Встановлена потужність об’єктів відновлюваної електроенергетики України\*, МВт



\* 2014-2017 без урахування АР Крим, м. Севастополя та частини зони проведення АТО  
Джерело: Держенергоефективності.

<sup>12</sup> Згідно з даними Eurostat частка ВДЕ у кінцевому споживанні енергії в ЄС з 2012 року до 2016 року в середньому збільшувалася на 1 в. п. на рік та становила близько 17% у 2016 році.

<sup>13</sup> З урахуванням втрати таких потужностей у АР Крим та Донецькій і Луганській областях.

СЕС, хоча за обсягами виробленої електроенергії вони поступаються вітровим електростанціям (ВЕС)<sup>14</sup>.

Нині найбільші потужності ВДЕ зосереджені в Одеській, Запорізькій, Херсонській, Миколаївській та Вінницькій областях, водночас зростає й роль західних областей. На ринку сонячної енергетики рік у рік збільшується також кількість приватних домогосподарств<sup>15</sup>, чому, серед інших чинників, сприяють державні програми енергоефективності<sup>16</sup>.

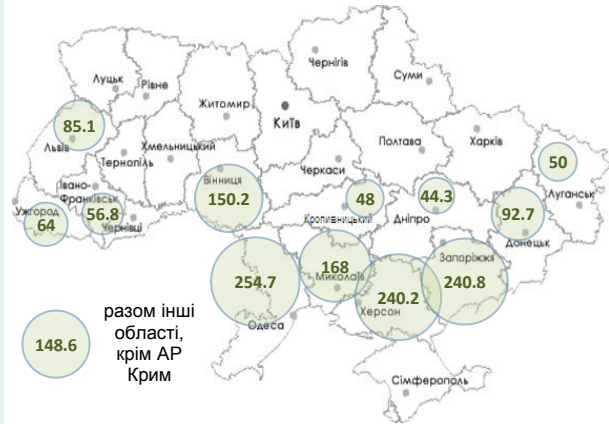
Інвестиції у ВДЕ в Україні\*, млн євро



\* 2014-2017 без урахування АР Крим, м. Севастополя та частини зони проведення АТО

Джерело: НКРЕКП, Держенергоефективності.

Розміщення потужностей ВДЕ в регіональному розрізі на кінець I півріччя 2018 року, МВт



Джерело: НКРЕКП.

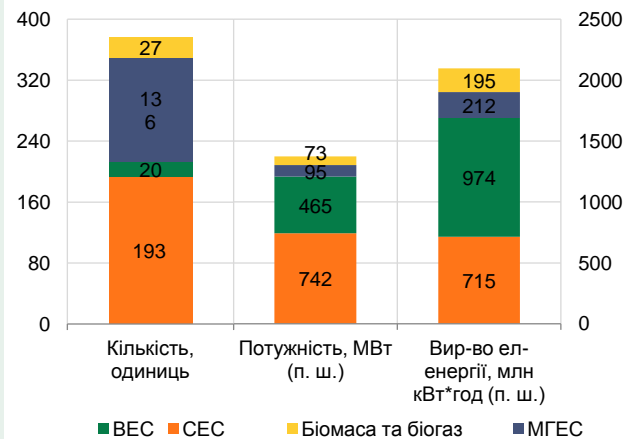
Однак незважаючи на стрімкий розвиток в останні роки роль зеленої енергетики в енергосистемі України в цілому залишається низькою: із загального обсягу виробництва енергії на зелену енергетику у 2016 – 2017 роках припадало біля 6%, у загальному виробництві електроенергії – 1.5%.

У виробництві зеленої електроенергії на кінець першого півріччя 2018 року на сонячні та вітряні станції разом припадало 89%. Одночасно роль біоенергетики у виробництві зеленої електроенергії значно нижча (9% у 2017 році) внаслідок нижчого зеленого тарифу, але є ключовою у виробництві зеленого тепла (96% у 2016 році).

У червні 2018 року у ВРУ зареєстровано [проект Закону “Про внесення змін до деяких законів України щодо забезпечення конкурентних умов виробництва електричної енергії з альтернативних джерел енергії”](#). Цим документом передбачено запровадження нового механізму державної підтримки зеленої енергетики, зокрема шляхом системи аукціонів з розподілу квоти державної підтримки. Очікується, що аукціонна ціна буде меншою за поточний зелений тариф. Водночас об’єкти, введені в експлуатацію до 01 липня 2019 року та не введені, але за якими інвесторами укладено попередні договори купівлі-продажу електричної енергії за зеленим тарифом, залишаться на поточній системі державної підтримки до 2029 року включно. Відповідно, у другій половині 2018 – 2019 роках очікується помітне збільшення інвестицій (0.7 – 0.8 млрд дол. США) та введення нових потужностей ВДЕ. Враховуючи, що майже дві третини інвестицій у ВДЕ витрачаються на імпортерне обладнання, таке зростання інвестицій призведе до розширення дефіциту поточного рахунку в найближчі роки. Водночас очікується, що нарощення потужностей ВДЕ фінансуватиметься через приплив капіталу з-за кордону – як інвестиційного, так і боргового.

Попри високу поточну вартість зеленої енергії (оплата за електроенергію, вироблену з ВДЕ, у 2017 році становила 7.5% загального обсягу коштів, сплачених за електроенергію, при тому, що обсяги її виробництва в загальному обсязі виробництва електроенергії значно нижчі – 1.5%), з кожним роком вона зменшуватиметься з огляду на стрімкий розвиток технологій<sup>17</sup> та очікуване запровадження аукціонного тарифу для енергії, виробленої з ВДЕ. Крім того, розвиток ВДЕ має низку соціально-економічних переваг. Так, виробництво енергії з ВДЕ сприятиме енергетичній незалежності України, яка наразі імпортує великі обсяги енергетичних ресурсів. ВДЕ є невичерпними та екологічно безпечними. Одночасно, висока залежність прибутковості підприємств ВДЕ від регулювального впливу створює значні ризики для розвитку цього сектору в подальшому.

Структура ВДЕ за кількістю об’єктів, потужністю та обсягами виробництва електроенергії у 2017 році



Джерело: Держенергоефективності.

<sup>14</sup> Загальні потужності не відповідають показнику виробництва електроенергії, оскільки останнє суттєво залежить від погодних умов, зокрема вітряності, хмарності тощо.

<sup>15</sup> Зокрема за даними Держенергоефективності за 2017 рік сонячні електростанції встановило 1901 домогосподарство (на 120% більше, ніж у 2016 році), а в I кварталі 2018 року – ще 543 домогосподарства (в 2.7 рази більше, ніж у I кварталі 2017 року). У цілому за 2015 – I квартал 2018 року СЕС було встановлено 3 532 домогосподарствами загальною потужністю 62.9 МВт, а інвестиції становили більше 64 млн євро.

<sup>16</sup> Нині діють регіональні програми з енергоефективності та енергозбереження, а також Постанова КМУ від 01 березня 2010 року “Про затвердження Державної цільової економічної програми енергоефективності і розвитку сфери виробництва енергоносіїв з відновлюваних джерел енергії та альтернативних видів палива на 2010 – 2020 роки”, за якими відбувається відшкодування частини суми кредиту, залученого для придбання енергоефективного обладнання та/або матеріалів обладнання.

<sup>17</sup> За даними звіту IRENA “Renewable Power Generation Costs in 2017” вартість сонячних панелей у 2017 році зменшилася порівняно з 2009 роком на 81%.

## 2.3. РИНОК РОБОЧОЇ СИЛИ ТА ДОХОДИ ДОМОГОСПОДАРСТВ

З початку 2018 року високий попит на робочу силу, що спостерігався протягом останніх двох років, почав поступово задовольнятися, хоча й залишався значним через диспропорції на ринку праці та продовження міграційних процесів. Основними стимулами збільшення зайнятості були зростаючі заробітні плати та зміни до пенсійного законодавства. Про це свідчить збільшення кількості економічно активного, зайнятого населення та штатних працівників. У результаті рівень безробіття за методологією МОП у I кварталі 2018 року в с/с вимірі дещо знизився.

У I кварталі 2018 року зростання номінальних доходів населення було істотним, хоча очікувано дещо уповільнилося (до 23.6% р/р). Це було спричинено нижчими темпами зростання їх найбільшої складової – заробітної плати, а також соціальних трансфертів у натурі. У результаті уповільнилося зростання реальних наявних доходів населення (до 10% р/р), однак залишилося на достатньо високому рівні, підтримуючи споживання.

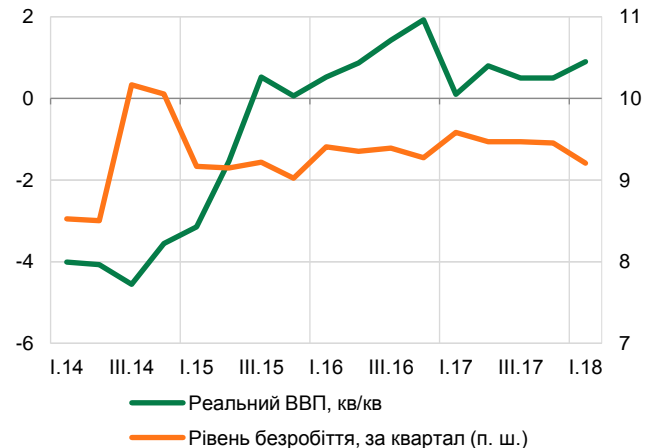
### Ринок праці

Високий попит на ринку праці України, що спостерігався протягом останніх двох років, почав поступово задовольнятися, про що свідчить незначне уповільнення темпів зростання кількості вакансій. Водночас попит на робочу силу все ще залишався високим в основному через наявність диспропорцій між пропозицією та попитом на робочу силу (як регіональних, так і кваліфікаційних) та міграційні процеси.

За даними ДСЗУ кількість вакансій за січень – травень 2018 року зросла на 7.9% р/р, що супроводжувалося збільшенням кількості підприємств, які співпрацювали зі службою. У січні – травні 2018 року порівняно з аналогічним періодом минулого року збільшилася кількість вакансій у більшості видів економічної діяльності, окрім торгівлі та готельно-ресторанного бізнесу, найбільше – в освіті та сфері житлово-комунального господарства. Розподіл вакансій за професійними групами залишався суттєво зміщеним у бік кваліфікованих робітників із інструментом та робітників із обслуговування, експлуатації та контролю за роботою технологічного устаткування (38.8% усіх вакансій, зареєстрованих у ДСЗУ). Незважаючи на те, що навантаження на одне вільне робоче місце в цілому знизилася, на ринку праці в деяких видах діяльності пропозиція суттєво перевищувала попит. За даними ДСЗУ, кількість претендентів на одну вакансію станом на початок червня 2018 року залишалася найвищою у фінансовій та страховій сфері, а також у сфері державного управління й оборони, обов'язкового соціального страхування (за видами діяльності), а за професійними групами – серед законодавців, вищих державних службовців, керівників та менеджерів.

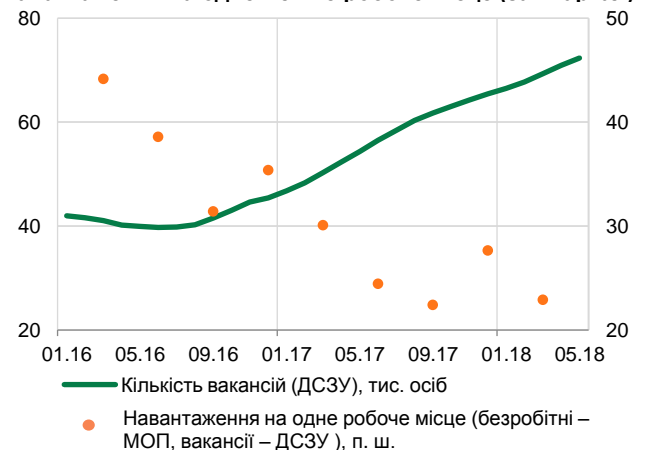
Про збереження високого попиту на робочу силу свідчили й результати [опитувань щодо ділових очікувань підприємств](#) (далі – опитування). За оцінками підприємств, обмежуючий вплив фактору “нестача кваліфікованих працівників” на спроможність підприємств нарощувати обсяги виробництва суттєво посилюється у другій половині 2017 року, особливо в таких видах діяльності як: будівництво, промисловість, сільське господарство, транспорт і зв'язок. Це пояснюється вищезгаданими диспропорціями на ринку праці, а також

Рівень безробіття за методологією МОП\* та реальний ВВП, с/с, %



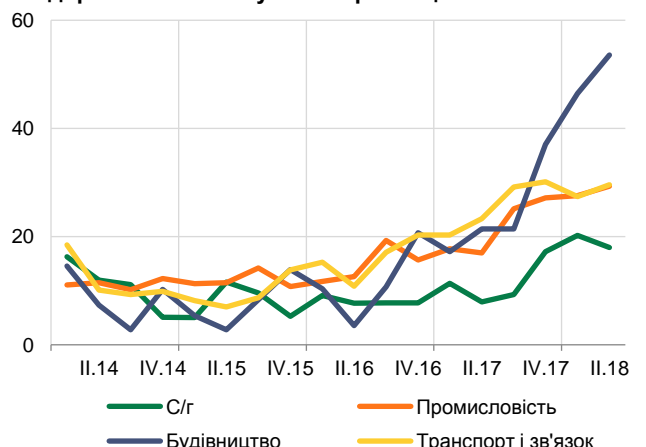
\* У % до економічно активного населення у віці 15 – 70 років.  
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Кількість вакансій у ДСЗУ (середня за плинний рік), навантаження на одне вільне робоче місце (за квартал)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Оцінка респондентів щодо впливу фактору “нестача кваліфікованих працівників”, що обмежує спроможність їх підприємств збільшувати виробництво



Джерело: Опитування щодо ділових очікувань підприємств НБУ.

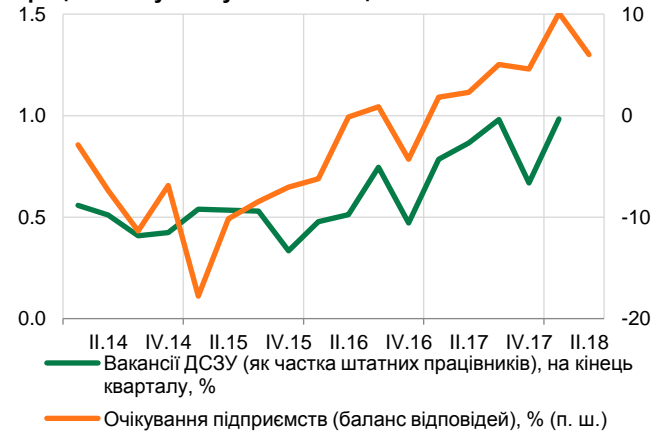
інтенсивною трудовою міграцією (згідно з даними обласних служб зайнятості Польщі майже 50% трудових мігрантів із України подали у 2017 році заяви на працевлаштування саме в цих видах діяльності). Водночас у II кварталі 2018 року очікування підприємств щодо нарощення кількості працівників у наступні 12 місяців незначно послабилися порівняно з минулим кварталом, проте залишалися достатньо високими, що може свідчити про поступове задоволення попиту на робочу силу з початку 2018 року.

До початку 2018 року збільшення кількості вакансій на ринку праці не супроводжувалося істотним зменшенням рівня безробіття за методологією МОП<sup>18</sup> у с/с вимірі. Зокрема крива Беверіджа свідчить, що з середини 2015 року в Україні відбулися структурні зрушення на ринку праці – відчутно погіршилася спроможність робочої сили задовольняти попит на неї. Однак у I кварталі 2018 року ситуація дещо покращилася – рівень безробіття за методологією МОП (у % до економічно активного населення у віці 15 – 70 років), незважаючи на традиційно нижчий попит на робочу силу в I кварталі 2018 року, знизився до 9.7% (а в с/с вимірі після довготривалої стабілізації – до 9.2%). Найвищий рівень безробіття у I кварталі 2018 року зафіксовано серед молоді віком 15 – 24 роки (19.7%) через складнощі в працевлаштуванні після навчання (детальніше про це йдеться у вставці “Молодіжне безробіття в Україні” на стор. 27), а в регіональному розрізі – у Луганській та Донецькій областях (відповідно 16.7% та 14.5%).

Також у I кварталі 2018 року чисельність економічно активного населення після довготривалого скорочення зросла (на 0.4% р/р до 17.7 млн осіб). Це відбулося на тлі зменшення економічно неактивного населення<sup>19</sup>. Основною причиною цього була активізація пошуку роботи населенням через оголошені зміни до пенсійного законодавства (зокрема збільшення необхідного страхового стажу для призначення трудових пенсій), а також через високі темпи зростання заробітних плат. Так, найбільша кількість економічно активного населення у I кварталі 2018 року зросла серед осіб у віці 40 – 59 років, переважно серед жінок. Це на тлі високого попиту на робочу силу вплинуло й на зростання зайнятого населення. Чисельність зайнятого населення зросла (на 0.9% р/р до 16.0 млн осіб), як серед чоловіків, так і серед жінок, а також переважно в міських поселеннях.

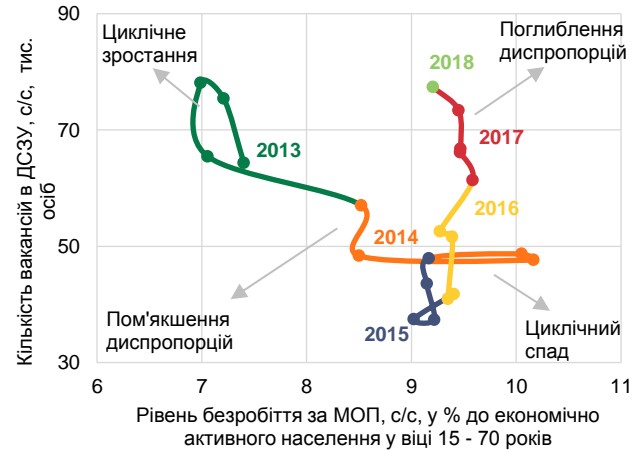
Додатковим свідченням збільшення стимулів працівників до офіційної зайнятості може бути зростання в річному вимірі у квітні – травні 2018 року кількості штатних працівників<sup>20</sup>, які становлять майже половину всіх зайнятих. Крім змін до пенсійного законодавства це могло бути відображенням анонсованих змін у системі субсидювання<sup>21</sup>. Динаміка штатних працівників покращилася в більшості видів діяльності, окрім сільського господарства та транспорту. Разом із тим тривало зниження кількості штатних працівників у промисловості, особливо відчутно в металургії.

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



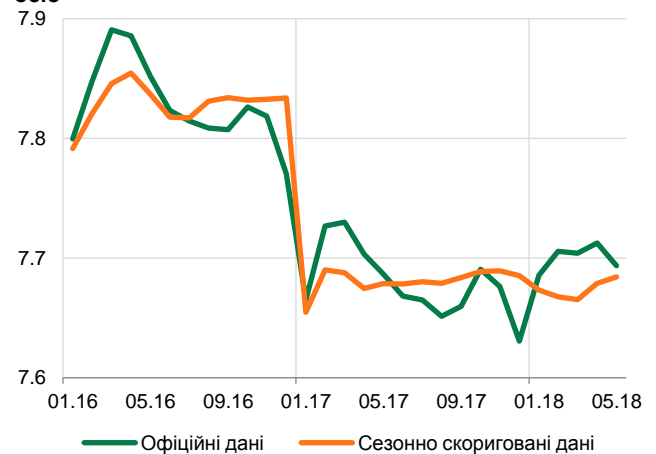
\* Без сільського, лісового та рибного господарства.  
Джерело: ДССУ, ДСЗУ, НБУ, розрахунки НБУ.

**Крива Беверіджа**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Середньооблікова кількість штатних працівників, млн осіб**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

<sup>18</sup> Для коректної співставності даних за 2013 – 2018 рік обрано рівень безробіття, а не кількість безробітних за методологією МОП через виключення АР Крим, м. Севастополь та частини території Донецької та Луганської областей з 2014 року та відсутність співставних даних за попередні періоди.

<sup>19</sup> 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.

<sup>20</sup> До штатних працівників належать працівники юридичних осіб та їх відокремлених підрозділів із кількістю найманих працівників 10 і більше осіб.

<sup>21</sup> <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/329-2018-%D0%BF>



## Доходи домогосподарств і заощадження<sup>22</sup>

У I кварталі 2018 року номінальні доходи населення продовжували зростати високими темпами, попри незначне уповільнення (до 23.6% р/р). Зростання номінальних доходів підтримувалося їх найбільшими складовими: заробітною платою<sup>23</sup>, частка якої становила майже половину всіх доходів населення, та соціальними допомогами.

Незважаючи на деяке уповільнення темпів зростання заробітної плати (до 27.6% р/р), її внесок у зростання номінальних доходів населення був найбільшим та становив 13.5 в.п. Зростання заробітної плати підтримувалося підвищенням МЗП, а також інтенсивною трудовою міграцією. Останнє зумовлює тиск на заробітні плати в бік підвищення не лише через зменшення пропозиції робочої сили на ринку праці, а й через процеси наближення (конвергенцію) заробітних плат в Україні до заробітних плат сусідніх країн. Наприклад, співвідношення заробітних плат у Польщі (країні – основного реципієнта українських трудових мігрантів) та в Україні поступово знижувалося до середини 2017 року, насамперед через високі темпи зростання зарплат в Україні. Водночас на тлі стійкого зростання економіки Польщі та зміцнення національної валюти (злотого) співвідношення заробітних плат між двома країнами знову почало зростати з другої половини 2017 року. З огляду на це трудова міграція українців до Польщі може продовжуватися, оскільки польські зарплати за різними видами діяльності перевищують українські в 4 – 6 разів (найбільше в сільському господарстві та будівництві). Також через подальші міграційні процеси темпи зростання інших поточних трансфертів (включають перекази трудових мігрантів із-за кордону) залишалися на високому рівні (15.1% р/р).

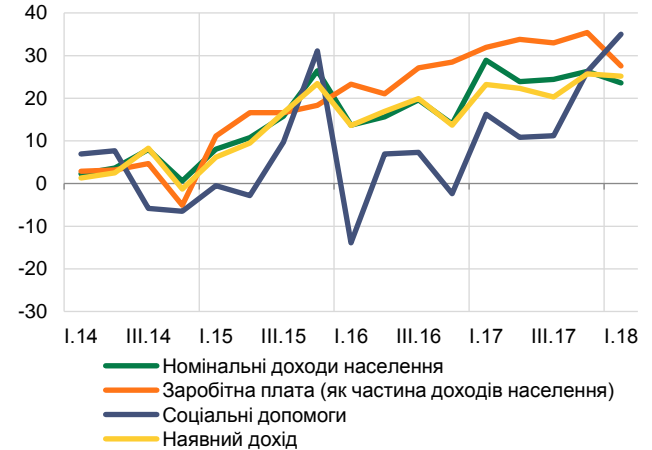
Зростання соціальних допомог (на 35% р/р) відображало триваючий ефект від осучаснення пенсій відповідно до пенсійної реформи у IV кварталі 2017 року. Зростання доходів населення супроводжувалося уповільненням темпів зростання соціальних трансфертів в натурі.

Темпи зростання номінальних доходів із інших джерел залишалися помірними (доходи від ведення бізнесу – прибуток та змішаний дохід зросли на 17.1% р/р), а доходи від власності навіть знизилися – на 6.1% р/р.

Високі темпи зростання номінальних доходів населення на тлі незначного зниження інфляційного тиску спричинили збереження значних темпів зростання реальних наявних доходів населення (10% р/р). Це, в свою чергу, підтримувало зростання споживчого попиту.

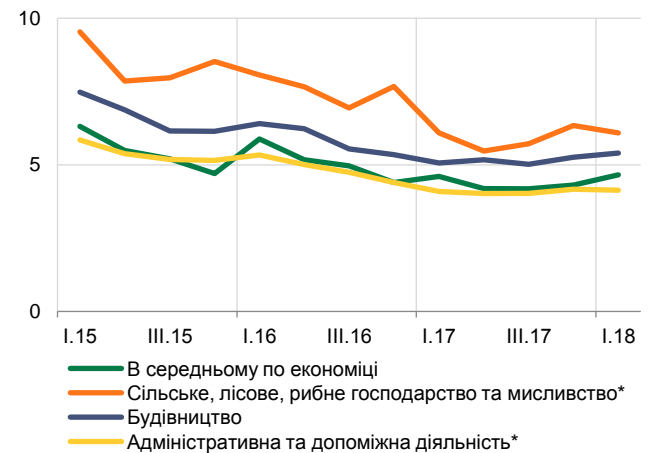
Попри зростання номінальних доходів населення у I кварталі 2018 року обсяги заощаджень населення продовжували знижуватися. Це було пов'язано, по-перше, зі зменшенням нефінансових активів (переважно за рахунок старіння житлових фондів). По-друге, зі зменшенням фінансових активів, яке відбувалося здебільшого через вищий обсяг нових одержаних позик порівняно з погашеними позиками<sup>24</sup>, що

## Номінальна зарплата та доходи населення, % річна зміна



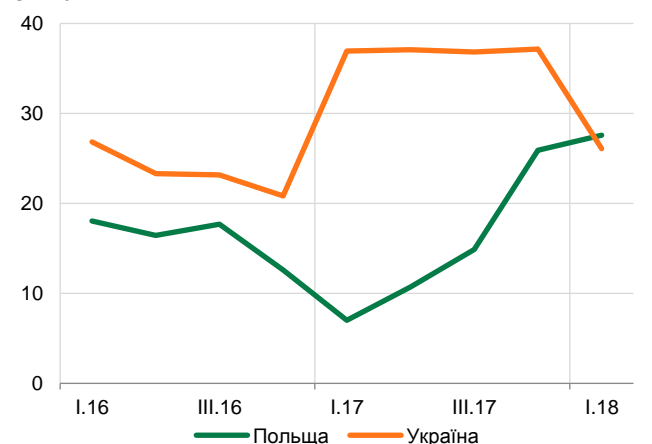
Наявний дохід = Номінальний дохід – соціальні трансферти в натурі – доходи від власності (сплачені) – поточні податки на доходи та майно.  
Джерело: ДССУ.

## Співвідношення номінальної заробітної плати у Польщі та Україні, рази



\* середня зарплата за квартал в Польщі розраховується з урахуванням кумулятивних значень  
Джерело: Statistical Information Centre of Poland, ДССУ, розрахунки НБУ.

## Середня заробітна плата в Україні та Польщі, % річна зміна



Джерело: Statistical Information Centre of Poland, ДССУ, розрахунки НБУ.

<sup>22</sup> За оновленими даними ДССУ щодо приватних грошових переказів в Україну за 2015-2017 роки.

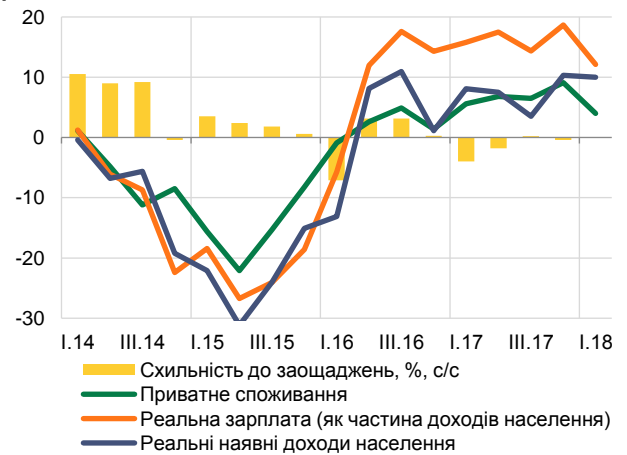
<sup>23</sup> Темпи зростання номінальної середньої заробітної плати (нарахованої в розрахунку на одного штатного працівника) та заробітної плати в структурі доходів відрізняються внаслідок методологічних особливостей під час здійснення відповідних розрахунків. Так розрахунки заробітної плати як частини 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).

<sup>24</sup> Відповідно до «Методичних вказівок щодо розрахунку доходів та витрат населення України» ДССУ, позики враховуються як накопичення зобов'язань домогосподарств та впливають на скорочення вільних фінансових ресурсів.

відображає активізацію споживчого кредитування. У зв'язку з цим схильність населення до заощаджень у сезонно скоригованому вимірі третій квартал поспіль знаходиться на рівні близькому до нуля.

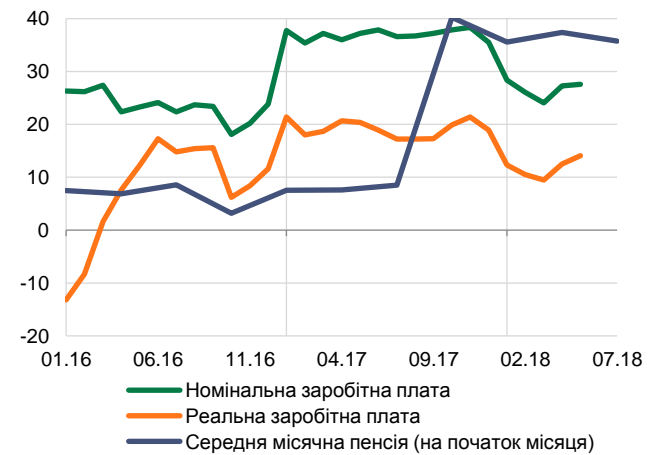
У II кварталі 2018 року доходи населення продовжували зростати. Так, подальше підвищення МЗП та продовження міграційних процесів на тлі високого попиту на робочу силу та наявних диспропорцій на ринку праці підтримували високі темпи зростання заробітних плат. Водночас підвищення пенсій військовим пенсіонерам та перерахунок страхового стажу для тих, хто працює після досягнення пенсійного віку, зберегло високі темпи зростання однієї з найбільших складових доходів населення – соціальних допомог (середня місячна пенсія станом на 01.07.2018 перевищувала відповідний рівень попереднього року на 35.8%).

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



\* Співвідношення заощаджень і наявного доходу населення.  
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Заробітна плата та середня пенсія, % річна зміна**



Джерело: ДССУ, ПФУ.

### ВСТАВКА: МОЛОДІЖНЕ БЕЗРОБІТТЯ В УКРАЇНІ

Незважаючи на відновлення української економіки після кризи 2014 – 2015 років, рівень безробіття в Україні залишається на високому рівні (9.3% у 2016 році та 9.5% – у 2017-му). По-перше, це пояснюється тим, що економіка України, незважаючи на зростання ВВП, все ще перебуває нижче свого потенційного рівня. Так, згідно із законом Оукана (Okun's law) у його сучасній інтерпретації (наприклад, [Knotek, 2007](#)) рівень безробіття зростає на 0.5 в. п. понад рівень повної зайнятості у випадку відхилення економіки від свого потенційного рівня на один відсоток. Водночас цей закон є, швидше, загальноприйнятим правилом (rule of thumb), тоді як емпіричні результати досліджень закону можуть суттєво варіюватися як серед країн, так і залежно від стадії циклу, в якій перебуває економіка ([Knotek, 2007](#); [Marth, 2015](#)). Частково такі відмінності пояснюються особливостями національних ринків праці: трудовим законодавством, впливовістю профспілок, розвитком технологій, традиціями та соціальними звичаями, демографічними тенденціями ([Ball et al., 2013](#); [Nickell, 1997](#); [Layard et al., 2005](#)). По-друге, повільне повернення рівня безробіття до докризових значень чи навіть його гістерезис (незворотні зміни) підтверджуються результатами численних досліджень ([Blanchard and Summers, 1986](#); [Brunner et al., 1980](#); [Camarero et al., 2004](#); [Coibion et al., 2013](#)).

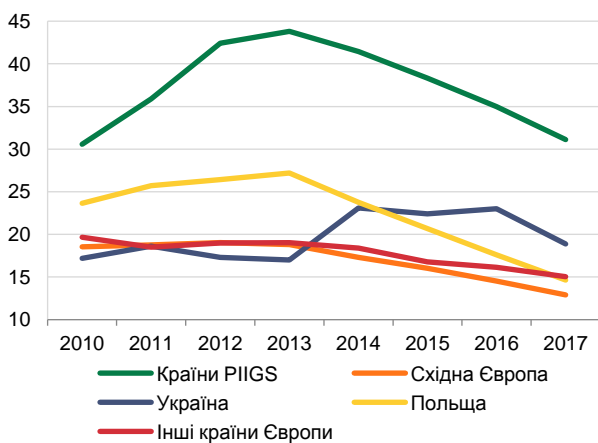
Відповідно, високий рівень безробіття в Україні зумовлений підвищенням структурного безробіття, у тому числі у зв'язку зі швидкою трансформацією економіки внаслідок криз і невідповідністю попиту і пропозиції робочої сили<sup>25</sup>. Тривале безробіття має негативні наслідки як для окремих осіб, так і для економіки в цілому через втрату людського капіталу, скорочення приватного споживання, негативний вплив на майбутній рівень заробітної плати і такі численні соціальні наслідки, як рівень злочинності, здоров'я тощо ([Esteban-Pretel, 2005](#); [Hurd and Rohwedder, 2010](#); [Johnson and Feng, 2013](#); [Stevens, 1997](#); [Barnette and Michaud, 2011](#); [Brand, 2016](#); [Bell and Blanchflower, 2009](#)).

Найбільше ці проблеми притаманні молодіжному безробіттю, оскільки молодь – одна з найвразливіших категорій населення на ринку праці ([Blanchflower and Freeman, 2000](#); [OECD, 2008](#)). Відповідно до звіту "Перехід на ринок праці молоді України" ([Е.Лібанова та інші, 2014](#)) (далі – Звіт), молодь під час пошуку першого місця роботи постає перед багатьма перешкодами, основними з яких є незадовільні навички пошуку роботи, відсутність трудового стажу та досить часто завищені очікування випускників навчальних закладів щодо умов найму та оплати праці.

Більше того, економічна криза нерівномірно впливає на зайнятість осіб різного віку – рівень безробіття серед молоді зростає більше, ніж серед осіб середнього віку ([O'Higgins, 2010](#); [Banerji et al., 2015](#)). Проблема безробіття залишається дуже гострою не лише в Україні, а й у світі, особливо безробіття молоді, адже високий рівень безробіття серед молоді відображає втрачений потенціал для економічного зростання та підвищує ризики посилення трудової міграції ("відплив умів"). [За даними Світового банку](#), рівень безробіття (за методологією МОП) у світі серед молоді у віці 15 – 24 роки у 2017 році становив 13.6%, зокрема в країнах ЄС – 19.2% (найвищий рівень зафіксований у Греції (42.8%) та Іспанії (39.4%), найнижчий – у Німеччині (6.4%).

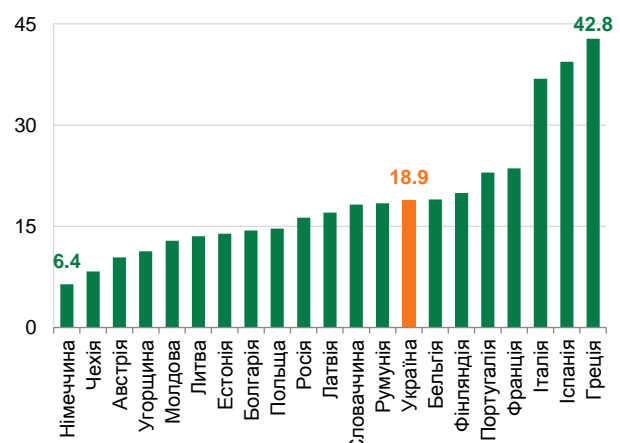
В Україні серед молодих людей у віці 15 – 24 роки переважає частка економічно неактивної молоді (в 2017 році – майже 65.6%), оскільки значна їх частина в такому віці навчається (майже 85% неактивного населення у віці 15 – 24 роки становили учні та студенти). Водночас, за даними ДССУ, у 2017 році кількість безробітної молоді віком 15 – 24 роки, а саме 262 тис. осіб, становила більш ніж 15% усього безробітного населення України та 18.9% економічно активного населення відповідного віку. Відповідно до Звіту, майже 25% безробітної молоді шукають роботу більше одного року, що може призвести до втрати професійних навичок та зниження мотивації до праці. Попри високу освіченість та освоєння новітніх технологій населенням молодшого віку, роботодавці надають перевагу старшому поколінню, яке має досвід.

**Рівень безробіття населення у віці 15 – 24 роки, у % до економічно активного населення відповідного віку**



Джерело: ДССУ, Worldbank.

**Рівень безробіття населення у віці 15 – 24 роки в 2017 році, у % до економічно активного населення відповідного віку**



Джерело: ДССУ, Worldbank.

<sup>25</sup> Детальніше – у вставці «Зайнятність населення України» в Інфляційному звіті за січень 2017 року на стор.31.

Так, рівень безробіття серед молоді у віці 25 – 29 років<sup>26</sup> у 2017 році становив 11.3% (у півтора рази менше, ніж наймолодшої групи), у віці 30 – 34 роки – 9.8%.

Високий рівень безробіття населення у віці 15 – 24 роки зумовлений тим, що значна частина молодих людей у такому віці не має необхідних професійних навичок, досвіду роботи, котрі відповідають вимогам роботодавців. Так, відповідно до Звіту хоча більшість молодих українських працівників зайняті на робочих місцях, що відповідають їхньому рівню освіти, проте майже третина молодих працівників має надлишкову кваліфікацію для роботи. Також згідно з опитуваннями роботодавців [“Випускники українських ВНЗ очима роботодавців”](#), молодим спеціалістам часто не вистачає не лише практично-професійних навичок, а й умінь вирішувати проблемні ситуації. Разом із тим роботодавці зазначають, що серйозною перешкодою в роботі стає відсутність у молодих спеціалістів (або недостатній рівень володіння) так званих soft skills (комунікабельність, умінь презентувати, вести переговори, емоційний контроль).

Водночас поступово збільшується кількість компаній, які систематично залучають студентів та молодих спеціалістів. Так, відповідно до проведеного опитування Міжнародним кадровим порталом HeadHunter Україна у 2014 році лише третина опитаних компаній систематично брала на роботу людей без досвіду або студентів на навчання чи стажування, а в 2017 році їх частка збільшилася до 42%. Це на тлі зростаючого попиту на ринку праці та інтенсивних міграційних процесів призвело до зниження рівня безробіття у віці 15 – 24 роки у 2017 році.

Шляхами подолання молодіжного безробіття можуть бути: оптимізація роботи центрів зайнятості, зокрема через співпрацю з приватним бізнесом, започаткування системи працевлаштування молоді на фіксований термін після випуску з ВНЗ для набуття досвіду роботи<sup>27</sup>, розширення програм стажування і практики для студентів до отримання диплома та молодих спеціалістів, залучення до викладання практикуючих спеціалістів тощо. Також критично важливою для майбутнього ринку праці залишається подаліше реформування системи освіти та наближення знань, які отримує молодь, до кваліфікаційних вимог роботодавців. Створення необхідних умов для якнайшвидшого та стійкого забезпечення молоді роботою є однією з критичних передумов збільшення потенціалу української економіки.

**Рівень безробіття населення за віковими групами за методологією МОП, у % до економічно активного населення відповідного віку**

Групи населення	Роки								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Все населення	8.2	8.0	7.6	7.3	9.3	9.1	9.3	9.5	
15-24	17.2	18.6	17.5	17.0	23.1	22.4	23.0	18.9	
25-29	10.0	9.4	9.8	8.9	11.1	11.2	11.7	11.3	
30-34	8.1	7.4	7.0	6.8	9.3	9.7	8.9	9.8	
35-39	7.9	7.3	6.5	6.2	8.1	7.2	8.0	8.4	
40-49	6.8	6.4	6.2	6.3	7.3	7.6	7.7	8.7	
50-59	5.5	5.2	5.3	5.2	6.0	6.3	7.3	8.1	
60-70	0.0	0.1	0.1	-	0.1	0.1	0.1	0.1	

Джерело: ДССУ.

**Як випускники влаштовуються на роботу? (Опитування 2014 та 2016 років)**



Джерело: HeadHunter Україна.

<sup>26</sup> Відповідно до Закону України “Про сприяння соціальному становленню та розвитку молоді в Україні”, до молоді належать громадяни України віком від 14 до 35 років. До безробітної молоді можуть належати такі групи населення: випускники загальноосвітніх шкіл, професійно-технічних та вищих навчальних закладів (далі – ВНЗ); військовослужбовці, звільнені зі строкової військової служби у Збройних силах; звільнені у зв’язку зі змінами в організації виробництва та у зв’язку з плінністю кадрів; жінки, які перебували у відпустці з догляду за дітьми; інші категорії.

<sup>27</sup> Опитування молоді в рамках проекту EXCEPT. EXCEPT – це міжнародний проект, над яким працює консорціум із десяти дослідницьких інститутів із дев’яти країн Європи, що вивчає ситуацію молоді на ринку праці та ризики соціальної ізоляції.



## 2.4. ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР

У першій половині року фіскальна політика залишалася досить стриманою, попри пришвидшення зростання видатків. Так у січні – травні 2018 року сформувався як загальний (14.6 млрд грн), так і первинний профіцит зведеного бюджету (65.8 млрд грн) завдяки певному поліпшенню доходів у квітні-травні.

На доходах позначилися загальноекономічні фактори, а саме подальше поліпшення фінансових результатів підприємств та збільшення доходів домогосподарств, однак вагомим був внесок тимчасових факторів. Найвагоміші серед них – разові надходження від ППП та ПДВ, сплачені НАК “Нафтогаз”, що з’явилися в результаті ефектів відображення рішень Стокгольмського арбітражу, та значні кошти від перерахування частини прибутку НБУ за 2017 рік унаслідок зміненого порівняно з минулим роком графіка перерахувань. Водночас помірне зростання доходів пов’язано з ефектом бази порівняння (зарахування коштів від спеціальної конфіскації у квітні 2017 року).

Натомість прискорилося зростання обсягів як поточних, так і капітальних видатків. Зокрема серед поточних видатків суттєво зросли витрати на соціальні напрями, особливо на надання пільг та субсидій населенню на оплату послуг ЖКГ і бюджетну підтримку Пенсійного фонду. Також збільшилися витрати на обслуговування боргу.

Державний і гарантований державою борг станом на кінець травня 2018 року становив 1993 млрд грн (на рівні 62% до ВВП), зменшившись на 6.9% відносно початку року насамперед завдяки значним погашенням.

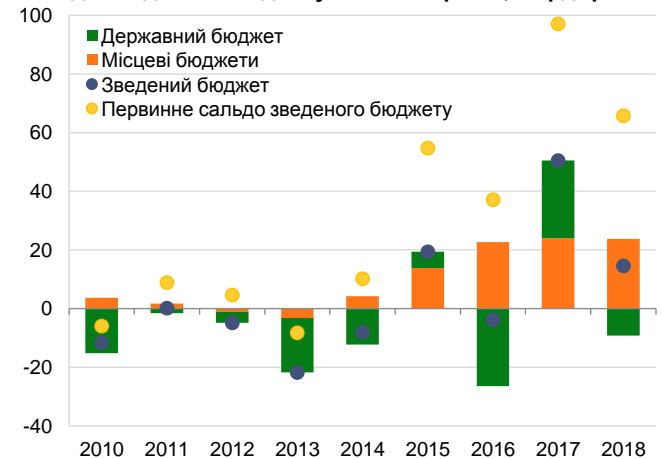
### Доходи

Доходи зведеного бюджету в січні – травні 2018 року продемонстрували помірні темпи зростання, незважаючи на певне прискорення в квітні-травні. Це пов’язано як з економічними факторами, так і з тимчасовими ефектами, одні з яких вичерпали свою дію (законодавчі зміни в податковій сфері та ефекти від [рішення Стокгольмського арбітражу](#)), а дія інших тривала (вплив бази порівняння через спецконфісковані кошти в квітні 2017 року та зміщення графіка перерахувань частини прибутку НБУ за 2017 рік). Якщо у I кварталі доходи були забезпечені головним чином податковими надходженнями, то в наступні місяці важливим додатковим джерелом стали неподаткові надходження.

За п’ять місяців поточного року досить стримані темпи зростання податкових надходжень сформувалися під дією сукупності економічних і тимчасових факторів. Так, сталим джерелом доходів протягом усього періоду залишалися надходження від податку на доходи фізичних осіб, що продовжували зростати високими темпами зокрема під впливом стійкого збільшення номінальної заробітної плати. Надвисокі темпи зростання продемонстрували й надходження від ППП. Зазначене відбулося насамперед завдяки поліпшенню фінансового стану підприємств, а також – додатковим разовим надходженням у I кварталі за рахунок ефектів відображення рішень Стокгольмського арбітражу.

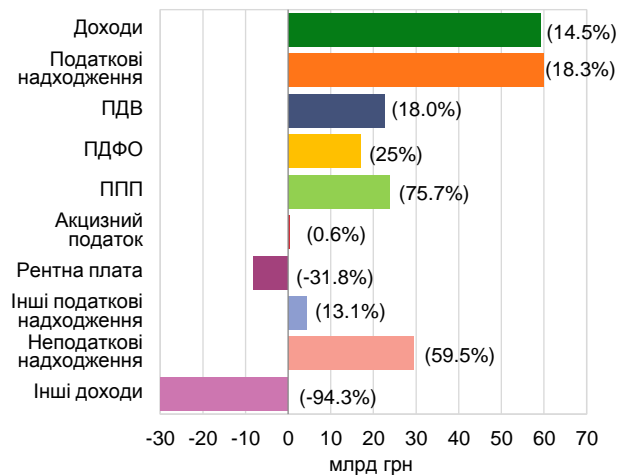
Попри значні надходження від ПДВ у квітні-травні, загалом темпи зростання цих надходжень за підсумками п’яти місяців цього року були помірними. Так, на надходженнях позначилися

Сальдо зведеного бюджету в січні – травні, млрд грн



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Абсолютна та відносна річні зміни доходів зведеного бюджету в січні – травні 2018 року, млрд грн (%)



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

підвищені обсяги відшкодування та податкові зміни щодо роботи системи ризиків з ПДВ<sup>28</sup>, проте ключовий вплив мали низький імпорт енергетичних ресурсів та посилення гривні. Натомість збільшенню надходжень сприяло стійке зростання роздрібною торгівлі та додаткові разові надходження внаслідок виникнення додаткових зобов'язань НАК "Нафтогаз" після позитивного рішення Стокгольмського арбітражу.

Водночас обсяг надходжень від акцизного податку за п'ять місяців поточного року в річному вимірі майже не змінився. Це пов'язано насамперед зі зниженням обсягів виробництва окремих підакцизних товарів головним чином тютюнових виробів (на 23.7% р/р за п'ять місяців, проте найбільше – на початку року). Крім цього, значний вплив на надходження мали низький імпорт підакцизних товарів та посилення гривні. Останні фактори також призвели до сповільнення зростання обсягів надходжень від податків на міжнародну торгівлю. Попри суттєве поліпшення в квітні-травні, нижчими за минулорічні залишилися надходження від рентної плати незважаючи на відносно сталі обсяги видобутку вуглеводнів, що зокрема зумовлено змінами в адмініструванні цього податку.

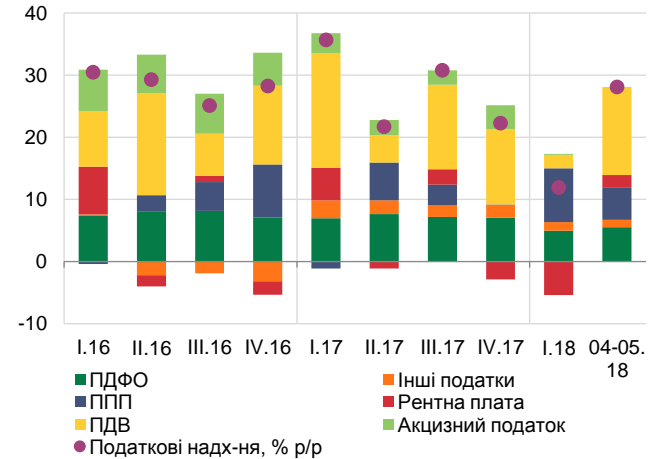
Неподаткові надходження за п'ять місяців 2018 року продемонстрували суттєве збільшення в результаті відчутного прискорення їх зростання в квітні-травні (до 81.6% р/р), що визначалося головним чином тимчасовими чинниками. По-перше, графік перерахувань частини прибутку НБУ за 2017 рік був зміщений на II квартал. У результаті в квітні-травні ці перерахування зросли більш як у два рази, оскільки торік графік перерахувань був рівномірніший. По-друге, цього року отримані разові кошти від продажу 4G ліцензій, навіть у більших обсягах, ніж очікувалося. Також високими залишилися власні надходження бюджетних установ. Водночас значний від'ємний внесок у зміну доходів (15.6 в. п.) зробило падіння інших доходів через ефект бази порівняння унаслідок зарахування до доходів коштів від спеціальної конфіскації у квітні 2017 року.

## Видатки

Видатки зведеного бюджету в січні – травні 2018 року зростали досить високими темпами, зокрема, відчутно прискорившись починаючи з березня поточного року.

Одним з ключових напрямів, що зумовив прискорене зростання видатків, були соціально спрямовані витрати. Стрімке зростання витрат на соціальне забезпечення в березні – травні не тільки компенсувало істотне їх скорочення у перші два місяці року, а й було ключовим чинником зростання поточних видатків за підсумками періоду. Це пришвидшення відбулося за рахунок як збільшених обсягів трансфертів Пенсійному фонду, так і інших виплат населенню. Збільшення перших пов'язано зокрема з проведеним осучасненням пенсій різним категоріям громадян наприкінці 2017 – на початку 2018 років. Других – зі значно більшими, ніж торік, витратами на пільги та субсидії населенню на оплату послуг ЖКГ, зокрема на тлі складних погодних умов у березні та внаслідок цього довшого опалювального сезону. До того ж порівняно швидкими темпами зростали витрати на оплату

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



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

## Видатки зведеного бюджету, економічна класифікація, в січні – травні 2018 року, млрд грн (% річна зміна)

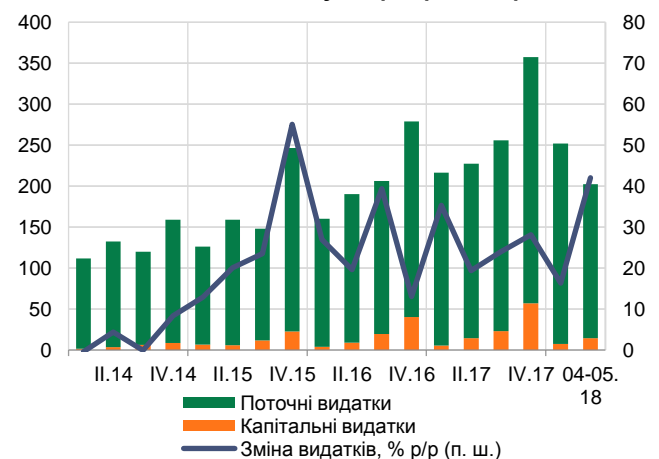


\* Інші виплати населенню включають видатки на надання пільг та субсидій населенню на оплату послуг ЖКГ, стипендії тощо.

\*\* Оплата праці включає заробітну плату, грошове утримання військовослужбовців та нарахування на оплату праці.

Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

## Видатки зведеного бюджету, млрд грн та їх річна зміна, %



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

<sup>28</sup> 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 схвалено [Постанову № 117](#) щодо подальшої роботи системи ризиків з ПДВ.

праці, що, серед іншого, пов'язано з підвищенням МЗП з початку 2018 року (на 16.3% до 3723 грн).

Також суттєво збільшилися витрати на використання товарів і послуг (за рахунок придбання предметів та інвентаря, а також оплати комунальних послуг та енергоносіїв) і капітальні видатки. Останні традиційно здійснювалися насамперед за рахунок місцевих бюджетів, у тому числі на розвиток дорожньої інфраструктури. Поряд із цим зростання витрат на поточні трансферти підприємствам, попри прискорення в квітні-травні, залишилося помірним.

Видатки на обслуговування боргових зобов'язань очікувано збільшилися в квітні-травні за рахунок витрат на обслуговування внутрішнього боргу. Останнє, серед іншого, пов'язано з проведеним наприкінці 2017 року правочином з ОВДП у портфелі НБУ, оскільки основні виплати з обслуговування цих ОВДП припадають на травень та листопад. Однак загалом темпи зростання витрат на обслуговування боргових зобов'язань залишилися помірними завдяки посиленню гривні та меншим обсягам розміщення цінних паперів, ніж планувалося.

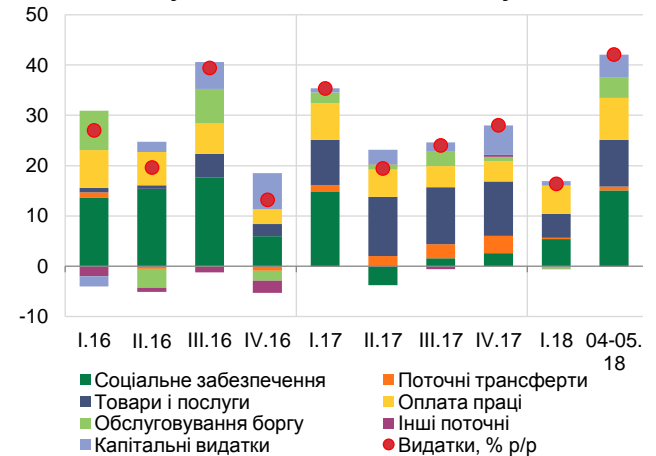
### Сальдо

У січні – травні 2018 року зведений бюджет виконано з профіцитом (14.6 млрд грн). Таке сальдо формувалося насамперед завдяки місцевим бюджетам, за якими протягом усього періоду утримувалося додатне сальдо. Водночас у квітні-травні державний бюджет виконано з профіцитом передусім завдяки поліпшенню доходів. Зазначене викликало зменшення суттєвого кумулятивного дефіциту, який сформувався у I кварталі, – до 9.2 млрд грн за підсумками п'яти місяців. Також зведений бюджет зберіг значне первинне сальдо.

З огляду на дефіцит державного бюджету, а також щільний графік погашення боргу уряд проводив значні залучення, переважно на внутрішньому ринку. Крім розміщення ОВДП в національній валюті, розміщувалися й цінні папери, номіновані в іноземній валюті. Зовнішні залучення в цей період були незначними та відчутно меншими, ніж погашення зовнішніх боргових зобов'язань.

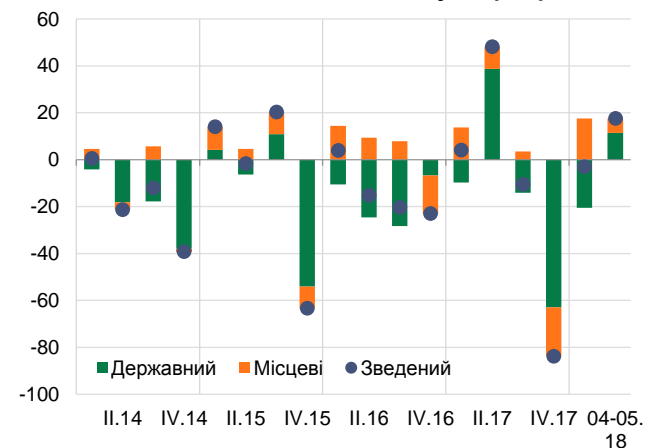
Ураховуючи всі боргові операції, державний та гарантований державою борг станом на кінець травня 2018 року скоротився на 6.9% відносно початку року. Крім значного перевищення погашення над залученнями, зменшення боргу також було зумовлене зміцненням гривні відносно долара США (з огляду на значну частку боргу, номінованого в іноземній валюті) та пожвавлення економічної активності. Відповідно тенденція до зниження співвідношення боргу до ВВП збереглася (на рівні 62% до ВВП станом на кінець травня).

### Внески в зміну видатків зведеного бюджету, в. п.



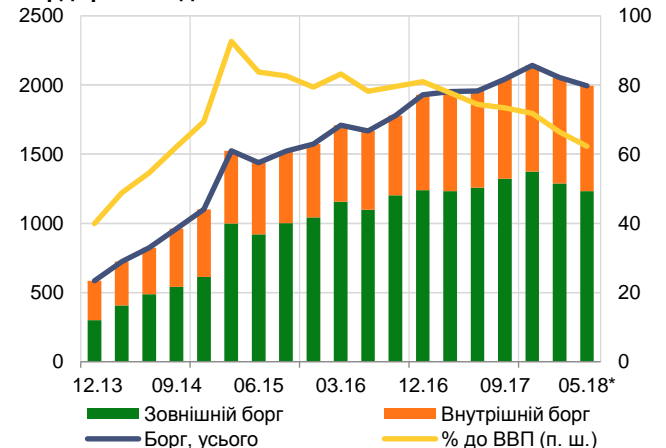
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

### Показники сальдо зведеного бюджету, млрд грн



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

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



\* ВВП 2018 рік – розраховано як квартальна плинна на основі фактичних даних ДССУ та оцінки НБУ на II кв. 2018 року.

Джерело: МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

## 2.5. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС

Сприятливі зовнішньоекономічні умови підтримували зростання експорту товарів, однак через пошвиднення внутрішнього, насамперед інвестиційного, попиту імпорту товарів зростає швидше, ніж експорт, попри нижчі обсяги імпорту енергоносіїв. Як наслідок, у січні – травні 2018 року тривало поступове розширення дефіциту зовнішньої торгівлі (до 3.4 млрд дол. порівняно з 2.6 млрд дол. у січні – травні попереднього року), яке, однак, нівелювалося подальшим зростанням обсягів грошових переказів. У результаті поточний рахунок платіжного балансу було зведено з незначним дефіцитом (0.4 млрд дол.), майже на рівні відповідного періоду минулого року.

У січні – травні 2018 році зберігався приплив капіталу за фінансовим рахунком – чисті надходження становили 0.7 млрд дол., які, однак, були нижчими порівняно з відповідним періодом минулого року. У квітні-травні, на відміну від I кварталу 2018 року та відповідного періоду 2017 року, приплив капіталу був забезпечений виключно приватним сектором, тоді як у державному секторі спостерігався відплив капіталу через зменшення портфеля гривневих ОВДП, що перебувають у власності нерезидентів. Загальний приплив ПІІ залишився порівняно незначним та становив 0.3 млрд дол. Як і в I кварталі, їх лівова частка була спрямована до реального сектору у формі акціонерного капіталу.

Хоча платіжний баланс у квітні-травні було зведено з профіцитом (0.6 млрд дол.), міжнародні резерви станом на кінець травня залишилися на рівні кінця попереднього кварталу та становили 18.2 млрд дол. або 3.1 місяця імпорту майбутнього періоду через здійснення платежів уряду та НБУ на користь МВФ (0.4 млрд дол.). Через здійснення платежів за державним боргом, номінованим в іноземній валюті, у червні міжнародні резерви знизилися до 18.0 млрд дол.

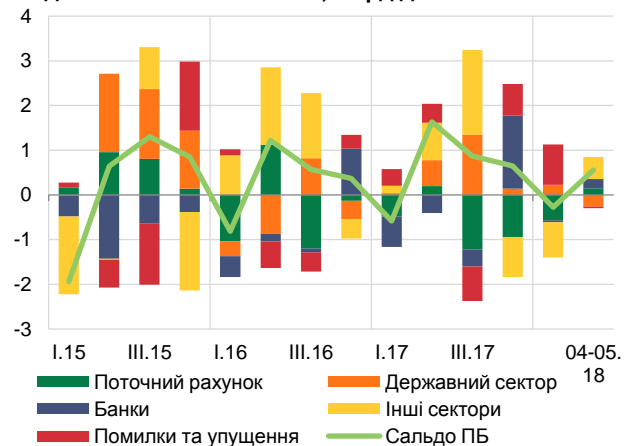
### Рахунок поточних операцій

Основним драйвером експорту у 2018 році залишалися високі світові ціни на експортні товари. Водночас у квітні-травні підтримку ціновому фактору надали й фізичні обсяги, що частково зумовлено ефектом низької бази порівняння минулого року, спричиненого припиненням торгівлі з НКТ. У результаті у квітні-травні зростання експорту товарів прискорилося порівняно з I кварталом до 16.5% р/р.

У поточному році на лідируючі позиції вийшла металургія. Так вартісні обсяги експорту її продукції у квітні-травні збільшилися на 45.4% р/р, з яких близько половини було забезпечено фізичними обсягами. Основними ринками збуту металопродукції залишалися країни ЄС, насамперед Італія, водночас на тлі активізації будівельної діяльності істотно збільшилися поставки прокату до окремих країн Азії, зокрема Туреччини та Індії.

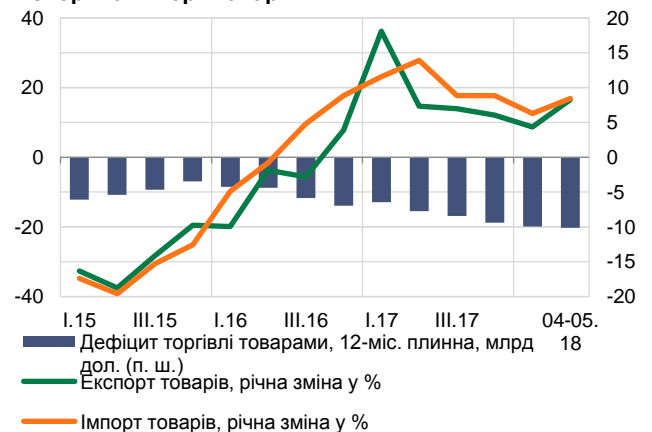
Також сприятлива зовнішньоекономічна кон'юнктура зумовила відновлення зростання обсягів експорту продовольчих товарів (на 2.5% р/р у квітні-травні порівняно з падінням на 4.7% р/р у I кварталі). Зокрема істотне зростання світових цін на пшеницю та кукурудзу компенсувало скорочення фізичних обсягів поставок унаслідок нижчого порівняно з минулим роком урожаю цих культур. Особливістю поточного сезону є певна переорієнтація поставок зернових та олійних культур на ринки Азії. Також зростання популярності

Зведений платіжний баланс, млрд дол.



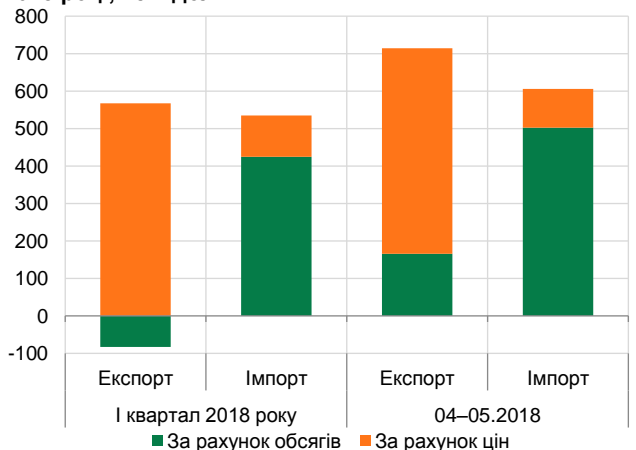
Джерело: НБУ.

Експорт та імпорту товарів



Джерело: НБУ.

Абсолютна річна зміна експорту й імпорту товарів\* у 2018 році, млн дол.



\* Охоплення 75% товарів в експорті, 55% товарів в імпорті  
Джерело: НБУ.



соняшникового шроту у світі як кормів для тварин сприяє істотному зростанню цін на нього. Це зумовило подальше нарощування вартісних обсягів експорту відходів окремих продуктів харчової промисловості (до 17% р/р у квітні-травні) попри скорочення фізичних обсягів їх поставок. Серед нових покупців української макухи із соняшнику з грудня 2017 року [з'явився Китай](#). Україна залишається найбільшим у світі постачальником соняшникового шроту і забезпечує [більше половини його світового експорту](#). Деяко сповільнилося зростання експорту м'ясо- та молокопродуктів, однак їх середньомісячні вартісні обсяги залишалися на рівні початку року.

У результаті певної переорієнтації поставок продовольчих товарів та продукції металургії істотно зросла роль країн Азії в українському експорті – їх частка у квітні-травні збільшилася до 34.2% (з 29.4% у відповідному періоді минулого року) та майже дорівнювала частці країн Європи, яка, незважаючи на подальше нарощування експорту туди, знизилася до 34.5% (з 36.2% відповідно). Сповільнення зростання експорту до країн Європи відбулося за рахунок зернових культур та соняшникової олії. Також зменшився експорт товарів до Росії через майже повне припинення поставок двигунів з серпня минулого року, як наслідок її частка зменшилася до 7.5%.

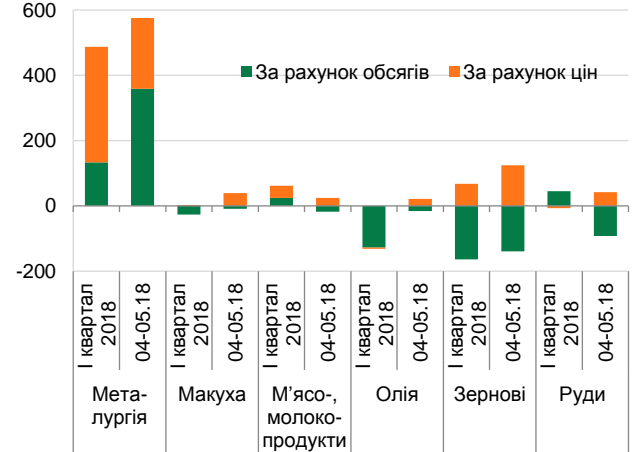
Географія імпорту товарів була більш стабільною – останні чотири роки головним партнером України залишаються країни Європи (40.5%). Другим за важливістю (26% в імпорті товарів) постачальником були країни СНД переважно за рахунок енергоносіїв (вугілля та нафтопродукти), тоді як у країнах Азії (21%) в основному закупувалася продукція хімічної промисловості та машинобудування.

У 2018 році зростання імпорту товарів драйвилася неенергетичною складовою як інвестиційного, так і споживчого призначення. Водночас саме збільшення щомісячних обсягів імпорту енергоносіїв у квітні-травні порівняно з I кварталом мало найбільший внесок у прискорення зростання імпорту товарів у квітні-травні до 16.9% р/р.

Стабільний внутрішній споживчий попит зумовлював збереження високих темпів зростання закупівель продовольчих товарів (23.7% р/р у квітні-травні) та промислових виробів (15.6% р/р). Нарощування імпорту машинобудівної продукції (зростання прискорилося до 19.6% р/р з 15.2% р/р у I кварталі) свідчило про подальше зростання інвестиційного попиту. Серед продукції машинобудування найвищими темпами зростали закупівлі капітального обладнання (промислове обладнання, насоси, запчастини тощо) та продукції споживчого призначення (комп'ютери, мобільні телефони, пилососи, бойлери). Проте імпорт продукції машинобудування сільськогосподарського призначення і далі скорочувався (-13% р/р), що, серед інших причин, може бути зумовлено запровадженням урядом програми [часткової компенсації вартості сільськогосподарської техніки та обладнання вітчизняного виробництва](#).

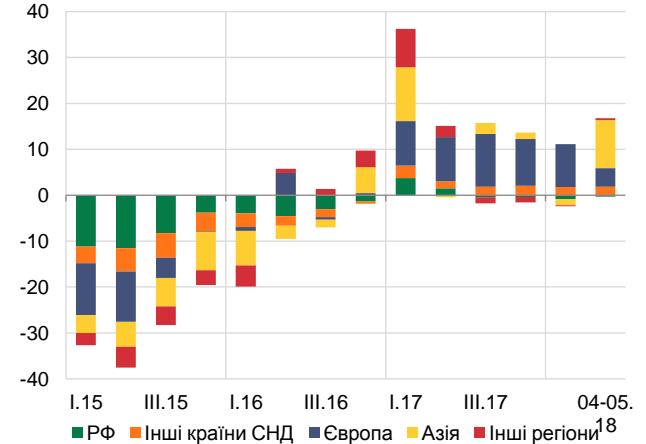
Активізація закачування газу після мінімальних його обсягів у I кварталі призвела до відновлення зростання імпорту енергоносіїв у квітні-травні (на 11.4% р/р). Так після скорочення фізичних обсягів імпорту природного газу на 62% р/р у I кварталі, у квітні-травні зниження становило лише 18% р/р. Додатковим чинником зростання енергетичного

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



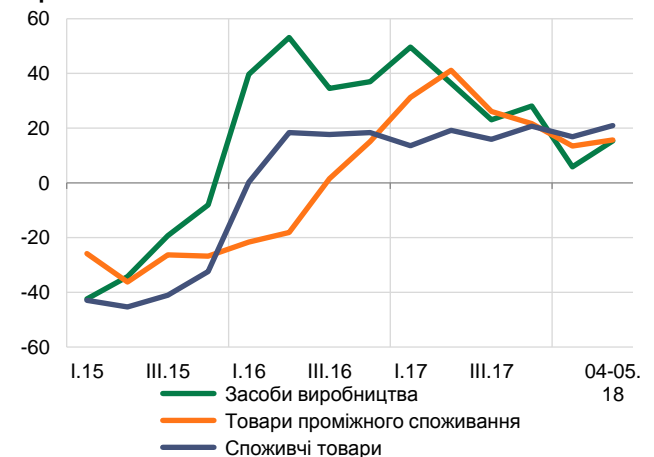
Джерело: ДФС, розрахунки НБУ.

**Внесок у річну зміну експорту товарів за регіонами, в. п.**



Джерело: НБУ.

**Імпорт товарів за широкими економічними категоріями, % річна зміна**



Джерело: НБУ.

імпорту був ціновий фактор. Так при майже незмінних фізичних обсягах закупівель нафтопродуктів їх вартісні обсяги у квітні-травні збільшилися на 28.9% р/р, а при зменшенні обсягів закачування газу вартісні обсяги його імпорту залишилися на рівні минулого року. Також у квітні-травні збільшилися фізичні обсяги закупівель вугілля (24% р/р). Характерною особливістю імпорту вугілля 2018 року є нарощування закупівель коксівного вугілля, що зумовлено налагодженням безперебійної роботи Авдіївського КХЗ наприкінці минулого року. Однак через зниження світових цін та подальшого збільшення частки більш дешевого коксівного вугілля походженням із Росії вартісні обсяги імпорту вугілля збільшилися помірно (лише на 4.6% р/р). Також у результаті відновлення внутрішнього виробництва різко зменшився імпорт коксу.

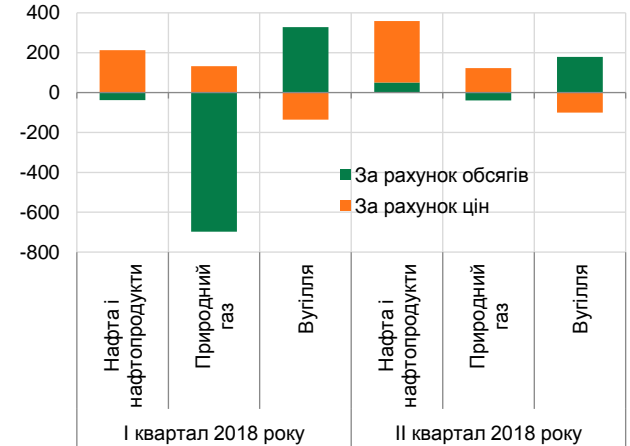
Сальдо торгівлі послугами традиційно демонструвало профіцит (0.2 млрд дол. у квітні-травні), водночас у її структурі відбулися незначні зміни. В експорті послуг, який зріс на 11.5% р/р у квітні-травні, дедалі більшого значення набувають послуги з переробки давальницької сировини та послуги авіаційного транспорту. Так відкриття нових виробничих потужностей із переробки давальницької сировини в попередні періоди сприяло прискоренню зростання обсягу експорту цих послуг (до 16.4% р/р), а їх частка в загальному експорті послуг збільшилася до 13%. На тлі активізації внутрішнього попиту і проведення в Україні фіналу Ліги чемпіонів УЄФА подальше освоєння українського ринку іноземними лоукост-компаніями, відкриття нових рейсів вітчизняними авіакомпаніями призвело до зростання експорту послуг авіаційного транспорту у квітні-травні на 35% р/р, а їх частка збільшилася до 9% (7.4% у відповідному періоді минулого року). Зростання імпорту послуг драйвилось нарощуванням обсягу за статтею "подорожі".

Стабільно високі темпи зростання демонструють надходження грошових переказів (24.4% р/р у квітні-травні), що зумовлено насамперед подальшим збільшенням кількості трудових мігрантів. Другий рік поспіль близько третини грошових переказів надходить з Польщі, а попри подальше скорочення на другому місці залишається Росія (11.5% у I кварталі 2018 року). Покращення економічного стану країн призначення для українських мігрантів призвело до зростання обсягу переказів. Таким чином істотно зросли надходження за рахунком первинних та вторинних доходів. Хоча зросли й виплати за рахунком первинних доходів через збільшення виплат дивідендів<sup>29</sup>, профіцит рахунку первинних та вторинних доходів у квітні-травні порівняно з відповідним періодом минулого року відчутно збільшився, що дало змогу компенсувати розширення дефіциту торговельного балансу за відповідний період.

### Фінансовий рахунок

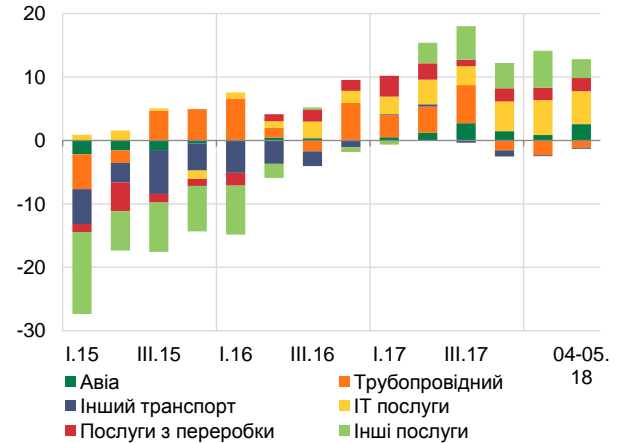
У 2018 році зберігається приплив капіталу за фінансовим рахунком, у квітні-травні чисті надходження збільшилися до 0.4 млрд дол. На відміну від 2017 року вони були забезпечені виключно приватним сектором – за рахунок як банків, так і реального сектору. Збільшення чистих зовнішніх зобов'язань банківського сектору відбулося через надходження ПІІ<sup>30</sup> та скорочення їх активів унаслідок придбання ними ОВДП,

### Абсолютна річна зміна енергетичного імпорту у 2018 році, млн дол.



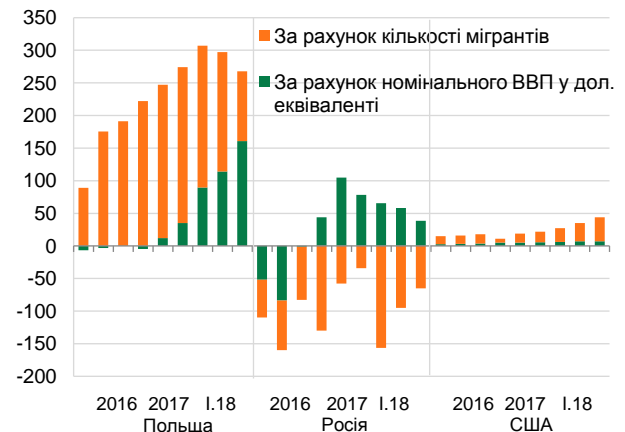
Джерело: ДФС, Укртрансгаз, розрахунки НБУ.

### Внески в річну зміну експорту послуг, в. п.



Джерело: розрахунки НБУ.

### Абсолютна річна зміна переказів з окремих країн, млн дол. США



Джерело: розрахунки НБУ.

<sup>29</sup> У листопаді 2017 року НБУ розширив дозвіл на репатріацію дивідендів за період до 2013 року включно, а в березні 2018 року – дивідендів за 2017 рік.

<sup>30</sup> Дані щодо ПІІ у 2017 – 2018 рр. [були уточнені з урахуванням реінвестування доходів у банківський сектор.](#)

номінованих в іноземній валюті. Чисті надходження до реального сектору (0.5 млрд дол.) були забезпечені успішним розміщенням одним із провідних українських мобільних операторів еврооблігацій на 111 млн дол., зростанням чистої заборгованості за торговими кредитами (0.3 млрд дол.) та припливом ПІІ.

Водночас загальний приплив ПІІ залишився порівняно незначним та становив 0.3 млрд дол. Як і в попередньому кварталі, лівова частка ПІІ була спрямована до реального сектору у формі акціонерного капіталу. Надходження ПІІ до банківського сектору в результаті операцій із переоформлення боргу в статутний капітал становили 85 млн дол. (29% від загального обсягу).

Приплив боргового капіталу до приватного сектору (0.3 млрд дол.) відображав як зростання чистої заборгованості реального сектору за торговими кредитами (0.3 млрд дол), так і чисті залучення за еврооблігаціями (на 0.1 млрд дол). Роловер реального сектору у квітні-травні 2018 року продовжив поліпшуватися (до 89%). Хоча роловер банківського сектору був значно вищим за 100%, його вплив на загальний роловер приватного сектору був обмеженим через незначні обсяги залучень та погашень в абсолютному вираженні. У цілому роловер приватного сектору зріс до 92%.

**Роловер приватного сектору за зовнішніми довгостроковими зобов'язаннями,<sup>31</sup> %**

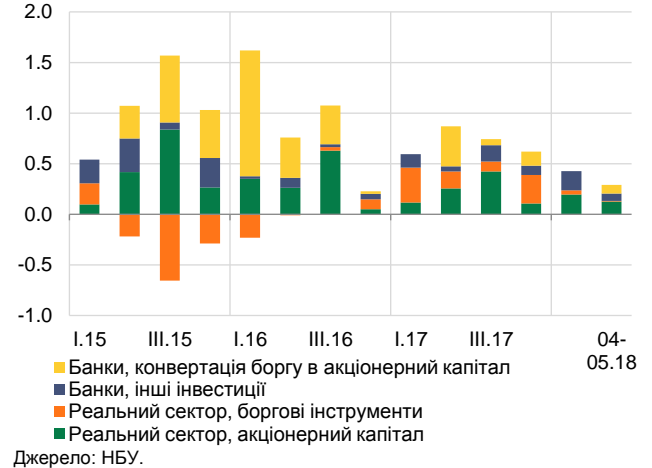
	II.17	III.17	IV.17	2017	I.18	04-05.18
Банки	43	64	132	54	133	124
Реальний сектор	91	96	50	68	71	89
У цілому	85	89	59	66	80	92

Вплив державного сектору на динаміку фінансового рахунку дещо зменшився. Погіршення світових фінансових умов для країн, що розвиваються, на тлі подальшого зміцнення обмінного курсу гривні зумовило певне зниження зацікавленості зовнішніх інвесторів. Так після стрімкого зростання в першому кварталі цього року портфель гривневих ОВДП, що перебувають у власності нерезидентів, почав знижуватися. Додатковим фактором скорочення зовнішніх зобов'язань державного сектору були виплати за довгостроковими кредитами. Отже, на відміну від попередніх періодів, чисті зовнішні зобов'язання державного сектору у квітні-травні скоротилися (на 0.3 млрд дол.).

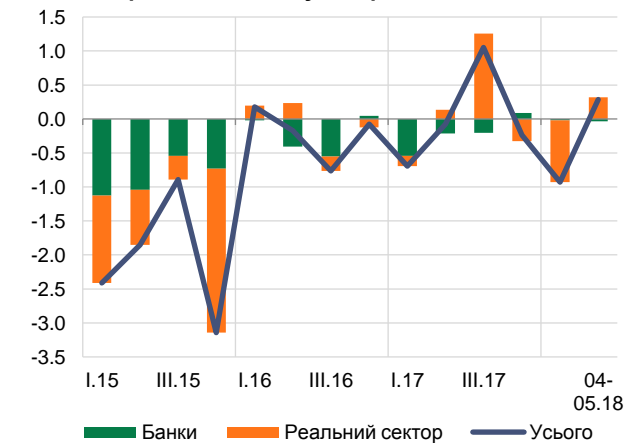
**Резервні активи**

Хоча платіжний баланс у квітні-травні було зведено з профіцитом (0.6 млрд дол.), міжнародні резерви станом на кінець травня залишилися на рівні кінця попереднього кварталу та становили 18.2 млрд дол., або 3.1 місяця імпорту майбутнього періоду через здійснення платежів уряду та НБУ на користь МВФ (0.4 млрд дол.). Через здійснення платежів за державним боргом, номінованим в іноземній валюті, у червні міжнародні резерви знизилися до 18.0 млрд дол.

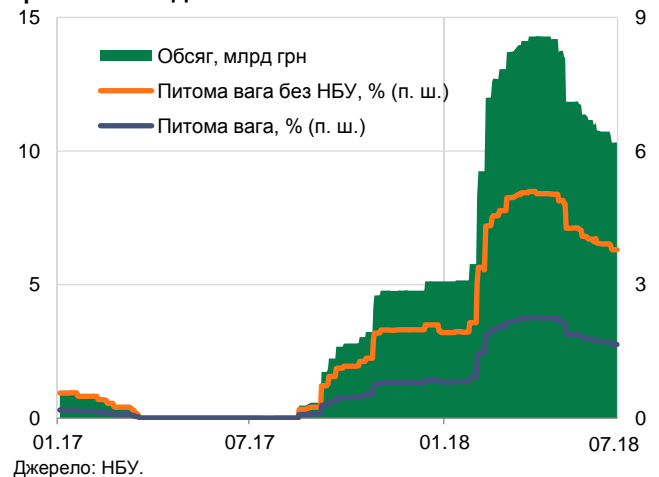
**Прямі іноземні інвестиції в Україну, млрд дол.**



**Потоки боргового капіталу\*, млрд дол.**



**Обсяг та питома вага нерезидентів у загальному обсязі гривневих ОВДП**



<sup>31</sup> Дані без урахування операцій із переоформлення боргу в статутний капітал.

**Зовнішня стійкість**

У I кварталі 2018 року показники зовнішньої стійкості й адекватності міжнародних резервів демонстрували різноспрямовану динаміку. При майже незмінних абсолютних розмірах зовнішнього боргу зростання ВВП у доларовому еквіваленті в I кварталі 2018 року призвело до поліпшення відносних показників зовнішньої заборгованості. Водночас показники адекватності міжнародних резервів погіршилися через їх зменшення переважно за рахунок виплат на користь МВФ. Так співвідношення валового зовнішнього боргу до ВВП знизилося майже до 100% (на 16.6 в. п. за останні 12 місяців), а співвідношення резервів до композитного критерію МВФ (ARA metrics) погіршилося на 2.6 в. п. та становило 63% від мінімально достатнього рівня.

Зниження заборгованості сектору ЗДУ через виплати на користь МВФ у I кварталі 2018 року (0.5 млрд дол.) було нівельовано девальвацією долара до інших валют та збільшенням нерезидентами інвестицій у гривневі ОВДП. У результаті заборгованість сектору ЗДУ зросла як порівняно з минулим кварталом (на 0.3 млрд дол.), так і в річному вимірі (на 2.6 млрд дол.). Зовнішній борг центрального банку залишився практично незмінним порівняно з кінцем минулого року, однак порівняно з аналогічною датою минулого року зріс на 1 млрд дол. через отримання чергового траншу від МВФ у квітні 2017 року.

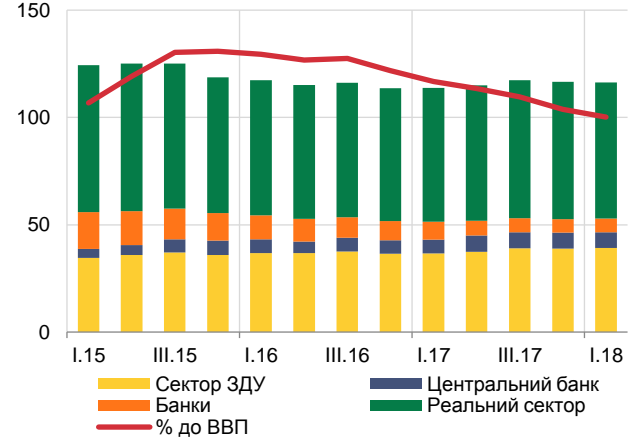
Завдяки розміщенню єврооблігацій на 0.2 млрд дол. уперше з 2014 року збільшилися зовнішні зобов'язання банківського сектору за довгостроковими борговими цінними паперами. Однак у цілому заборгованість приватного сектору скоротилася на 0.6 млрд дол. переважно за рахунок зменшення зобов'язань реального сектору за торговими кредитами.

Короткостроковий зовнішній борг за залишковим терміном погашення збільшився до 47.2 млрд дол. (86% від експорту товарів та послуг) переважно за рахунок державного сектору. Зокрема зобов'язання уряду і центрального банку, що мають бути погашені впродовж наступних 12 місяців, за останній рік збільшилися з 2.7 млрд дол. до 3.3 млрд дол. станом на кінець I кварталу 2018 року (2.1 млрд дол. з яких – майбутні виплати на користь МВФ). У результаті вперше з кінця 2016 року збільшилося співвідношення короткострокового боргу до валового.

Зменшення міжнародних резервів за I квартал 2018 року до 18.2 млрд дол. зумовило погіршення показників їх адекватності. Зокрема критерій покриття резервами майбутнього імпорту скоротився до 3.1 місяця (105% від норми). Після покращення протягом 2017 року співвідношення резервів до композитного критерію МВФ (ARA metrics) на кінець I кварталу 2018 року становило 63% від мінімально достатнього рівня. Співвідношення резервів до короткострокового боргу (критерій Гвідотті – Грінспена) зменшилося до 38.5%. Покриття резервами 20% широкої грошової маси, хоча й скорочується третій квартал поспіль, але, як і раніше, більше ніж удвічі перевищує порогове значення цього показника адекватності міжнародних резервів.

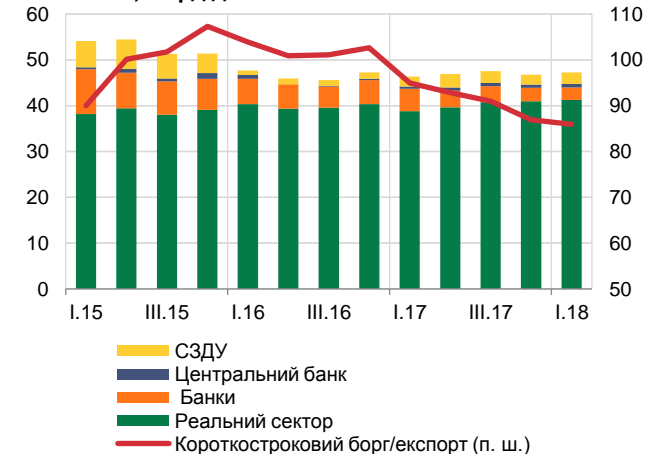
Отже попри покращення більшості показників зовнішньої заборгованості збільшення співвідношення короткострокового боргу до валового та погіршення показників адекватності міжнародних резервів указують на зростаючу вразливість України до зовнішніх шоків у короткостроковій перспективі.

**Валовий зовнішній борг, млрд дол.**



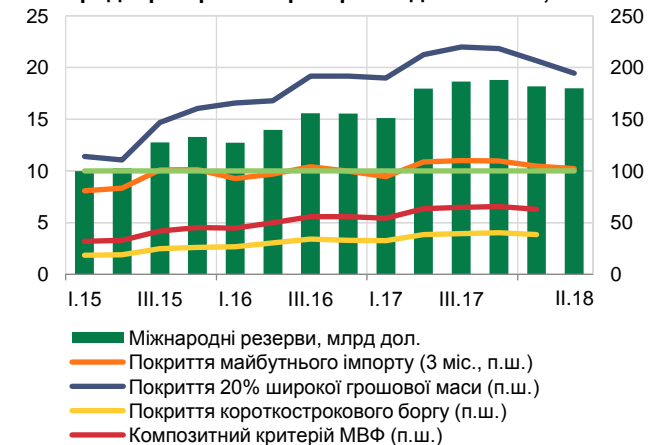
Джерело: НБУ.

**Короткостроковий борг за залишковим терміном погашення, млрд дол.**



Джерело: НБУ.

**Міжнародні резерви та критерії їх адекватності, %**



Джерело: НБУ.



Показники зовнішньої стійкості й адекватності міжнародних резервів	%	Показники зовнішньої стійкості й адекватності міжнародних резервів								
		I.16	II.16	III.16	IV.16	I.17	II.17	III.17	IV.17	I.18*
Зовнішній борг/ВВП		129.4	126.8	127.4	121.8	116.8	113.5	109.6	103.8	100.2
Зовнішній борг/експорт товарів і послуг		255.8	252.9	257.8	247.0	233.0	227.7	224.5	216.8	211.6
Короткостроковий борг/валовий борг		40.6	39.9	39.2	41.6	40.8	40.8	40.5	40.1	40.6
Короткостроковий борг/ВВП		52.6	50.6	50.0	50.6	47.6	46.3	44.4	41.6	40.7
Короткостроковий борг/експорт товарів і послуг		103.9	100.9	101.1	102.7	95.0	92.8	90.9	86.9	85.9
Відкритість економіки <sup>32</sup>		105.0	104.4	104.9	105.5	106.4	106.8	104.7	103.5	102.5
Резерви/короткостроковий борг		26.7	30.5	34.2	32.9	32.6	38.3	39.2	40.2	38.5
Резерви, композитний критерій МВФ		44.8	50.0	55.7	55.7	54.3	63.6	64.6	65.4	63.0
Покриття резервами 3 міс. майбутнього імпорту		92.8	96.9	104.2	99.6	94.5	108.7	110.0	109.8	104.7
Покриття резервами 20% широкої грошової маси		165.6	167.7	191.5	191.6	189.8	212.5	219.9	218.3	206.6
Поточний рахунок/ВВП, плинний		0.7	1.0	-1.2	-1.4	-0.8	-1.6	-1.6	-2.2	-2.2
Чиста міжнародна інвестиційна позиція/ВВП		-36.3	-34.4	-35.9	-30.3	-28.8	-26.1	-27.1	-23.7	-23.3

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

<sup>32</sup> Розраховано як співвідношення 12-місячної плинної суми експорту й імпорту до ВВП за відповідний період.

## 2.6. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ

У II кварталі 2018 року Правління НБУ залишило облікову ставку на рівні 17.0% річних. Після кількох підвищень у попередні квартали монетарні умови оцінювалися як досить жорсткі для зниження інфляції до середньострокових цілей на прогнозованому горизонті.

Як і раніше, процентні ставки за міжбанківськими кредитами та державними облігаціями в національній валюті демонстрували тісний зв'язок з обліковою ставкою. Через її збереження на незмінному рівні впродовж останніх місяців ефекти від попередніх підвищень поступово вичерпувалися, а незначні коливання процентних ставок на ринку головним чином відображали зміну кон'юнктури на окремих його сегментах.

Зростання процентних ставок за гривневими кредитами бізнесу у II кварталі 2018 року відображало головним чином посилення попиту на кредитні ресурси, що проявилось також у збільшенні залишків за кредитами, наданими НФК. Підвищення ставок за кредитами ДГ більше одного року було компенсовано зниженням вартості короткострокових позик. Зростаюча конкуренція банків за корпоративних клієнтів зумовила і підвищення дохідності гривневих депозитів для НФК, тоді як за депозитами ДГ вона залишилася практично на рівні попереднього кварталу з огляду на стійкий приплив коштів від ДГ.

Жорстка монетарна політика утримувала реальну дохідність гривневих облігацій однією з найвищих серед країн, ринки яких розвиваються. Завдяки цьому вплив погіршення зовнішніх умов на світових фінансових ринках для країн, ринки яких розвиваються, на український ринок був порівняно помірним, хоча й супроводжувався незначним відпливом іноземного капіталу з гривневих цінних паперів. За цих умов сприятлива зовнішня цінова кон'юнктура та зростання приватних грошових переказів сприяли зміцненню гривні до долара, на відміну від знецінення більшості валют країн, ринки яких розвиваються. У результаті гривня посилилася до кошика валют країн – ОТП України як у номінальному, так і в реальному вимірах, що сприяло послабленню інфляційного тиску з боку імпортованої інфляції.

### Процентні ставки

У II кварталі 2018 року Правління НБУ залишило облікову ставку на рівні 17.0% річних. Збереження протягом даного періоду облікової ставки на незмінному рівні зумовлено необхідністю утримання жорстких монетарних умов для зниження інфляції до середньострокових цілей на прогнозованому горизонті. Облікова ставка в реальному вимірі коливалася на рівні 7 – 9%, значно перевищуючи нейтральний рівень (див. вставку “Нейтральна реальна процентна ставка в умовах малої відкритої економіки: застосування для України” на стор. 43).

Вартість гривневих міжбанківських ресурсів, як і в попередні періоди, демонструвала тісний зв'язок з обліковою ставкою. В умовах утримання НБУ облікової ставки на незмінному рівні ефекти від попередніх її підвищень поступово вичерпувалися, а певні коливання процентних ставок на ринку відображали зміну кон'юнктури на окремих його сегментах. Так, з огляду на значні обсяги ліквідності у II кварталі 2018 року УІМС

Ключова ставка НБУ та її реальні виміри, % річних



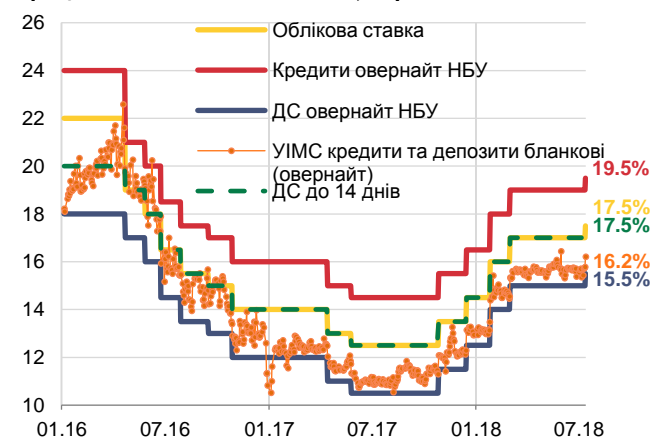
\* Середньомісячна ставка за ДС до 14 днів.

\*\* Дефльовано на очікування фінансових аналітиків щодо інфляції через 12 місяців.

# Дефльовано на фактичну річну базу інфляцію.

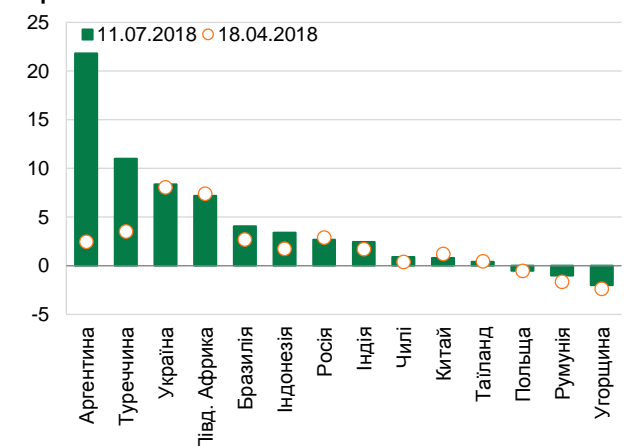
Джерело: розрахунки НБУ.

Процентні ставки НБУ та УІМС, % річних



Джерело: НБУ.

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



\* Реальна процентна ставка, розрахована як різниця між дохідністю залучених на первинному ринку однорічних облігацій уряду та прогнозом з інфляції на кінець 2018 року, для України – прогноз НБУ.

Джерело: DeKaBank, Consensus Economics, Thomson Reuters, розрахунки НБУ.

продовжував коливатися у вузькому діапазоні близько нижньої межі коридору ставок НБУ.

Дохідність строкових депозитів ДГ залишилася на рівні попереднього кварталу, а на вимогу – незначно знизилася. Останнє може пояснюватися зусиллями банків щодо поліпшення строкової структури депозитного портфеля на тлі збереження значного профіциту ліквідності і подальшого припливу коштів населення. За рахунок зростання конкуренції банків за корпоративних клієнтів у II кварталі 2018 року підвищилася і дохідність гривневих депозитів для НФК (як строкових, так і на вимогу).

Натомість вартість гривневих кредитів бізнесу у II кварталі 2018 року продовжувала зростати. Це відображало головним чином [посилення попиту на кредитні ресурси](#), насамперед на обігові цілі підприємств. [Підвищення стандартів кредитування](#) великими банками з огляду на зростання ризиків застави та погіршення очікувань платоспроможності споживачів на тлі погавлення автокредитування та кредитування на купівлю нерухомості зумовили незначне зростання ставок за кредитами ДГ більше одного року. Водночас це компенсувалося зниженням вартості короткострокових позик.

Попри високі процентні ставки, нерезиденти скорочували вкладення у гривневі цінні папери у II кварталі 2018 року. Відплив капіталу іноземних інвесторів був помірним та пов'язаний із переоцінкою очікуваної дохідності через зміцнення гривні з початку року та глобальним відпливом капіталу з ринків країн, що розвиваються. Стриманий попит на гривневі інструменти й обмежені інші джерела фінансування бюджету спонукали МФУ незначно підвищити їх дохідність за окремими строками та здійснити позапланові розміщення валютних ОВДП. У реальному вимірі дохідність облігацій у національній валюті все ще була однією з найвищих серед країн, ринки яких розвиваються. Водночас окремі з них, зокрема Аргентина і Туреччина, суттєво підвищили процентні ставки за державними запозиченнями з огляду на вплив капіталу на тлі посилення монетарної політики розвинутими країнами та зміцнення долара США.

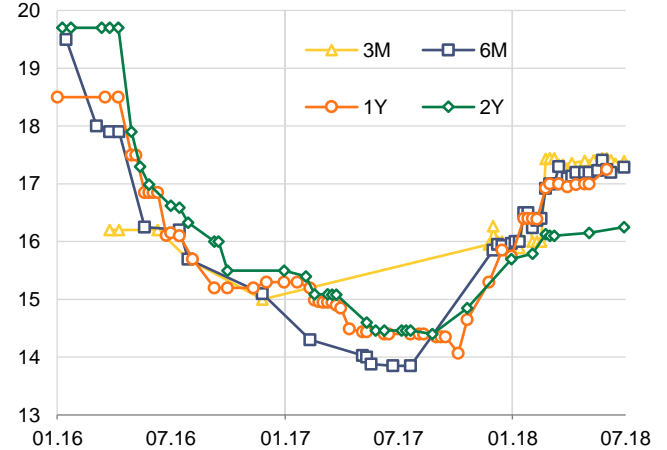
Водночас НБУ [вдосконалив](#) механізм первинного розміщення державних цінних паперів з метою активізації ринку ОВДП. Так, із 01.09.2018 року первинні дилери виконуватимуть функцію брокера для своїх клієнтів, купуючи ОВДП за первинного їх розміщення від свого імені, за дорученням та за рахунок своїх клієнтів. У разі несвоєчасного перерахування чи неперерахування коштів клієнтом зарахування облігацій відбуватиметься на власний рахунок первинного дилера. Також збільшено термін, протягом якого можуть надійти кошти від учасників розміщення за облігації (до п'яти робочих днів).

### Валютний ринок

У II кварталі 2018 року ситуація на валютному ринку залишалася сприятливою та характеризувалася зміцненням гривні до долара, на відміну від послаблення більшості валют країн, ринки яких розвиваються. За результатами II кварталу 2018 року, середній обмінний курс гривні до долара посилювався на 4.2% порівняно з попереднім кварталом. А на кінець червня офіційний обмінний курс гривні до долара ревальювався по відношенню до початку року на 6.7%.

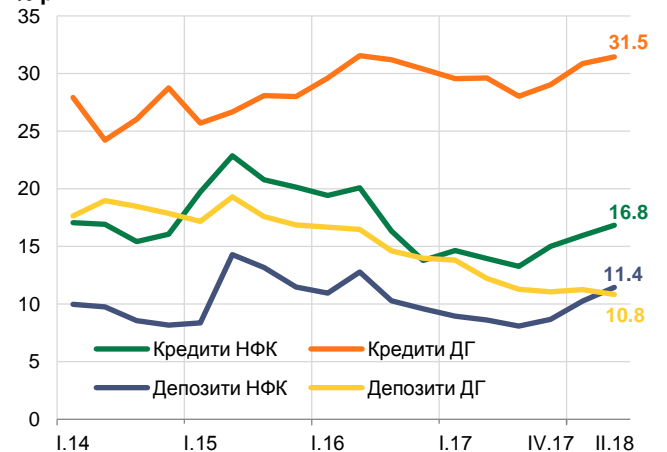
Зміцненню гривні сприяла жорстка монетарна політика, завдяки якій реальна дохідність гривневих облігацій

**Дохідність ОВДП на первинному ринку, % річних**



Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

**Оцінка банками зміни кредитного попиту економічних суб'єктів, %**

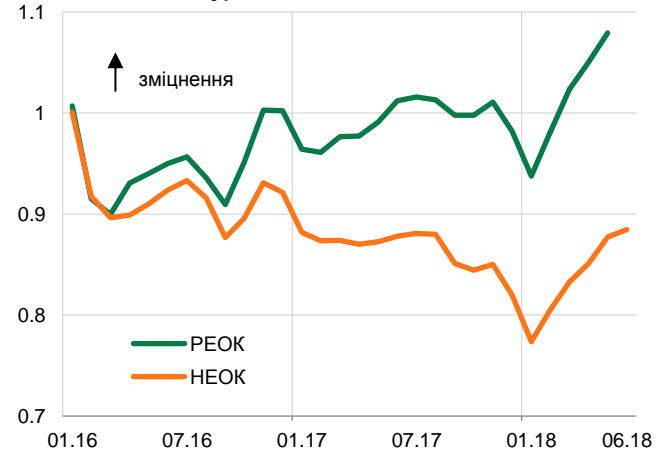


Джерело: Опитування про умови кредитування (квітень 2018 року).

залишалася однією з найвищих серед країн, ринки яких розвиваються, що утримувало вплив іноземного капіталу з ОВДП на помірному рівні. Також зміцнення гривні підтримували загалом сприятлива зовнішня цінова кон'юнктура та зростання приватних грошових переказів, що разом зі стабілізацією курсових очікувань зумовили суттєве зростання пропозиції готівкової іноземної валюти. Водночас попит на готівкову іноземну валюту залишився практично на рівні попереднього кварталу. Це дало змогу НБУ купувати іноземну валюту для поповнення міжнародних резервів. Сальдо операцій із купівлі НБУ іноземної валюти у II кварталі 2018 року було додатним та становило близько 508 млн дол. (1.3 млрд дол. з початку року).

Зміцнення гривні до долара на тлі послаблення більшості валют країн – ОТП України зумовило суттєве посилення НЕОК гривні в квітні-травні 2018 року. В річному вимірі він зміцнився на 0.6%. Разом із значним перевищенням інфляції в Україні порівняно з країнами-партнерами це зумовило істотніше зміцнення РЕОК гривні, порівняно із прогнозом (до 8.8% р/р).

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



Джерело: НБУ.

### НОВА МОДЕЛЬ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ

Президент України 21 червня 2018 року підписав Закон України "Про валюту і валютні операції", покликаний забезпечити перехід до нової сучасної моделі валютного регулювання, що ґрунтується на принципі "дозволено все, що прямо не заборонено законом". Закон спрямований на поліпшення інвестиційного клімату й інвестиційної привабливості України. Його прийняття сприятиме пришвидшенню подальшої лібералізації валютного регулювання з кінцевою метою – запровадження вільного проведення валютних операцій суб'єктами ринку. Водночас передбачається, що скасування валютних обмежень відбуватиметься поступово за наявності сприятливих макроекономічних умов.

Крім того, закон залишає НБУ можливість вчасно та ефективно реагувати на ознаки кризи, а саме: нестійкий фінансовий стан банківської системи, погіршення стану платіжного балансу України та інші кризові явища, що загрожуватимуть фінансовій стабільності, а також запобігати їй розгортанню шляхом запровадження первинних заходів захисту строком до шести місяців.

Закон набрав чинності 7 липня 2018 року та вводиться в дію 7 лютого 2019 року.

Детальніша інформація щодо нововведень, які передбачаються законом, міститься за [посиланням](#) та на сайті Верховної Ради України.

#### Основні принципи нової моделі валютного регулювання

Принцип	Коментар
Свобода проведення валютних операцій	дозволено все, що прямо не заборонено законом
Усі розрахунки в гривні, крім	іноземних інвестицій, фін. послуг банків, небанківських фін. установ та національного оператора поштового зв'язку, інших, визначених НБУ
Лише два типи ліцензій	банківська (містить у собі і валютну) валютна – для небанківських фінансових установ
Валютний нагляд	органи: НБУ, ДФС агенти: уповноважені установи
Антикризові заходи та короткострокові валютні обмеження	вводяться на строк до 6 місяців

Джерело: Закон України "Про валюту і валютні операції".

### Базові гроші та ліквідність<sup>33</sup>

Протягом поточного року в банківській системі зберігався значний профіцит ліквідності, який у II кварталі 2018 року продовжував зростати, перевищивши показники I кварталу 2018 року та відповідного кварталу минулого року. Як і в попередньому кварталі, це відображалось у прискореному збільшенні середньоденних залишків коштів на депозитних сертифікатах (на 22.1% кв/кв), тоді як середньоденні залишки коррахунків банків протягом останніх трьох кварталів залишаються практично незмінними.

Головним джерелом надходження ліквідності до банківської системи у II кварталі 2018 року стали операції уряду. Через

<sup>33</sup> Інформація надається за оперативними даними.



прискорене зростання бюджетних видатків уряд перетворився на чистого постачальника ліквідності. Вплив цих операцій на ліквідність банківської системи оцінено на рівні 20.8 млрд грн<sup>34</sup>. Крім того, одним з основних факторів розширення ліквідності банківської системи другий квартал поспіль залишалися операції НБУ з купівлі іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів (13.2 млрд грн). Водночас його вплив у II кварталі 2018 року зменшився порівняно з попереднім кварталом.

Традиційно для цього періоду ліквідність вилучалася через зростання обсягу готівки (на 24.2 млрд грн). Крім того, ліквідність продовжувала поглинатися і через погашення банками раніше отриманих кредитів рефінансування (3.4 млрд грн) та операції ліквідаторів банків і ФГВФО (у цілому 2.9 млрд грн).

Зростання обсягу готівки та рівня коррахунків банків станом на кінець червня сприяло збільшенню грошової бази в II кварталі 2018 року на 6.8% порівняно з I кварталом 2018 року. У річному вимірі її зростання уповільнилося до 10.0%.

### Грошова маса та її компоненти

За підсумками квітня-травня 2018 року тривало прискорення зростання гривневих депозитів у банківській системі (до 15.9% р/р у травні). Цьому сприяло активне розширення банками депозитного портфеля ДГ та відновлення припливу коштів НФК. Найбільшим попитом як серед ДГ, так і серед НФК протягом квітня-травня 2018 року користувалися депозити на вимогу та строком до одного року, тоді як залишки за депозитами з довшим строком знижувалися. Це може пояснюватися вирівнюванням кривої дохідності за депозитами з огляду на зростання невизначеності через значні майбутні витрати уряду на тлі відтермінування отримання офіційного міжнародного фінансування.

Поліпшення фінансових результатів підприємств сприяло стрімкому збільшенню залишків коштів НФК протягом квітня-травня 2018 року (на 7.8% кв/кв) та прискоренню річних темпів їх приросту (до 11.6%). Головним чином зростали кошти на вимогу, накопичення яких зумовлено збільшенням потреби підприємств у оборотному капіталі.

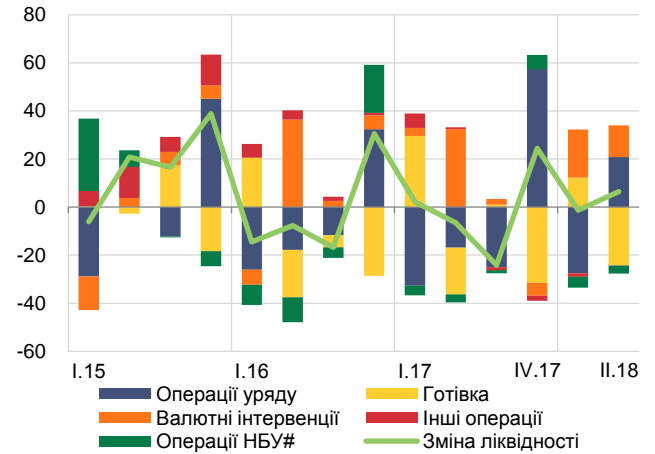
Депозити ДГ за результатами двох місяців також зросли, хоча й дещо нижчими темпами (2.8% кв/кв та 19.4% р/р), що відображає сезонне збільшення витрачання коштів у період травневих свят. Активному залученню коштів ДГ сприяли високі темпи зростання реальної заробітної плати і збільшення привабливості депозитів у національній валюті на тлі зміцнення гривні.

Завдяки зростанню депозитів річні темпи приросту грошової маси пришвидшилися до 10.0% у травні 2018 року. Відповідно до [Опитування про умови кредитування \(за квітень 2018 року\)](#) більшість банків очікує подальшого припливу депозитів у наступні 12 місяців.

### Кредити

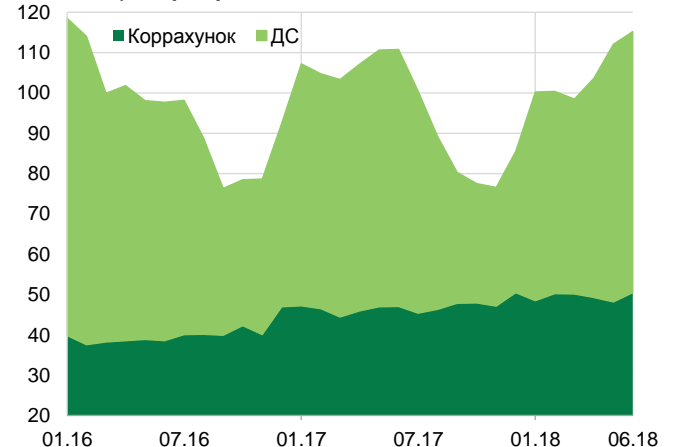
У квітні-травні 2018 року банки продовжили поступово нарощувати гривневе кредитування (зростання залишків прискорилося до 16.9% р/р). Найбільше зростали обсяги

### Фактори впливу на зміну\* ліквідності банків\*\*, млрд грн



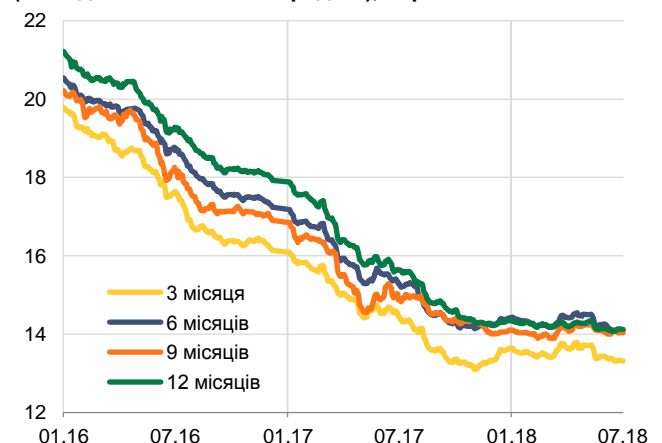
\* Зміна залишків коштів на кінець кварталу до попереднього кварталу.  
 \*\* Ліквідність банків включає депозитні сертифікати НБУ та коррахунки банків.  
 # Крім операцій із депозитними сертифікатами.  
 Джерело: НБУ.

### Ліквідність банківської системи (середньоденні залишки за місяць), млрд грн



Джерело: НБУ.

### Український індекс ставок за депозитами фізичних осіб (п'ятиденний ковзний середній), % річних



Джерело: Thomson Reuters.

<sup>34</sup> Вплив фіскальних факторів на зростання ліквідності банківської системи розраховано на основі таких головних чинників, з них: збільшення залишків коштів на СКР (на 1.1 млрд грн), перерахування НБУ частини прибутку до бюджету (38.0 млрд грн), платежів уряду НБУ за своїми зобов'язаннями (13.8 млрд грн).

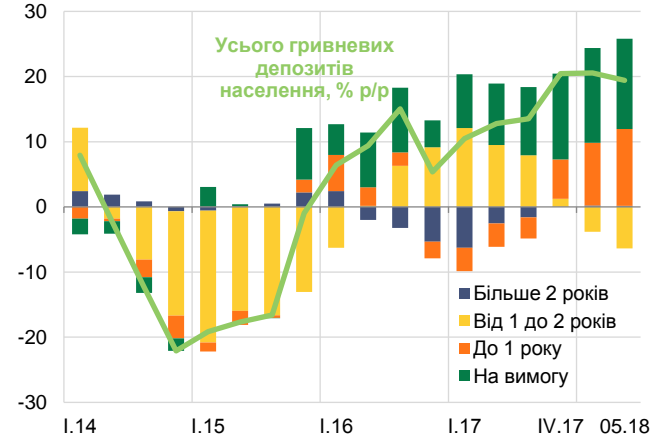
кредитування ДГ, передусім завдяки споживчим позикам. Високими темпами зростала видача кредитів на придбання транспортних засобів та інші споживчі потреби населення. Крім того, збільшився попит і на іпотеку. Зростанню попиту на кредити з боку ДГ, поміж іншого, сприяло збільшення доходів населення. Крім того, попит на кредити підживлювало зростання витрат на товари тривалого вжитку разом із поліпшенням споживчих настроїв на тлі певного пом'якшення стандартів кредитування (передусім у споживчому сегменті).

Також зростав попит на кредити і з боку НФК, що може пояснюватися збільшенням потреби в обіговому капіталі та капітальних інвестиціях. Лідерами такого приросту у квітні-травні 2018 року були підприємства переробної промисловості, сільського господарства, а також оптової та роздрібною торгівлі.

Залишки за кредитами в іноземній валюті (у доларовому еквіваленті), наданими НФК, також демонстрували незначне зростання (3.2% р/р).

Банки і надалі [оптимістично оцінюють перспективи кредитування](#) та планують і в подальшому нарощувати кредитний портфель. Цьому, серед іншого, сприятиме законопроект щодо відновлення кредитування, схвалений Верховною Радою України. Зокрема, з одного боку він спростить доступ до банківського кредитування для фізичних та юридичних осіб, а з іншого – дозволить банкам знизити ризики під час здійснення кредитування. Крім того, він покликаний усунути прогалини в законодавстві, які дають змогу уникати відповідальності за неповернення заборгованості за кредитами. Детальніша інформація щодо згаданого законопроекту міститься за [посиланням](#) та на сайті Верховної Ради України.

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



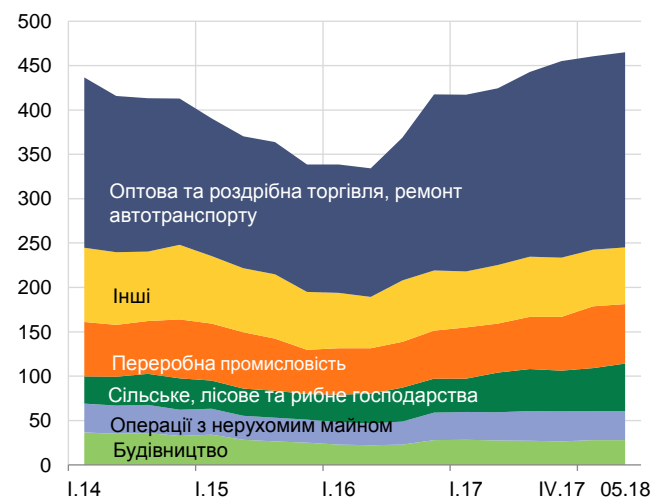
Джерело: НБУ.

Річна зміна залишків за гривневими кредитами, наданими ДГ, 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: НЕЙТРАЛЬНА РЕАЛЬНА ПРОЦЕНТНА СТАВКА В УМОВАХ МАЛОЇ ВІДКРИТОЇ ЕКОНОМІКИ: ЗАСТОСУВАННЯ ДЛЯ УКРАЇНИ<sup>35</sup>

За режиму інфляційного таргетування (далі – ІТ) в основі прийняття рішень з питань монетарної політики та, відповідно, зміни стану монетарних умов лежить прогноз інфляції. В умовах реалізації НБУ монетарної політики на засадах ІТ облікова (ключова) ставка є основним монетарним інструментом, а ставка овернайт на міжбанківському ринку – операційною ціллю. Якщо прогнозована інфляція знаходиться вище цільового рівня, то для її стримування проводиться політика "дорогих грошей", тобто процента ставка підвищується. І навпаки за нижчого прогнозованого показника інфляції порівняно із цільовим рівнем проводиться політика "дешевих грошей", коли процентна ставка знижується. У кінцевому підсумку за допомогою зміни процентної ставки центральний банк впливає на такі макроекономічні показники, як ВВП та інфляція.

Для аналізу монетарних умов важливе значення має визначення реальної нейтральної (рівноважної) ставки – рівня реальної короткострокової безризикової ставки, який узгоджується з потенційним випуском та інфляцією на цільовому рівні після вичерпання ефектів усіх циклічних шоків. Згідно із правилом Тейлора (Taylor, 1993), реальна процентна ставка повинна перевищувати 2-відсоткову "нейтральну" реальну ставку за перевищення інфляцією цілі і навпаки бути нижчою за інших рівних умов. Незважаючи на те, що в праці Тейлора минула інфляція слугує індикатором очікуваної інфляції, багато центральних банків використовують інфляційні прогнози, фактично спираючись на режим таргетування інфляційного прогнозу (Svensson, 1997).

На практиці розрахунок нейтральної процентної ставки є нелегким завданням для творців монетарної політики. По-перше, цей показник – неспостережуваний та оцінюється на основі інших економічних показників, часто з високим рівнем невизначеності. По-друге, в той час як нейтральна процентна ставка має за визначенням відображати повільні довгострокові структурні фактори, вони є вельми нестійкими, особливо в економіках із ринками, що розвиваються, які зазнають впливу швидких структурних змін і періодичних фінансових потрясень.

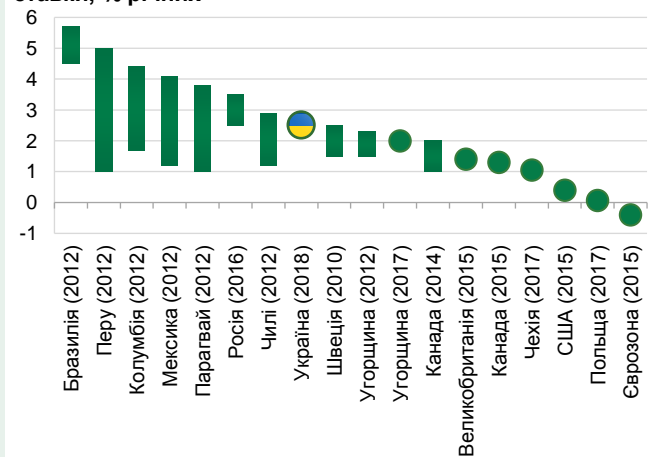
Тема вимірювання реальних нейтральних процентних ставок привернула широку увагу дослідників, зі значним акцентом на розвинутих економіках, де низькі процентні ставки не змогли надати необхідного економічного стимулу. Дослідження вказують, що причина цього – суттєве зниження, навіть до негативних рівнів, нейтральних процентних ставок. У працях Holston et al. (2017), Ball et al. (2016), Carvalho et al. (2016) основними факторами, які є причиною зниження реальної нейтральної процентної ставки в розвинутих економіках, визначено демографічні тенденції (зростання частки старшого та зорієнтованого на заощадження населення), а також уповільнення зростання продуктивності, загальний надлишок заощаджень і стабільно низький попит на капітал.

Серед нещодавніх досліджень щодо оцінки нейтральних процентних ставок в економіках, що розвиваються, слід відзначити працю Stefański (2017), який вносить певні нові елементи до методу Laubach and Williams (2003), застосовуючи його до економік Центрально-Східної Європи (ЦСЄ). Дослідник доходить висновку, що рівень нейтральних процентних ставок у країнах ЦСЄ знизився порівняно з докризовим періодом (до 2008 року) внаслідок ефектів перенесення з розвинутих економік. Основним джерелом такого перенесення є уповільнення зростання потенційного ВВП внаслідок впливу глобальних факторів. Старіння населення в ЄС також посприяло зниженню нейтральних процентних ставок, що, правда, вплив цього фактора другорядний.

Останні емпіричні дослідження розвинутих економік та економік, що розвиваються, вказують на доволі низький рівень нейтральних процентних ставок – від 0 до 2%. Це відображає значну глобальну ліквідність та інші внутрішні і зовнішні фактори, зазначені в емпіричних дослідженнях вище. Їхні середні оцінки є близькими до 2%. Бразилія має показник близько 5%, однак це, швидше, виняток, оскільки історично тут був найвищий рівень процентних ставок у регіоні.

В основу методології розрахунку реальної нейтральної ставки для України покладено рівняння непокритого паритету процентних ставок, а всі розрахунки здійснено за допомогою Квартальної прогнозної моделі НБУ (далі – КПМ). КПМ – це невелика напівструктурна модель із раціональними очікуваннями. Основні її риси описано в працях Ніколайчука і Шоломицького (2015) та Грюя і Лепушинського (2016). Нині подібні моделі використовують центральні банки Вірменії, Румунії, Сербії, Словаччини та багатьох інших країн.

Міжнародні оцінки нейтральної реальної процентної ставки, % річних



Джерело: Magud and Tsounta (2012), Kreptsev et al. (2016), Baksa et al. (2013), Stefański (2017), Sveriges Riksbank (2010), Mendes (2014), Laubach and Williams (2017).

<sup>35</sup> Короткий виклад результатів дослідження, опублікованого в статті Грюй, Лепушинський, Ніколайчук (2018) у Віснику Національного банку України №243.

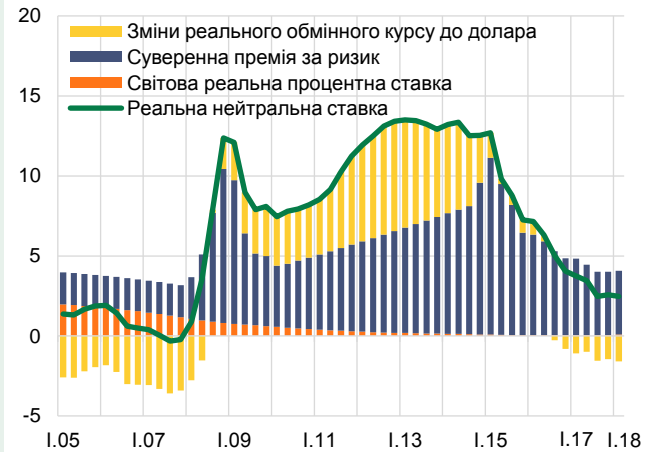
Реальна нейтральна процентна ставка визначається в процесі взаємодії попиту на інвестиції та пропозиції заощаджень. Особливість малої відкритої економіки, якою є Україна, полягає в тому, що пропозиція заощаджень визначається за її межами – на світових ринках. Тому ціна ресурсів значною мірою залежить від зовнішніх умов. Водночас ключовими внутрішніми факторами є премія за суверенний ризик (яка залежить від фіскальної та зовнішньої стійкості, політичної нестабільності, ефективності роботи банківського сектору, демографічних змін) та очікувані зміни реального обмінного курсу.

Рівень нейтральної процентної ставки для України близький до результатів, отриманих [Magud and Tsounta \(2012\)](#) для більшості латиноамериканських країн. Результати оцінки свідчать, що нейтральна процентна ставка в Україні істотно коливалася протягом періоду дослідження. Протягом останніх 12 років вона була досить мінливою, що здебільшого зумовлено значною волатильністю розміру премії за ризик. Водночас на динаміку нейтральної ставки також суттєво вплинули зміна реального обмінного курсу та іноземна нейтральна ставка. Проте у 2016 та 2017 роках показник нейтральної ставки в Україні знизився до 2.5%, що було зумовлено зменшенням суверенної премії за ризик та поверненням до тренду посилення реального обмінного курсу внаслідок відновлення зростання продуктивності.

Згідно з прогнозами довгострокової нейтральної процентної ставки, здійсненими на основі передбачень щодо продуктивності, демографічних тенденцій, змін реального обмінного курсу та премії за ризик, вона поступово знижуватиметься з 2.5% на початку 2018 року до 2% у реальному вимірі, або до 7% у номінальному вимірі за середньострокової інфляційної цілі на рівні 5%. Водночас рівень реальної нейтральної ставки в довгостроковій перспективі є об'єктом невизначеності через можливі коливання її складових: настрої інвесторів можуть змінити рівень суверенної премії за ризик, а швидші темпи економічного зростання у світі можуть зумовити підвищення нейтральної процентної ставки до докризового рівня.

Розрахунок нейтральної ставки надає корисний інструмент для аналізу політики. Наприклад, він свідчить, що в минулому (до запровадження режиму інфляційного таргетування) короткострокові процентні ставки були нижчими від нейтральної ставки впродовж тривалого часу. Такий виразно акомодуючий характер монетарної політики був причиною валютних криз та сплесків інфляції в Україні. Із початку 2016 року НБУ утримує облікову ставку в реальному вимірі вище рівня нейтральної процентної ставки, що забезпечує дезінфляційні процеси згідно з проголошеним режимом інфляційного таргетування. У середньостроковій перспективі облікова ставка НБУ має залишатися на рівні, достатньо вищому за нейтральну процентну ставку, з метою забезпечення дезінфляції та стабілізації очікувань на рівні, близькому до інфляційних цілей.

Декомпозиція реальної нейтральної процентної ставки, % річних



Джерело: Федеральний резервний банк Сан-Франциско, НБУ, власні розрахунки.

Оцінка стану монетарної політики України, % річних



\* Дефльовано на узгоджені з моделлю інфляційні очікування.  
Джерело: НБУ, власні розрахунки.



### 3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІЧНОЇ СИТУАЦІЇ В УКРАЇНІ

#### 3.1. ПРИПУЩЕННЯ ПРОГНОЗУ

Зростання глобальної економіки у 2018 – 2020 роках продовжиться високими темпами, однак поступово уповільнюватиметься як у розвинутих економіках, так і у більшості країн – експортерів сировинних і промислових товарів. Для розвинутих економік це пов'язано із швидким старінням населення та низьким рівнем зростання продуктивності, для країн, ринки яких розвиваються, – з підвищенням їх вразливості до дестабілізуючої волатильності на фінансових ринках. Додатково стримуючими факторами можуть виступати: збільшення глобального протекціонізму, зумовлене введенням США імпорتنних тарифів на сталь та алюміній, що викликало ланцюгову реакцію інших країн, та зростання цін на нафту, спричинене геополітичною напруженістю на Близькому Сході.

Натомість суттєву підтримку зростанню світової економіки надаватимуть збільшення інвестицій, відносно високі ціни на товарних ринках та активізація світової торгівлі. Так, за розрахунками експертів ЄЦБ, протягом останніх півтора року глобальна торгівля увійшла в циклічне відновлення. Світовий імпорт збільшився більш ніж на 5% у 2017 році, що на 1.5 в. п. вище середнього показника 2011 – 2016 років. Причому темпи зростання світового імпорту вперше за три роки випереджали темпи зростання економічної активності. Вагомим фактором такої динаміки було циклічне зростання в інвестиціях (глобальні інвестиції останні квартали збільшувалися темпами, близькими до їх докризового середнього значення)<sup>36</sup>.

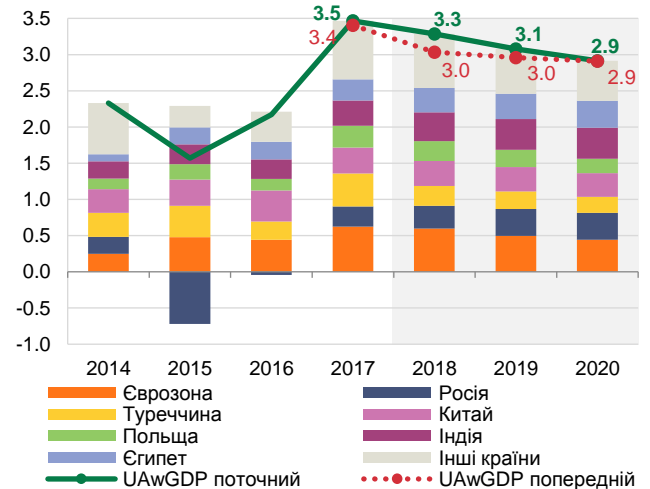
Зростання економіки США продовжуватиметься високими темпами завдяки вивільненню додаткових коштів через зменшення податкового тиску та зростання бюджетних видатків, зміцненню ринку праці через зменшення безробіття та зростання заробітних плат.

Економіка Єврозони зростатиме стійкими темпами, незважаючи на певне уповільнення в середньостроковій перспективі. Підтримку надаватимуть поліпшення на ринку праці завдяки збільшенню витрат підприємств на робочу силу, зростання кредитування приватного сектору, спричинене низькими процентними ставками та сприятливими банківськими умовами кредитування.

У результаті очікується пришвидшення інфляційних процесів і відповідна нормалізація монетарної політики в розвинутих країнах. Зокрема, передбачається подальше підвищення процентної ставки ФРС та поступове скорочення обсягу активів на її балансі. ЄЦБ уже оголосив про поступове скорочення своєї програми кількісного пом'якшення, підвищення його процентних ставок наразі прогнозується в другому півріччі 2019 року.

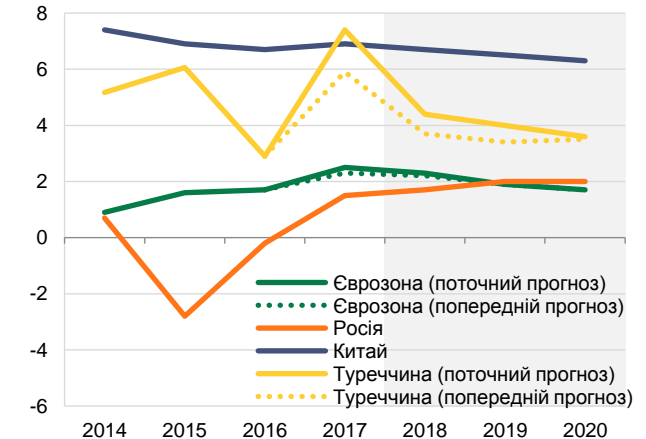
Такий розвиток подій зменшуватиме попит на ризикові фінансові активи серед інвесторів і відповідно зумовлюватиме більш жорсткі фінансові умови для країн, що розвиваються. Уже в першому півріччі 2018 року на тлі зміцнення долара США посилюється тиск на фінансові ринки цих країн, особливо тих, що мали найбільший рівень

Внески країн – ОТП України в річну зміну UAWGDP, %



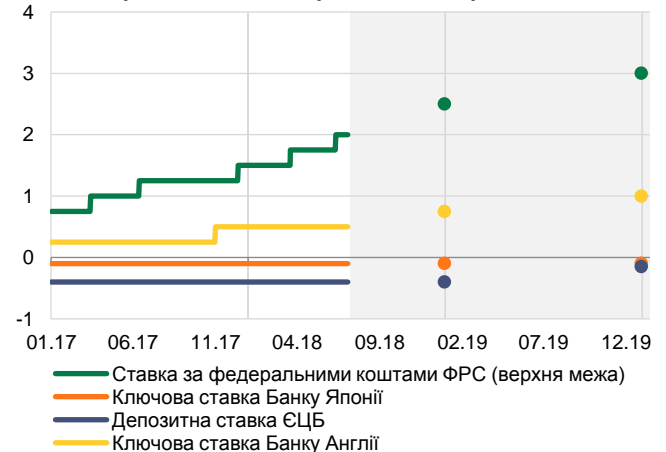
Джерело: оцінка та розрахунки НБУ на основі даних МВФ.

Реальний ВВП\* окремих країн – ОТП України, % річна зміна



\* Прогнози ВВП уточнені з урахуванням нових даних національних статистичних агенцій  
Джерело: оцінка НБУ.

Ключові процентні ставки провідних центральних банків, %



Джерело: офіційні сторінки центральних банків, розрахунки НБУ на основі Bloomberg.

<sup>36</sup> <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb201803.en.html#IDofBox1>.

зовнішньої вразливості, – Аргентини та Туреччини. Однак загалом країни, що розвиваються, наразі більш підготовлені до протидії фінансовому тиску, ніж, наприклад, напередодні азійської кризи кінця 90-х років чи глобальної фінансової кризи 2007 – 2008 років. Зокрема, ці країни мають більші міжнародні резерви, нижчі дефіцити поточного рахунку, використовують режими більш гнучкого обмінного курсу та мають у своєму арсеналі системніші макропруденційні інструменти.

У цих умовах очікується помірніші темпи економічного зростання в країнах ЦСЄ, Туреччині та Китаї на тлі уповільнення зростання експорту та зниження позитивного ефекту від заходів бюджетної підтримки. Натомість низка країн СНД підвищуватиме економічну активність завдяки поступовому зростанню цін на енергоресурси та пом'якшенню внутрішньої монетарної політики.

Стабільний розвиток світової економіки підтримуватиме ціни на світових товарних ринках. Відповідно зовнішня цінова кон'юнктура для українських експортерів після певних коригувань у II кварталі 2018 року стабілізується з подальшим слабким висхідним трендом на окремі товари.

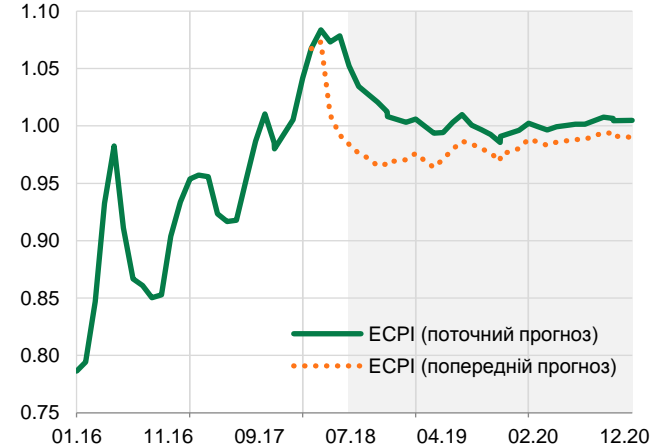
Очікується, що ціни на чорні метали залишатимуться високими на більшості регіональних ринків завдяки зростанню світового попиту на них. Так, за оцінками World Steel Association, світове споживання сталі у 2018 році зросте на 1.8% р/р. В Європі, за оцінками Eurofer, попит може зрости на 1.9% р/р, а в 2019 – ще на 1.6% р/р. Одночасно стабільно високим залишатиметься і попит у деяких країнах Південно-Східної Азії, зокрема Індії та Китаї завдяки продовженню реалізації ряду інфраструктурних проектів. Зростання попиту в США очікується на рівні 1.5 – 2.5%, у Бразилії – на 6.5 – 7.5% насамперед за рахунок активізації будівництва.

Разом з тим подальша ескалація торгової війни між США та Китаєм несе високі ризики, оскільки може суттєво стримати ділову активність на всіх регіональних ринках. Зокрема, у разі введення США 20% податку на європейські автомобілі та іншу продукцію автопромисловості ринок сталі ризикує увійти в затяжну рецесію з достатньо істотними взаємними збитками як для США, так і Європи.

Ціни на залізну руду у середньостроковій перспективі можуть знизитися до 55 – 60 дол./т з огляду на суттєве розширення світової пропозиції, особливо з боку Австралії, Бразилії, Індії. Зокрема ряд великих корпорацій уже анонсували початок нових великих залізородних проектів з метою заміни виснажених родовищ новими. Додатковим фактором стане уповільнення попиту на певних територіях через наростання торгового конфлікту між США та Китаєм.

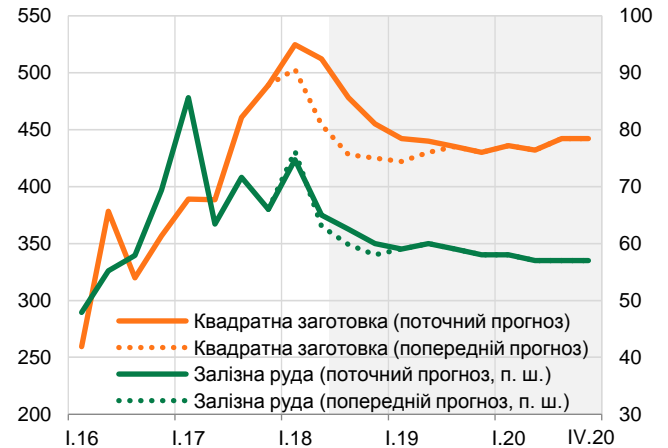
Світові ціни на зернові поступово зростатимуть на тлі прискорення зростання світового споживання та факторів з боку пропозиції. Зокрема, у 2018/2019 МР глобальне виробництво пшениці знижуватиметься на 1.8% р/р<sup>37</sup>. Занепокоєння щодо більш низького врожаю в деяких районах вирощування пшениці (Росії, Індії, Пакистані) продовжуватиме підтримувати ціни. Натомість це нівелюватиметься зростанням врожаю у США, Аргентині, Австралії та Канаді. Обсяги світового споживання зростуть

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



Джерело: розрахунки НБУ.

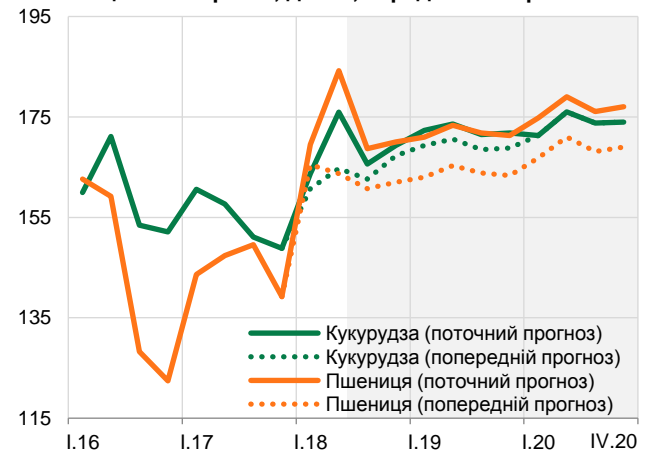
**Світові ціни на чорні метали та залізну руду\*, дол./т, середні за квартал**



\*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.

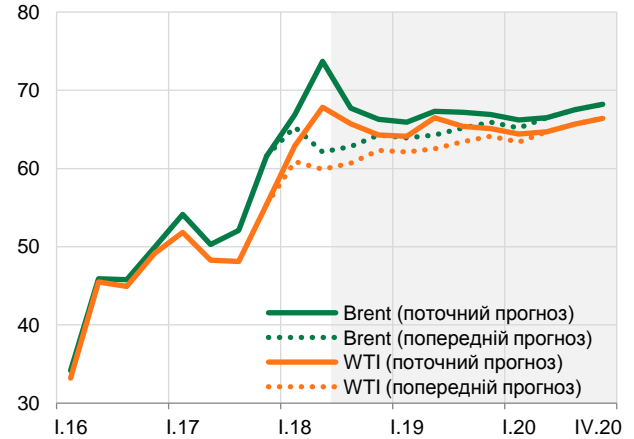
<sup>37</sup> USDA "Grain: World Markets and Trade" (June 2018).

на 1% р/р, що може призвести до скорочення перехідних запасів на 2.3%.

Натомість обсяги світового виробництва кукурудзи у 2018/2019 МР, за оцінками USDA, зростуть на 1.7% р/р. Таке зростання буде підтримане поліпшенням урожайності в Китаї, Аргентині, Росії та Україні. Натомість відбудуватиметься зменшення врожайності в США та ЄС на тлі скорочення посівних площ у зв'язку з переходом фермерів на вирощування більш прибуткових культур та Бразилії, де затяжна посуха може призвести до зниження другого врожаю. Світове споживання продовжуватиме зростати швидшими темпами (на 1.9% р/р) та за обсягами другий рік поспіль перевищуватиме обсяги виробництва. У результаті обсяги перехідних запасів зменшаться майже на 20% р/р.

На світовому ринку нафти в найближчі місяці ціни змінюватимуться у відносно вузькому діапазоні. Підтримку цінам на нафту надаватимуть зростання попиту (близько 1.5% щороку), перебої з постачанням через геополітичні конфлікти на Близькому Сході, скорочення обсягів виробництва нафти Венесуелою через економічну кризу, зменшення обсягів експорту нафти Іраном через санкції, зниження товарних запасів нафти у світі. Натомість стримуватимуть зростання цін збільшення обсягів виробництва нафти країнами – членами угоди ОПЕК+ у рамках останніх домовленостей та збільшення виробництва сланцевої нафти в США і Канаді.

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. м³	нафта Brent, за бар.	експорт чорних металів, за т	експорт зернових, за т
<b>2014</b>	-0.2	11.4	0.8	1.3	0.7	2.4	1.33	38.3	292.5	99.1	481.5	201.2
<b>2015</b>	0.2	12.9	0.7	2.1	-2.8	2.6	1.11	61.0	274.0	52.5	336.1	166.9
<b>2016</b>	1.1	5.4	2.1	1.8	-0.2	1.6	1.11	67.1	200.9	43.9	299.4	153.4
<b>2017</b>	1.4	2.5	2.1	2.5	1.5	2.3	1.13	58.3	231.5	54.5	411.0	155.3
<b>2018</b>	1.5	3.7	2.0	2.3	1.7	2.5	1.21	59.6	269.9	68.6	466.4	172.4
<b>2019</b>	1.6	4.0	2.0	1.9	2.0	2.2	1.20	60.0	279.4	66.8	426.3	173.7
<b>2020</b>	2.0	4.0	2.0	1.7	2.0	2.2	1.20	60.0	280.1	67.1	436.2	176.4
зміна за рік, %												
<b>2015</b>							-16.5	59.3	-6.3	-47.0	-30.2	-17.0
<b>2016</b>							0.0	10.0	-26.7	-16.4	-10.9	-8.2
<b>2017</b>							1.8	-13.1	15.2	24.1	37.3	1.4
<b>2018</b>							7.1	2.2	16.6	25.9	13.5	11.0
<b>2019</b>							-0.8	0.7	3.5	-2.6	-8.6	0.8
<b>2020</b>							0.0	0.0	0.2	0.4	2.3	1.6

\* У середньому за рік.

\*\*Середньозважені за обсягами, за винятком нафти.

### 3.2. ІНФЛЯЦІЙНИЙ РОЗВИТОК

У 2018 році прогноз інфляції залишився незмінним – 8.9%, тоді як прогноз базової інфляції був знижений до 7.1%. Більш швидке, ніж прогнозувалося, уповільнення інфляції у травні-червні поточного року буде нівельовано в другому півріччі через посилення впливу проінфляційних чинників. Адже наприкінці року очікується більш суттєве, ніж передбачалося раніше, підвищення адміністративно регульованих цін і тарифів через наближення цін на газ на внутрішньому ринку до ціни імпортного паритету. Цей чинник також впливатиме на рівень інфляції і впродовж перших трьох кварталів наступного року, що не дасть змогу НБУ привести її в межі цільового діапазону раніше IV кварталу 2019 року.

Водночас на рівень інфляції в другій половині 2018 та у 2019 році буде тиснути низка факторів, ефекти яких, на відміну від підвищення адміністративно регульованих цін і тарифів, мають більш фундаментальний характер. Серед них:

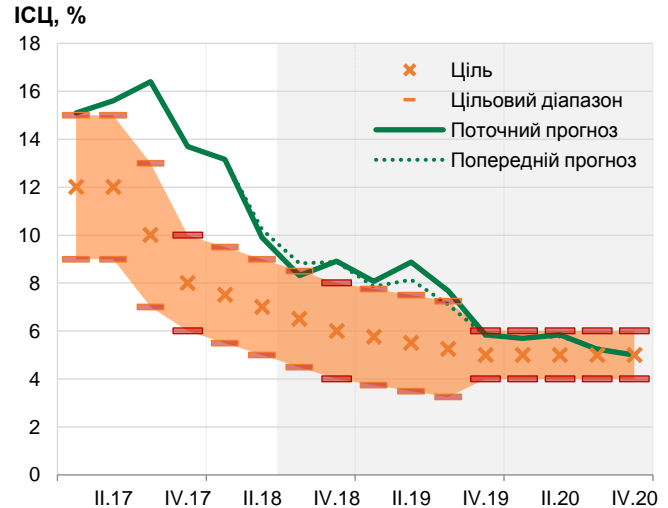
- активне зростання споживчого попиту за рахунок збільшення доходів населення (від підвищення соціальних стандартів, подальшого зростання заробітної плати та переказів з-за кордону через посилення трудової міграції);
- інфляційні очікування, які продовжують перевищувати інфляційні цілі НБУ;
- зниження інтересу інвесторів до українських суверенних зобов'язань унаслідок глобальної тенденції виходу інвесторів з активів країн, що розвиваються, та відтермінування отримання фінансування за програмою співпраці з МВФ.

Проведення жорсткої монетарної політики компенсуватиме дію цих чинників і стане одним з ключових факторів, який дасть змогу привести інфляцію в межі цільового діапазону в IV кварталі 2019 року. Також цьому сприятимуть стримана фіскальна політика через бюджетні обмеження за значних обсягів погашень державного боргу, помірні темпи імпортованої інфляції за відносно низької курсової волатильності та зменшення внеску адміністративної складової інфляції.

Серед інших чинників відзначається певне послаблення тиску з боку цін на продовольчі товари в поточному році. Особливо це стосується цін на фрукти та овочі. Водночас за окремими продуктами (зокрема, масло, яйця) сильний зовнішній попит, наближення українських цін на продовольство до цін у країнах-сусідах, розширення експортних можливостей вітчизняних підприємств стимулюватимуть зростання цін високими темпами

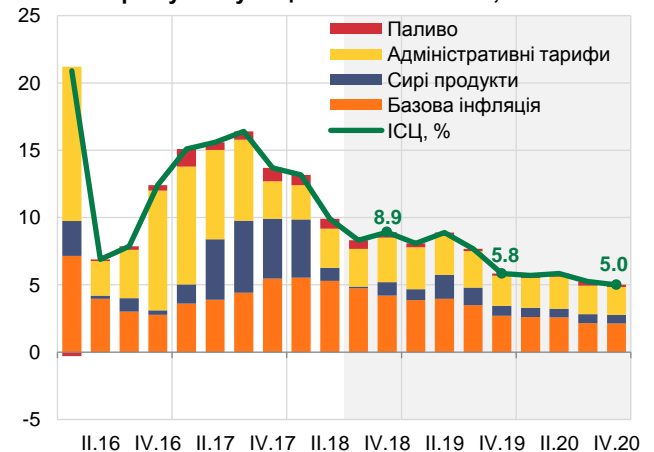
Відповідно, прогноз інфляції залишається без змін і на наступні роки – споживча інфляція становитиме 5.8% на кінець 2019 року, а у 2020 році уповільниться до 5.0% і, таким чином, досягне центрального значення цільового діапазону (5.0% ± 1 в. п.).

Базова інфляція до кінця поточного року знизиться до 7.1% під впливом жорсткої монетарної політики, вторинних ефектів від уповільнення продовольчої інфляції, а також зниження імпортованої інфляції за умов помірної волатильності обмінного курсу. Основними чинниками зростання базового ІСЦ залишатимуться високі темпи зростання доходів населення (зокрема заробітних плат, пенсій, грошових переказів), що визначатимуть інфляційний тиск з боку попиту. Крім того, високі темпи зростання заробітних плат



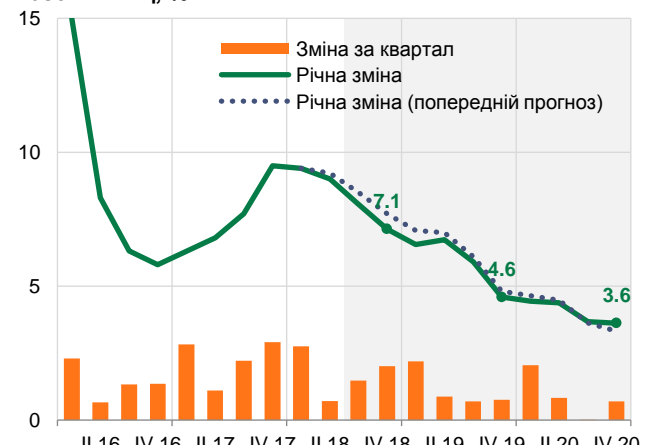
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

#### Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.



збільшуватимуть виробничі витрати бізнесу і відповідно собівартість продукції. Відповідно найвищими темпами серед складових базової інфляції зростатиме вартість ринкових послуг, де вага витрат на оплату праці є найбільшою.

У 2019 – 2020 роках базова інфляція продовжить знижуватися (до 4.6% та 3.6% відповідно) за рахунок низької імпортованої інфляції та достатньо жорсткої монетарної та фіскальної політики.

У 2018 році інфляція сирих продовольчих товарів суттєво знизиться (до 5.4%) під впливом вичерпання дії факторів пропозиції, пов'язаних з активним зростанням експорту окремих видів української продукції, що визначали прискорення продовольчої інфляції в минулому році. Посилення орієнтації на експорт українських виробників харчової продукції все ще визначатиме додатковий тиск на ціни через зменшення пропозиції на внутрішньому ринку.

У середньостроковому періоді за умови відсутності суттєвих змін у пропозиції очікується помірне зростання цін на сирі продовольчі товари (4.0% на кінець 2019 року та 3.5% – 2020 року відповідно) значною мірою за рахунок впливу зростання номінальних та реальних доходів домогосподарств, а також ефекту конвергенції внутрішніх цін на продовольчу продукцію до світових через зростання міжнародної торгівлі. Очікуване підвищення обсягів випуску сільського господарства (як результат здійснених інвестицій та зростання продуктивності в галузі) стримуватиме продовольчу інфляцію.

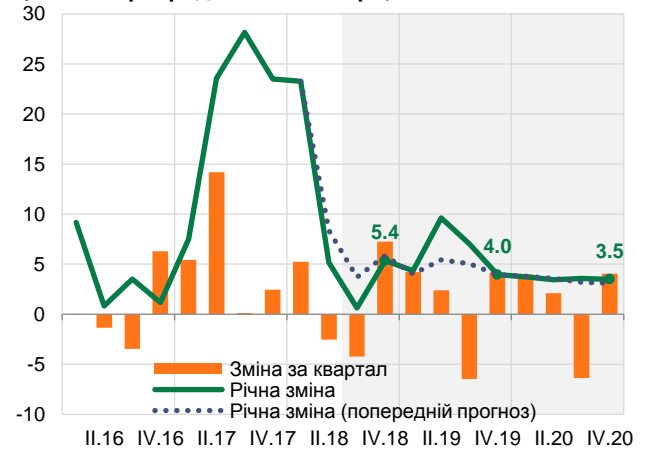
Адміністративно-регульовані ціни у 2018 році зростуть на 16.6%. Прискорення адміністративної складової інфляції наприкінці року пов'язане з урахуванням у базовому сценарії виконання Урядом України зобов'язань перед МВФ щодо наближення тарифів на газ для населення до імпортного паритету. Крім того, подальше підвищення заробітних плат, зокрема для персоналу в сфері ЖКГ, також визначатиме поступове підвищення адміністративно-регульованих цін, у т.ч. у середньостроковій перспективі.

Подорожчання тютюнової та алкогольної продукції (відповідно на 19% і 11% у поточному році та в межах 9 – 13% у наступних роках) формуватимуть вагомий внесок в інфляцію адміністративно-регульованих цін та надалі значною мірою визначатимуться продовженням підвищення ставок акцизних зборів у наступних бюджетних періодах.

У 2019 – 2020 роках зростання адміністративних цін уповільниться, проте залишатиметься все ще на високому рівні – понад 10%.

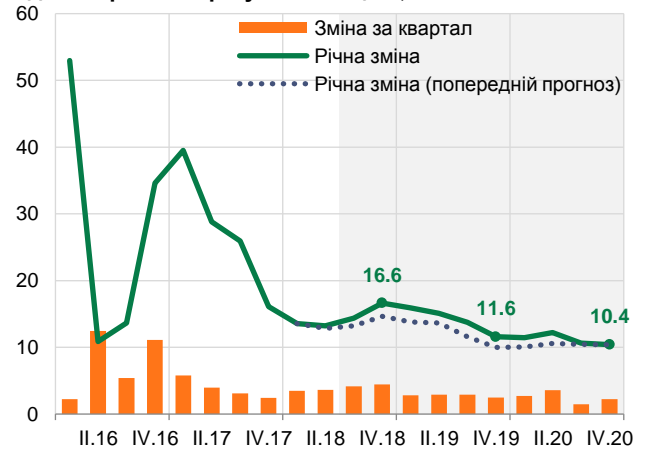
Прогнозується, що паливна складова споживчого кошика (безпосередньо паливо та мастила) у поточному році подорожає на 10%, а в подальшому ці темпи уповільняться до 4 – 5 % на рік, переважно відображаючи зміну світових цін на нафту в гривневому еквіваленті.

Ціни на сирі продовольчі товари, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

### 3.3. ПОПИТ І ВИПУСК

Після прискорення у 2018 році економічне зростання дещо уповільниться. Як і раніше, НБУ прогнозує прискорення зростання реального ВВП у 2018 році до 3.4%. Основною рушійною силою залишаться приватне споживання, що в поточному році стимулюється потужним зростанням заробітних плат, грошових переказів, пенсійних виплат. Очікується збереження високої інвестиційної активності. Сприятливі умови торгівлі, відновлення промислового виробництва та розширення доступу українських експортерів на зовнішні ринки визначатимуть скорочення від'ємного внеску чистого експорту у ВВП.

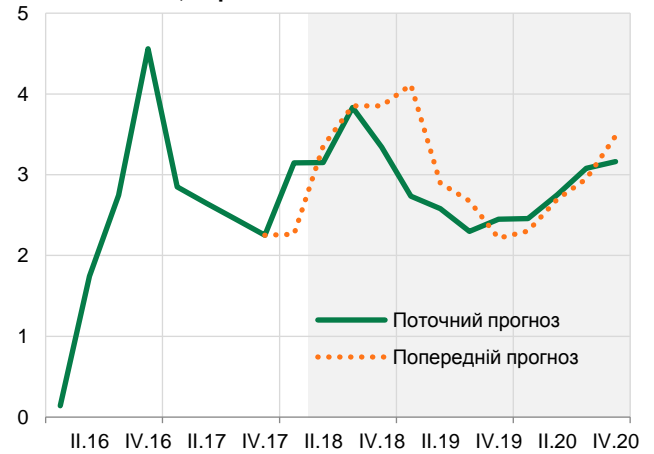
Однак у 2019 році економічне зростання уповільниться до 2.5% (у попередньому прогнозі – 2.9%). Це відбуватиметься через вичерпання ефектів підвищення соціальних стандартів, жорсткі монетарні умови, необхідні для повернення інфляції до цілі. Також досить стриманою буде фіскальна політика через необхідність погашення значних обсягів державного боргу.

У 2020 році реальне зростання економіки становитиме 2.9%. Основним драйвером в середньостроковому періоді продовжить бути приватне споживання, що додатково стимулюватиметься грошовими переказами внаслідок посилення трудової міграції. Водночас міграція матиме і обернений ефект на економічне зростання – через скорочення наявної робочої сили та зниження фінансових можливостей компаній для нарощування інвестицій за стрімкого підвищення заробітної плати.

Головну роль в економічному зростанні на всьому прогнозованому періоді відіграватиме приватне споживання. У поточному році воно збільшиться на 5.5% за рахунок високих темпів зростання реальних зарплат, а також інших доходів населення (зокрема пенсій). Додатковим стимулюючим фактором для приватного споживання стають перекази з-за кордону, що зросли через посилення трудової міграції. Проте в подальшому зростання приватного споживання уповільниться (до 3.7% у 2019 році та 3% у 2020 році), у тому числі через вичерпання ефектів фіскального пом'якшення у 2018 році та переходу до більш жорсткої фіскальної політики в наступних роках, а також за рахунок жорсткої монетарної політики. Стримуючим фактором стане продовження політики поступового зниження норм субсидій на оплату послуг ЖКГ та зростання витрат на оплату енергоносіїв.

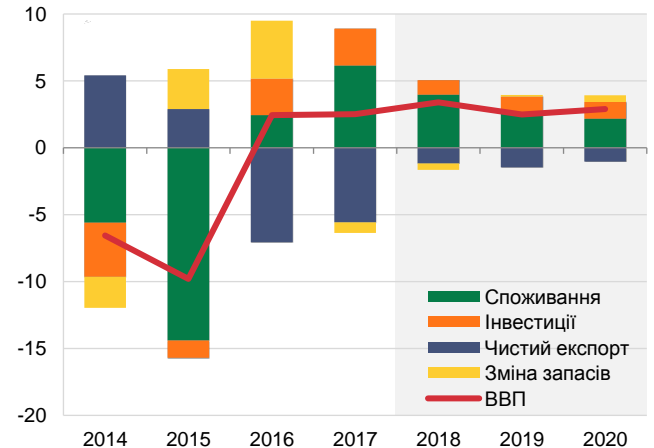
Активна інвестиційна діяльність відіграватиме вагомий роль у зростанні економіки. Суттєвим стимулом до підвищення інвестиційної активності залишатиметься необхідність модернізації виробництва та сертифікації продукції для розширення доступу до європейського ринку. Інвестиції й далі зростатимуть найвищими темпами з усіх компонент ВВП, проте в середньостроковій перспективі нарощування їх рівня уповільниться (до близько 7% щороку) у зв'язку з поступовим досягненням достатнього рівня інвестицій для підтримки виробничих потреб. Активна інвестиційна діяльність як і раніше очікується в галузях, що насамперед орієнтовані на експорт (зокрема, у сільському господарстві, переробній промисловості). Інвестиційні видатки держави на прогнозованому періоді можуть бути обмежені через необхідність економії коштів (у першу чергу – на капітальних та інших незахищених

Реальний ВВП, % річна зміна



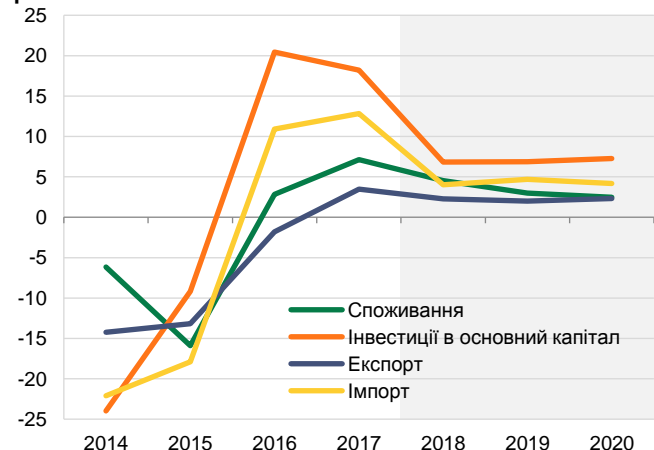
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

Компоненти ВВП за категоріями кінцевого споживання, % річна зміна



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

видатках бюджету) у зв'язку з великими виплатами за державним боргом.

Зростання інвестицій в основний капітал визначатиме збільшення інвестиційного імпорту, переважно машин та обладнання. Підвищення попиту на продукцію машинобудування та хімічної промисловості (зокрема з боку аграріїв) також реалізовуватиметься значною мірою за рахунок імпорту. Додатковий попит на імпортовану продукцію очікується також із боку домогосподарств у зв'язку з продовженням підвищення їх реальних наявних доходів. Відповідно загальні фізичні обсяги імпорту в поточному році зростуть на 4%.

Стримуючим фактором стане скорочення обсягів енергетичного імпорту. У середньостроковій перспективі його частка в імпорті зменшуватиметься, чому сприятиме підвищення енергоефективності та поступове зростання внутрішнього видобутку енергоресурсів. Відповідно у 2019 – 2020 роках темпи зростання імпорту залишаться невисокими (у межах 4 – 5% щорічно).

Фізичні обсяги експорту у 2018 – 2020 роках зростатимуть на 2 – 2.5% щороку. Цьому сприятиме нарощування поставок металургії через високий попит на зовнішніх ринках, відновлення виробництва в хімічній промисловості та розширення зовнішніх ринків збуту для продукції машинобудування та сільськогосподарської продукції.

Макроекономічний прогноз НБУ ґрунтується на достатньо консервативних припущеннях щодо темпів реалізації структурних реформ. Проведення більш рішучих заходів, зокрема: повноцінний запуск ринку землі, реалізація судової реформи для підвищення рівня захисту прав приватної власності, зниження рівня корупції, приватизація низки неефективних та навіть збиткових державних підприємств тощо, дасть змогу суттєво збільшити обсяги інвестицій і потенціал економічного зростання в Україні.

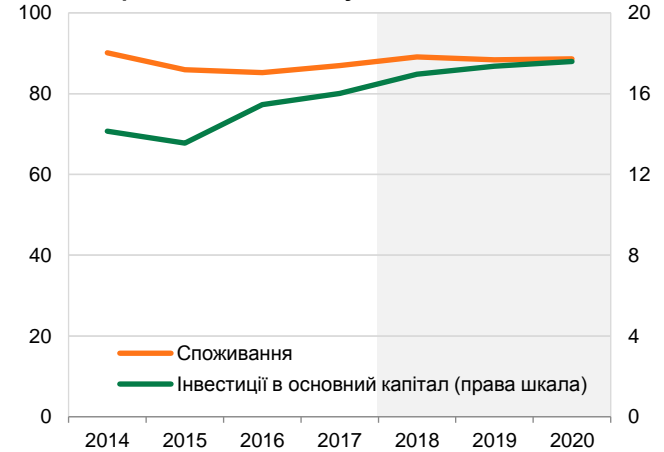
### Оцінка факторів потенційного рівня ВВП та циклічної позиції економіки України

У 2018 – 2020 роках зростання потенційного ВВП продовжиться до рівня 3.8%. Основним чинником зростання потенційного ВВП залишатиметься конвергенція економіки України до економік розвинутих країн, що забезпечить зростання сукупної продуктивності факторів виробництва.

Основним фактором стримування зростання потенційного ВВП є збереження міграційних тенденцій, що призведе до зниження рівня економічно активного населення. Рівень природного безробіття залишатиметься високим через структурні диспропорції на ринку праці. У 2018 році від'ємний внесок капіталу в потенційний ВВП знизиться до нуля внаслідок зростання частки капітальних інвестицій у ВВП у попередніх роках. У наступних роках додатний внесок капіталу в зростання потенційного ВВП буде поступово збільшуватися, оскільки темпи накопичення основного капіталу перевищать рівень амортизації, що зумовить зростання капіталу в реальному вимірі.

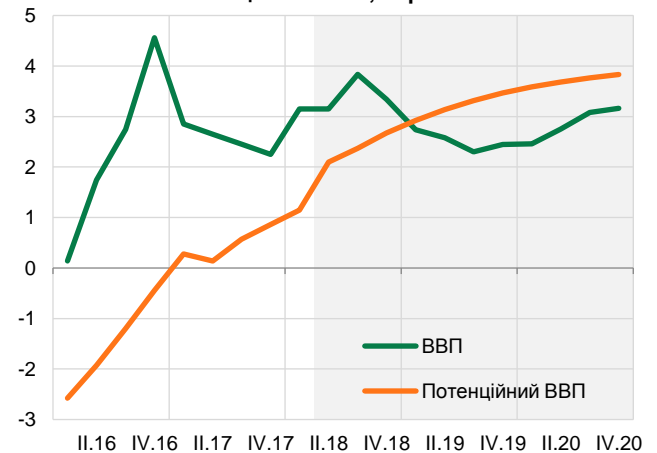
Сприятливі умови торгівлі, похваллення споживчого та інвестиційного попиту зумовили закриття від'ємного розриву ВВП у I кварталі. Додатковий фіскальний імпульс на тлі підвищення соціальних стандартів Урядом України та збереження сприятливих умов торгівлі зумовить утворення

Частка окремих компонентів у ВВП, %



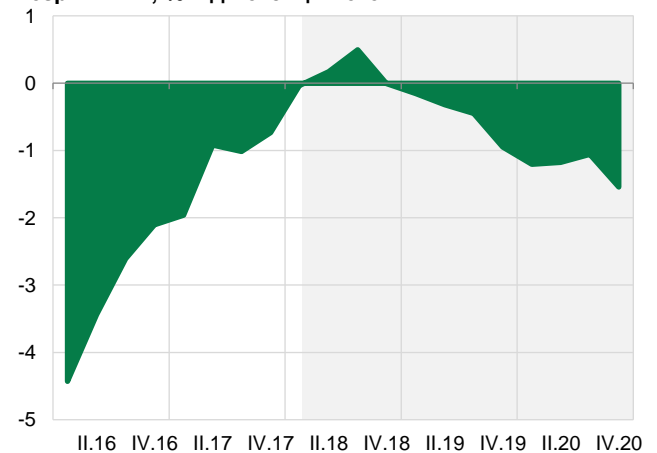
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Фактичний та потенційний ВВП, % річна зміна



Джерело: розрахунки НБУ.

Розрив ВВП, % від потенційного ВВП



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

додатного розриву ВВП у 2018 році. Однак у 2019 та 2020 роках на тлі жорсткої монетарної та фіскальної політики розрив ВВП знову стане від'ємним, але не перевищуватиме 1.5%.

Вплив фіскальної політики на економіку в поточному році оцінюється, як проінфляційний. У більшій мірі це визначається збільшенням видатків СЗДУ соціального спрямування, зокрема пенсій у результаті пенсійної реформи, заробітних плат бюджетним працівникам та військовим. Відповідно очікується, що дефіцит бюджету СЗДУ в 2018 році перевищить минулорічний і становитиме близько 2% ВВП.

Зростання податкових доходів зведеного бюджету у 2018 році оцінюється в 16%. Найбільше (понад 20%), за оцінками НБУ, зростуть надходження від податку на прибуток підприємств, а також від ПДФО, який визначатиметься високими темпами зростання номінальної заробітної плати в економіці.

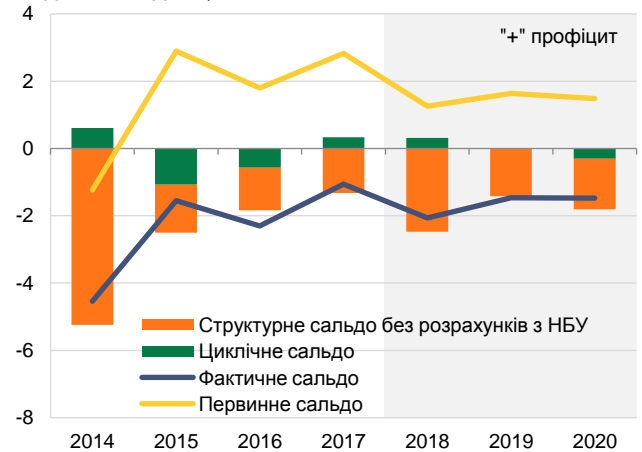
Високі темпи зростання державних видатків соціального характеру (понад 20%) стимулюватимуть розширення внутрішнього попиту. Проте через необхідність утримання дефіциту СЗДУ відповідно до зобов'язань перед МВФ суттєво зменшаться можливості держави з нарощування капітальних видатків – вони залишаться на рівні близько 3% ВВП. Крім цього видатки (а разом з ними і дефіцит бюджету) обмежуватимуться погіршенням стану бюджетної ліквідності через недонадходження планових доходів державного бюджету, а також нижчі обсяги фінансування (зокрема за рахунок зовнішніх залучень та приватизації).

Наближення періоду пікових виплат за зовнішнім державним боргом в умовах зростання відсоткових ставок на зовнішніх ринках та завершення програми з МВФ у 2019 році створює передумови до проведення більш жорсткої фіскальної політики у 2019 – 2020 роках зі стримуючим ефектом як на економічне зростання, так і на інфляцію. У цей період дефіцит бюджету для базового сценарію прогнозується в розмірі не вище 1.5% ВВП, а первинне сальдо буде додатним і становитиме близько 1.5% ВВП.

Відповідно державний та гарантований борг у відсотках до ВВП продовжить знижуватися протягом прогнозного періоду. Цьому сприятимуть високі темпи зростання номінального ВВП, помірна волатильність обмінного курсу, а також поступове скорочення частки зовнішнього державного боргу на тлі значних погашень державного сектору.

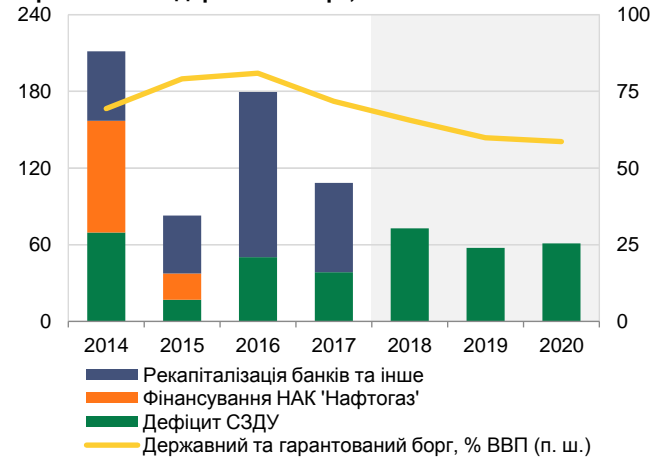
Ситуація на ринку праці буде поступово покращуватися і рівень безробіття знижуватися протягом прогнозного горизонту. Це визначатиметься як подальшим зростанням економіки, так і продовженням процесів трудової міграції в сусідні країни. Завдяки цьому конкуренція за робочу силу серед роботодавців на внутрішньому ринку посилюватиметься, що відобразиться на продовженні зростання заробітних плат в економіці. Номінальна заробітна плата зростатиме вищими темпами, ніж інфляція (зокрема, близько 21% у поточному році), а реальна заробітна плата виросте на 9.5%, 5.6% та 4.2% 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

Дефіцит зовнішньої торгівлі буде зберігатися і навіть розширюватися, оскільки значна частина внутрішнього споживчого попиту й інвестицій в основний капітал буде задовольнятися за рахунок імпорту. Експорт також зростатиме, насамперед унаслідок збільшення попиту з боку країн-ОТП. Триватиме збільшення надходжень від трудових мігрантів як через посилення міграційних процесів, так і унаслідок збільшення номінальних доходів мігрантів за кордоном у доларовому еквіваленті. У результаті дефіцит поточного рахунку поступово розширюватиметься до 2.4% від ВВП у 2020 році.

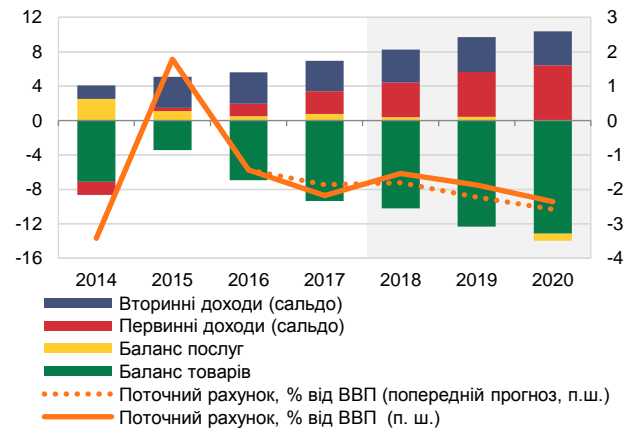
Ключовим припущенням макроекономічного прогнозу залишається подальший поступ у здійсненні структурних реформ, передбачених програмою співпраці з МВФ та підписання нової програми у 2020 році. Це дасть змогу зберегти доступ до міжнародних ринків капіталу на прогнозованому горизонті. Однак приплив інвестиційного та боргового капіталу до приватного сектору та ринкові залучення уряду очікуються достатньо стриманими. Розміщення ОЗДП у 2018 – 2020 роках та отримання зовнішніх державних кредитів дозволять рефінансувати частину зовнішнього державного боргу, пік виплат за яким припадатиме на 2019 – 2020 роки. Обсяги готівкової валюти поза банками залишаться майже незмінними: зростання обсягів грошових приватних переказів від трудових мігрантів буде компенсовано збільшенням продажу валюти населенням.

У 2018 році профіцит зведеного платіжного балансу разом з отриманням фінансування від МВФ дасть змогу акумулювати міжнародні резерви в розмірі 20.7 млрд дол. (або 3.5 місяця імпорту майбутнього періоду). Однак до кінця 2020 року на тлі незначного дефіциту зведеного рахунку платіжного балансу та виплат перед МВФ резерви знизяться до 19.7 млрд дол. (або 3.0 місяця імпорту майбутнього періоду).

Дефіцит поточного рахунку розширюватиметься через збільшення дефіциту торгівлі й досягне 2.4% від ВВП у 2020 році. У 2018 році темпи зростання експорту та імпорту товарів і послуг будуть майже однаковими: високий інвестиційний попит, разом з поліпшенням споживчих настроїв населення та збільшенням кількості подорожуючих підтримуватимуть зростання імпорту, водночас експорт зростатиме через кращі умови торгівлі. У 2019 – 2020 роках зростання імпорту товарів і послуг випереджатиме зростання експорту через збереження високого внутрішнього попиту, водночас темпи зростання експорту знизяться через гірші, ніж у 2018 році умови торгівлі.

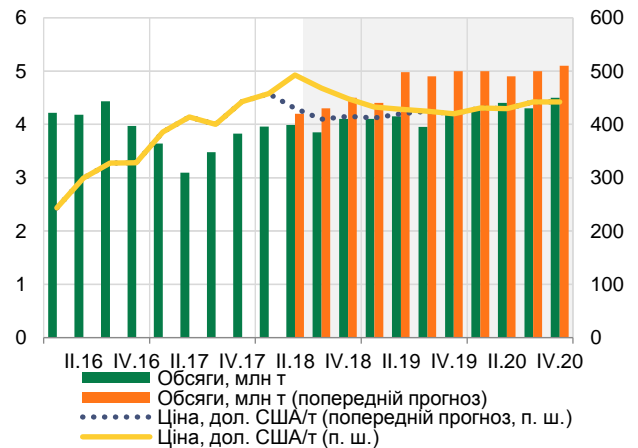
У 2018 році зростання експорту товарів очікується близько 10% завдяки збереженню сприятливих умов торгівлі, передусім високих цін на метали на тлі зростання світового попиту, та на зернові на фоні очікування нижчого врожаю через засушливу погоду в країнах, що є основними експортерами. Зростання експорту продукції металургії (на 29%) відбудеться за рахунок нарощення обсягів поставок передусім на азійський ринок через зростання попиту з боку Індії. Зростання експорту зернових становитиме близько 12%, переважно за рахунок підвищення цін (на 11%), експорт зернових очікується близько 40 млн т у 2017/2018 МР.

Сальдо поточного рахунку, млрд дол.



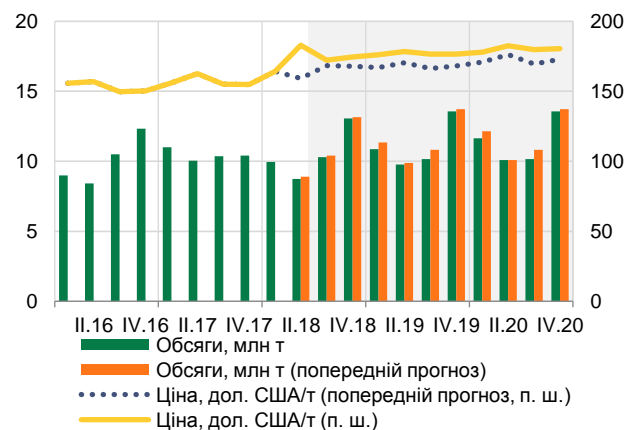
Джерело: НБУ.

Експорт чорних металів (за чотирма основними підгрупами)



Джерело: НБУ.

Експорт зернових



Джерело: НБУ.



У 2019 році експорт товарів залишиться майже на рівні попереднього року внаслідок погіршення умов торгівлі. Але вже у 2020 році очікується відновлення зростання експорту товарів на рівні 5%. Зростання фізичних обсягів експорту у 2019 – 2020 роках відбуватиметься в результаті зростання продуктивності в аграрному секторі та вищого урожаю зернових. Також продовжуватиме зростати експорт продукції металургії завдяки високому попиту на азійському ринку. Крім того, очікується зростання експорту продукції машинобудування. Нарощення обсягів виробництва добрив на тлі антидемпінгових заходів уряду забезпечить збільшення експорту хімічної продукції.

Зростання імпорту товарів на 10% у 2018 році забезпечуватиметься неенергетичним імпортом, який збільшиться на 12% у 2018 році, з подальшим уповільненням до 4% та 6% у 2019 та 2020 роках відповідно. Поліпшення купівельної спроможності громадян унаслідок зростання реальної заробітної плати та соціальних виплат, зокрема пенсій, у 2018 році сприятиме зростанню споживчого імпорту, насамперед продовольчих і промислових товарів, а також легкових автомобілів. Зростання імпорту продукції машинобудування підтримуватиметься все ще незадоволеною потребою в оновленні основних фондів у металургійному та аграрному секторах. У 2018 році обсяги закупівель газу зменшаться майже на 4 млрд м<sup>3</sup> (до 10 млрд м<sup>3</sup>) через значні запаси газу в сховищах на початку року. Водночас очікується збільшення імпорту вугілля (на 3 млн т), передусім коксівного, на тлі відновлення роботи Авдіївського коксохімічного заводу. Незначне збільшення енергетичного імпорту у 2018 – 2020 роках обумовлюватиметься зростанням цін на енергоносії.

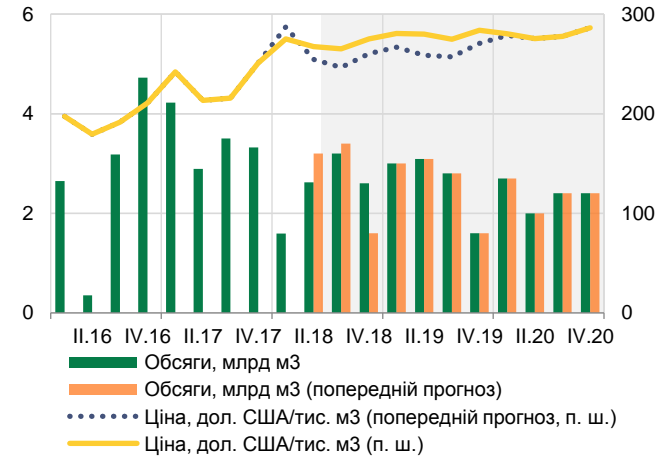
У 2018 – 2019 роках очікується збереження профіциту торгівлі послугами на рівні попередніх років. Продовження зростання кількості подорожуючих та відповідно імпорту послуг компенсуватиметься збільшенням експорту транспортних та ІТ-послуг. Зменшення обсягів транзиту газу після завершення чинного контракту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

У 2018 – 2019 роках продовжиться тенденція зростання кількості трудових мігрантів насамперед завдяки спрощенню працевлаштування в Польщі та Чехії через дефіцит працівників на їх ринках праці. З 2020 року очікується призупинення збільшення кількості трудових мігрантів, однак зростання економік цих країн забезпечить подальше збільшення грошових надходжень.

Виплати за нарахованими дивідендами в наступних роках залишаться значними на тлі поступової лібералізації руху капіталу та гарних фінансових результатів підприємств з іноземним капіталом.

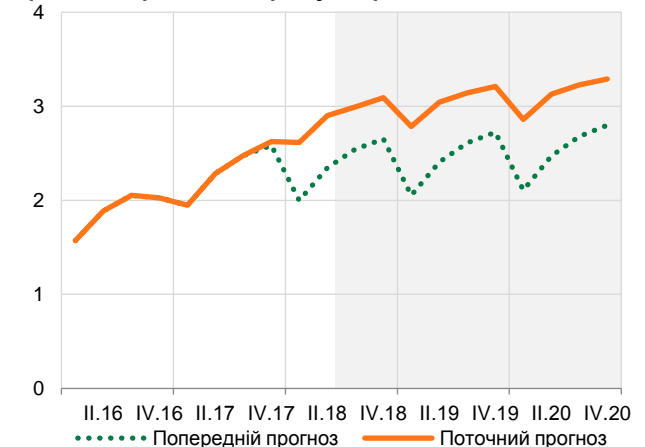
У 2018 році чисті надходження за фінансовим рахунком становитимуть 4.0 млрд дол. переважно завдяки залученням державного сектору. Продовження програми з МВФ дасть змогу отримати кредити від ЄС (по 0.6 млрд дол. у 2018 та 2019 роках) та Світового банку (0.8 млрд дол.). Крім того, у 2018 – 2020 роках очікується продовження розміщень ОЗДП (1.5 млрд дол., 1.5 млрд дол. та 2.5 млрд дол. відповідно). Однак загалом у 2019 – 2020 роках прогнозується скорочення чистого припливу капіталу внаслідок пікових виплат державного сектору за зовнішніми зобов'язаннями. У 2020 році очікується підписання нової програми з МВФ та ЄС.

**Імпорт газу**



Джерело: НБУ.

**Грошові перекази в Україну, млрд дол.**



Джерело: НБУ.

**Фінансовий рахунок, млрд дол.**

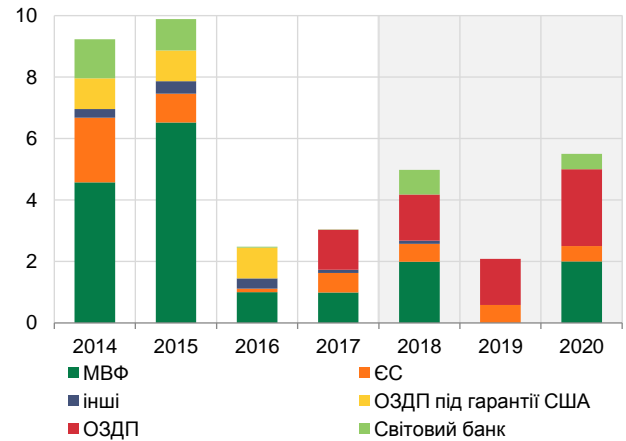


Джерело: НБУ.

Приплив боргового капіталу в приватний сектор дещо зростатиме на прогнозованому горизонті на тлі високих відсоткових ставок. А надходження прямих іноземних інвестицій залишаться майже незмінним внаслідок дуже повільного поліпшення бізнес-клімату. Обсяги готівкової валюти поза банками залишаться майже незмінними: зростання обсягів грошових приватних переказів від трудових мігрантів буде компенсовано збільшенням продажу валюти населенням.

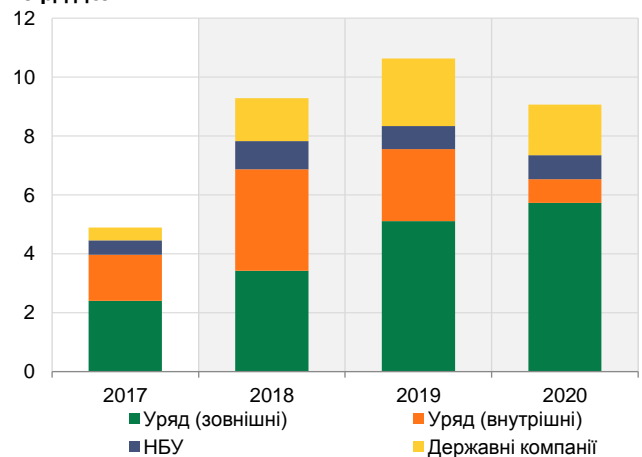
Профіцит зведеного платіжного балансу разом із чистим надходженням коштів від МВФ за програмою EFF дасть змогу збільшити міжнародні резерви до 20.7 млрд дол. (або 3.5 місяця імпорту майбутнього періоду) на кінець 2018 року. Це становитиме понад 70% від композитного критерію МВФ щодо адекватності резервів. Однак до кінця 2020 року обсяги міжнародних резервів скоротяться до 19.7 млрд дол. (або 3.0 місяця імпорту майбутнього періоду).

**Офіційне фінансування та розміщення ОЗДП, млрд дол.**



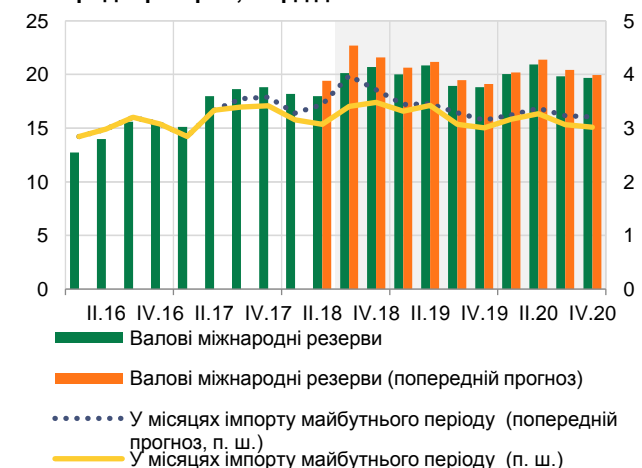
Джерело: НБУ.

**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 достатньо жорсткої монетарної політики. Збереження інфляційних ризиків та необхідність зниження інфляції до цільового рівня будуть основними чинниками утримання ключової процентної ставки на високому рівні.

Високі реальні процентні ставки на тлі подальшого розвитку безготівкових розрахунків зумовляватимуть зниження попиту на готівкові кошти. Також вони стимулюватимуть зростання заощаджень у національній валюті достатньо високими темпами.

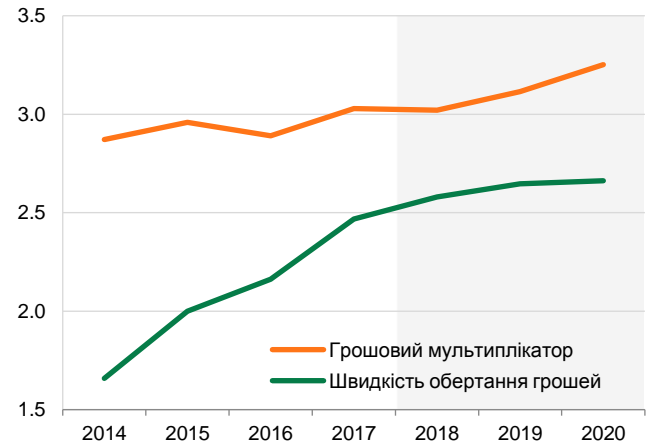
У II кварталі 2018 року спостерігалось певне пошквалювання попиту на готівку, що відобразилося у вищих, ніж очікувалося, темпах зростання грошової бази. У другій половині року, за рахунок проведення жорсткої монетарної політики, зростання грошей в економіці відбуватиметься повільніше, ніж зростання номінального ВВП. Зокрема, висока альтернативна вартість утримання готівки та продовження розвитку безготівкових розрахунків стримуватимуть зростання обсягів готівки в обігу. Разом з поступовим зростанням коррахунків банків це призведе до приросту грошової бази на рівні близько 11% у 2018 році та на рівні 5-6% у 2019 – 2020 роках.

Одночасно високі реальні процентні ставки зумовляватимуть поступове збільшення схильності населення до заощаджень. У результаті очікується приріст грошової маси на прогнозованому горизонті на рівні 8-10%. Наразі відновлення кредитної активності стримується високими ризиками інституційного характеру та значною часткою проблемної заборгованості. Очікується, що прийняття законопроекту [“Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо відновлення кредитування”](#) сприятиме зменшенню ризиків кредиторів, зниженню вартості кредитних ресурсів, та полегшить доступ до банківських позик (для більш детальної інформації див. стор. 42).

У поточному році зберігатиметься профіцит ліквідності, а операції НБУ з випуску депозитних сертифікатів залишатимуться основним інструментом регулювання ліквідності банківської системи. Однак очікується, що в подальшому обсяг таких операцій знизиться в результаті поступового зменшення ліквідності банківської системи. Ключовими чинниками її зменшення будуть погашення урядом ОВДП у портфелі НБУ та зростання готівки в обігу, що до певної міри буде компенсовано купівлею НБУ іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів та перерахуванням прибутку до державного бюджету. У випадку суттєвого зростання попиту на готівку та/або купівлі урядом іноземної валюти у НБУ для погашення зовнішніх боргів банківська система може перейти у стан структурного дефіциту. За таких умов основними операціями НБУ стануть операції з надання ліквідності.

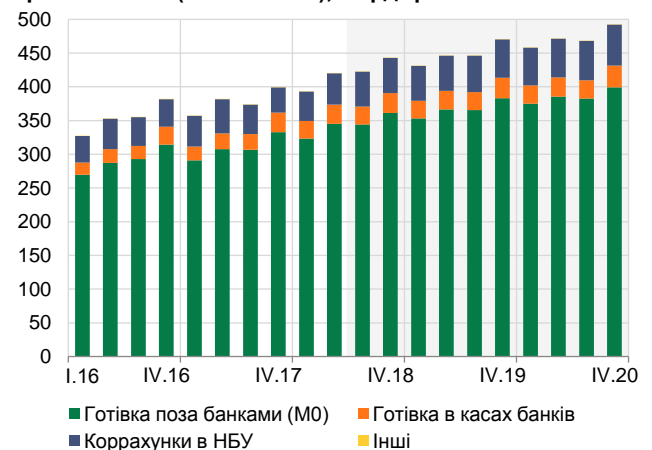
Збереження високої ключової ставки сформує достатньо жорсткі монетарні умови, що забезпечить дезінфляцію та повернення інфляції до цільового діапазону наприкінці 2019 року та досягнення його центральної точки – середньострокової інфляційної цілі (5%) у 2020 році.

Грошовий мультиплікатор та швидкість обертання грошей



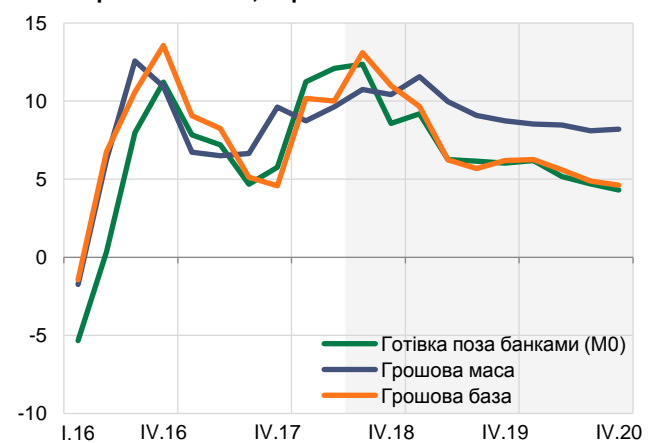
Джерело: НБУ.

Грошова база (компоненти), млрд грн



Джерело: НБУ.

Монетарні показники, % річна зміна



Джерело: НБУ.

### 3.6. РИЗИКИ ПРОГНОЗУ

Основним ризиком для реалізації зазначеного прогнозного сценарію НБУ вважає відсутність прогресу в проведенні структурних реформ, необхідних для збереження макрофінансової стабільності, та продовження чинної програми з МВФ. Подальше зволікання із реалізацією умов програми співпраці з МВФ зменшує ймовірність отримання фінансування, передбаченого програмою. Це все більше звужує вікно можливостей у залученні боргових ресурсів на міжнародних ринках капіталу, необхідних для здійснення пікових виплат за державним боргом. Відтак, недоотримання запланованих надходжень загострює проблеми фінансування бюджетних витрат, а також погіршує девальваційні та інфляційні очікування, на яких також позначиться традиційне посилення невизначеності в передвибірчий період.

Основна невизначеність для інфляційного розвитку також пов'язана з приведенням ціни на природний газ для населення до імпортного паритету. Відтермінування такого рішення, як і зміна принципів розрахунку імпортного паритету ціни може суттєво відхилити траєкторію інфляції від базового сценарію за рахунок зміни величини та термінів корекції адміністративно-регульованих тарифів.

Ризик від шоків пропозиції продовольчих товарів, пов'язаних з урожаєм, цінами та умовами доступу української продовольчої продукції на зовнішні ринки є симетричним на прогнозованому періоді.

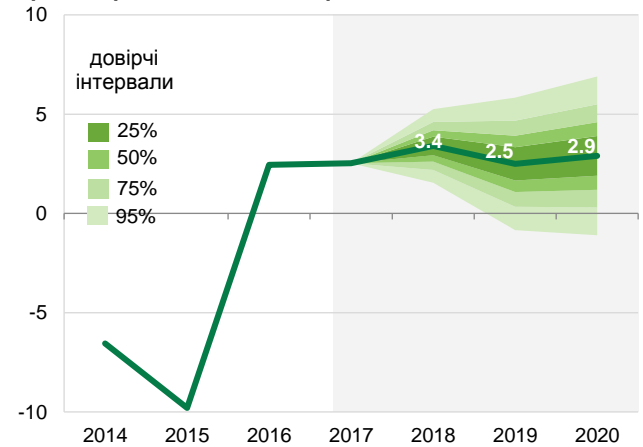
Суттєвим фактором невизначеності залишається розвиток ситуації на сході України. За сприятливої ситуації інвестиційна привабливість країни зростатиме за рахунок зниження премії за ризик, що стимулюватиме приплив капіталу, прискорюючи економічне зростання та створюючи ревальваційний тиск. Натомість, ескалація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

Одним з основних середньострокових ризиків базового сценарію є процеси трудової міграції. Збільшення відпливу робочої сили з України створюватиме подальше підвищення диспропорцій між попитом та пропозицією на ринку праці, що супроводжуватиметься зростанням заробітних плат. Продовження відпливу трудових мігрантів поточними темпами, або його посилення призведе до негативних наслідків для потенціалу економіки.

Наразі до ризиків базового сценарію належить невизначеність щодо обсягів транзиту газу через Україну внаслідок будівництва обхідних газопроводів в Європу та західну Азію. У зв'язку з цим з 2020 року можливим є суттєве зниження транзиту газу або повне припинення його транспортування українським газопроводом.

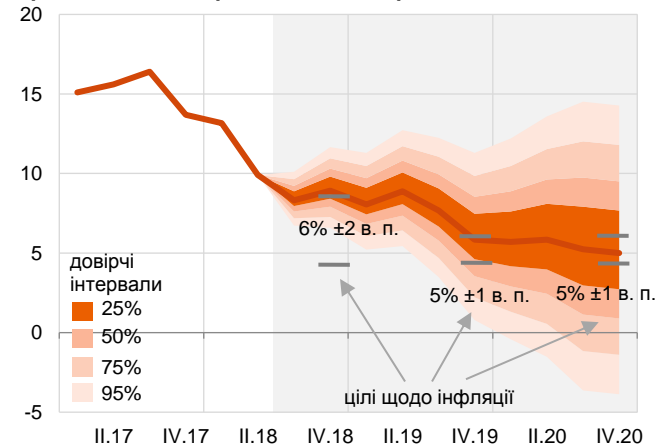
Ураховуючи, що темпи зростання в багатьох країнах залишатимуться вище тренду в 2018-2019 роках, існує значна ймовірність перегріву глобальної економіки та поступовий перехід у фазу спаду. Серед інших можливих причин рецесії варто виділити ризики ескалації торгових війн, ініціатором яких є США відносно до інших найбільших економік світу (ЄС, Китай). Уповільнення світової торгівлі через численні торгові протистояння та виникнення проблем під час у фінансовій системі Китаю як одного з головних імпортерів сировини на

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, ймовірність 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, ймовірність того, що інфляція не вийде за межі найсвітлішої зони, становить 95%.

більшості ринків може суттєво вплинути на загальну динаміку глобальної економіки.

Негативним ефектом таких протистоянь може бути надлишок пропозиції сировинних товарів з відповідним тиском на ціни в бік зниження. У такому випадку або в разі втрати доступу до окремих ринків збуту валютні надходження від експорту скорочуватимуться з відповідним тиском на обмінний курс гривні та відповідно інфляцію. У такому разі НБУ буде змушений проводити більш жорстку монетарну політику, ніж це передбачається базовим сценарієм, для компенсації негативного впливу на інфляцію зовнішніх шоків.

Також посилюються ризики відпливу капіталу з країн, що розвиваються. Одним з тригерів таких подій може бути надто швидкий перехід центральними банками провідних країн до більш жорсткої монетарної політики, що може спричинити відплив капіталу з країн, ринки яких розвиваються, в тому числі України.



## АБРЕВІАТУРИ ТА СКОРОЧЕННЯ

АПК	Агропромисловий комплекс	НЕОК	Номінальний ефективний обмінний курс
БІСЦ	Базовий індекс споживчих цін	НКРЕКП	Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сферах енергетики та комунальних послуг
ВВП	Валовий внутрішній продукт	РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ВДВ	Валова додана вартість	ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
ДГ	Домогосподарства	ОЗДП	Облігації зовнішньої державної позики
ДС	Депозитні сертифікати	ОЕСР	Організація економічного співробітництва і розвитку
ДСЗУ	Державна служба зайнятості України	ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти
ДССУ	Державна служба статистики України	ОТП	Основні торговельні партнери
ДФС	Державна фіскальна служба	ПДВ	Податок на додану вартість
ЄС	Європейський Союз	ПІІ	Прямі іноземні інвестиції
ЄСВ	Єдиний соціальний внесок	ППП	Податок на прибуток підприємств
ЄЦБ	Європейський центральний банк	РФ	Російська Федерація
ЖКГ	Житлово-комунальне господарство	СЗДУ	Сектор загального державного управління
ЗВТ	Зона вільної торгівлі	СНД	Співдружність Незалежних Держав
ІВБГ	Індекс виробництва базових галузей	США	Сполучені Штати Америки
ІСЦ	Індекс споживчих цін	УІМС	Український індекс міжбанківських ставок
ІЦВ	Індекс цін виробників	ФГВФО	Фонд гарантування вкладів фізичних осіб
Казначейство, ДКСУ	Державна казначейська служба України	ФРС	Федеральна резервна система США
КМУ	Кабінет Міністрів України	ЦСЄ	Центрально-Східна Європа
КПББ, КПБ6	П'яте і шосте видання Керівництва з платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції відповідно	EFF	Extended Fund Facility, Механізм розширеного фінансування
МВФ	Міжнародний валютний фонд	FAO	Food and Agriculture Organization, Продовольча та сільськогосподарська організація
МОП	Міжнародна організація праці	IIF	Institute of International Finance
МР	Маркетинговий рік	PMI	Purchasing Managers' Index
МФУ	Міністерство фінансів України	USDA	Міністерство сільськогосподарства США
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		
млн	мільйон	р/р	у річному вимірі, річна зміна, до відповідного періоду попереднього року
млрд	мільярд	кв/кв	до попереднього кварталу, у квартальному вимірі
грн	гривня	м/м	до попереднього місяця, у місячному вимірі
дол.	долар США	с/с	у сезонно скоригованому вимірі
руб.	російський рубль	п. ш.	права шкала
МО	готівка	л. ш.	ліва шкала
МЗ	грошова маса		
в. п.	відсотковий пункт		
б. п.	базисний пункт		
бар.	барель		

Макроекономічний прогноз (Липень 2018)

Показники	2018					2019					2020									
	2015	2016	2017	I	II	III	IV	поточний прогноз	I	II	III	IV	поточний прогноз	I	II	III	IV	поточний прогноз	04.18	
<b>РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, зміна в річному вимірі (%), якщо не зазначено інше</b>	1989	2385	2983	700	772	969	1019	3460	3451	782	859	1074	1130	3845	858	935	1171	1224	4188	4186
Номинальний ВВП, млрд грн	-9.8	2.4	2.5	3.1	3.2	3.8	3.3	3.4	3.4	2.7	2.6	2.3	2.4	2.9	2.5	2.8	3.1	3.2	2.9	2.9
Реальний ВВП	38.9	17.1	22.0	14.9	12.5	11.0	10.3	12.2	11.9	8.7	8.5	8.3	8.2	8.4	7.0	6.0	5.4	5.0	5.9	5.9
Дефлятор ВВП	48.7	13.9	14.5	-	-	-	-	10.7	10.9	-	-	-	-	7.7	-	-	-	-	5.5	5.5
ІСЦ (середнє за період)	36.0	20.5	26.3	-	-	-	-	15.7	13.5	-	-	-	-	8.1	-	-	-	-	8.1	7.8
ІСЦ (середнє за період)	43.3	12.4	13.7	13.2	9.9	8.3	8.9	8.9	8.9	8.1	8.9	7.7	5.8	5.8	5.7	5.8	5.2	5.0	5.0	5.0
Базова інфляція	34.7	5.8	9.5	9.4	9.0	8.1	7.1	7.1	7.7	6.6	6.7	5.9	4.6	4.6	4.4	4.4	3.7	3.6	3.6	3.3
Небазова інфляція	49.7	17.5	19.4	17.9	10.3	8.6	11.3	11.3	10.5	10.1	11.7	10.0	7.5	7.5	7.4	7.8	7.3	6.8	6.8	7.2
у тому числі сирі продукти	40.7	1.2	23.5	23.3	5.2	0.6	5.4	5.4	5.9	4.3	9.6	7.0	4.0	4.0	3.7	3.5	3.6	3.5	3.5	3.1
у тому числі адміністративно регульовані ціни	64.4	34.6	16.1	13.6	13.2	14.4	16.6	16.6	14.6	15.9	15.1	13.8	11.6	11.6	11.5	12.2	10.6	10.4	10.4	10.4
ІСЦВ	25.4	35.7	16.5	15.9	18.4	15.0	10.4	10.4	8.8	9.0	7.0	8.0	8.6	8.6	6.9	8.8	8.6	8.1	8.1	8.1
<b>ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР</b>																				
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	-30.9	-54.8	-42.1	-	-	-	-	-71.4	-81.9	-	-	-	-	-56.4	-	-	-	-	-61.7	-84.1
% ВВП	-1.6	-2.3	-1.4	-	-	-	-	-2.1	-2.4	-	-	-	-	-1.5	-	-	-	-	-1.5	-2.0
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд грн	-17.0	-50.3	-38.4	-	-	-	-	-72.7	-82.8	-	-	-	-	-57.4	-	-	-	-	-61.0	-82.1
% ВВП	-0.9	-2.1	-1.3	-	-	-	-	-2.1	-2.4	-	-	-	-	-1.5	-	-	-	-	-1.5	-2.0
Баланс СЗДУ та НАК "Нафтогаз України", млрд грн	-37.5	-50.3	-38.4	-	-	-	-	-72.7	-82.8	-	-	-	-	-57.4	-	-	-	-	-61.0	-82.1
Баланс СЗДУ та НАК "Нафтогаз України", % ВВП	-1.9	-2.1	-1.3	-	-	-	-	-2.1	-2.4	-	-	-	-	-1.5	-	-	-	-	-1.5	-2.0
<b>ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)</b>																				
Поточний рахунок, млрд дол	1.6	-1.3	-2.4	-0.6	0.4	-1.5	-0.3	-2.0	-2.4	-0.8	-0.4	-1.4	0.0	-2.6	-1.3	-0.4	-1.4	-0.5	-3.6	-3.9
Фінансовий рахунок, млрд дол	1.2	-2.6	-5.0	-0.3	-0.1	-2.2	-1.4	-4.0	-5.0	-0.6	-1.8	-0.1	0.1	-2.4	-2.0	-1.3	0.2	-0.3	-3.5	-3.9
Зведений баланс, млрд дол	0.8	1.3	2.6	-0.3	0.5	0.7	1.1	2.0	2.6	-0.2	1.3	-1.3	-0.1	-0.3	0.7	0.9	-1.6	-0.2	-0.1	0.0
Валові резерви, млрд дол	13.3	15.5	18.8	18.1	18.0	20.1	20.7	20.7	21.6	20.0	20.8	18.9	18.8	18.8	20.0	20.9	19.8	19.7	19.7	20.0
Місяцє імпорту майбутнього періоду	3.1	3.2	3.3	3.1	3.1	3.4	3.5	3.5	3.7	3.3	3.4	3.1	3.0	3.0	3.2	3.3	3.1	3.0	3.0	3.2
Експорт товарів, річна зміна (%)	-29.9	-5.3	18.3	8.7	14.7	8.9	7.0	9.7	6.3	-0.9	-1.9	0.5	2.3	0.1	4.6	4.7	6.0	5.8	5.3	5.7
Імпорт товарів, річна зміна (%)	-32.6	4.2	21.1	12.6	12.2	10.6	4.2	9.6	5.9	4.9	6.3	3.3	1.9	4.0	6.4	3.3	4.9	7.5	5.6	4.7
<b>МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)</b>																				
Грошова база	0.8	13.6	4.6	-1.5	5.2	5.8	11.0	11.0	11.0	-2.6	0.7	0.8	6.2	6.2	-2.6	0.2	-0.5	4.6	4.6	3.8
Грошова маса	3.9	10.9	9.6	-3.3	0.1	3.0	10.4	10.4	10.6	-2.3	-0.3	1.7	8.7	8.7	8.5	-0.6	1.2	8.2	8.2	8.3
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	2.0	2.2	2.4	-	-	-	-	2.6	2.6	-	-	-	-	2.6	-	-	-	-	2.7	2.7