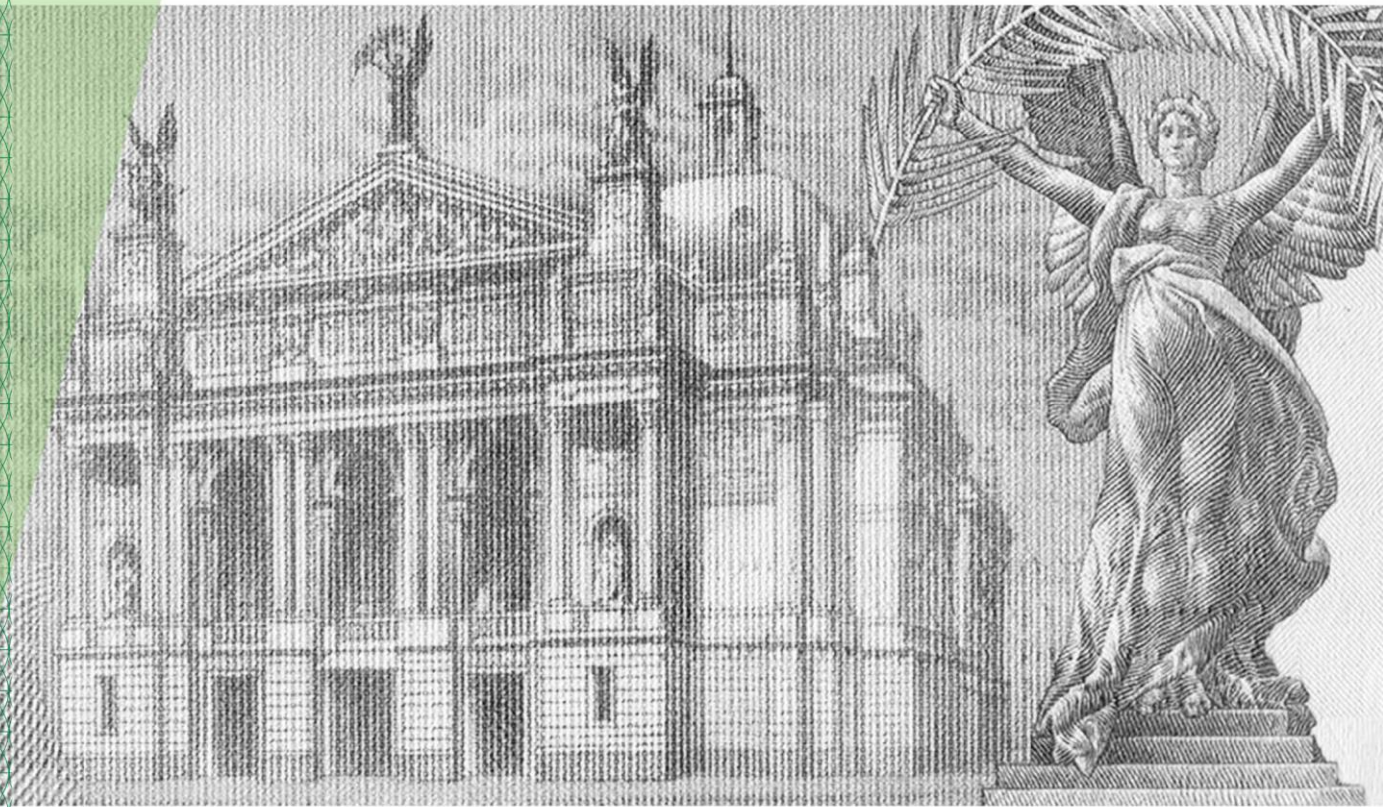




Національний  
банк України

# Інфляційний звіт

Липень 2019 року



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

Пріоритетом монетарної політики є досягнення та забезпечення цінової стабільності. Ціновою стабільністю передбачається незначне зростання цін, а не їхня незмінність. За низької та стабільної інфляції доходи і заощадження українців захищені від знецінення, підприємці можуть здійснювати довгострокові інвестиції у вітчизняну економіку, що сприяє створенню робочих місць. Якщо це не перешкоджає досягненню цінової стабільності, НБУ також сприяє фінансовій стабільності і сталому економічному зростанню.

НБУ забезпечує цінову стабільність, використовуючи режим інфляційного таргетування. Основними його рисами є:

- Публічно оголошена ціль з інфляції та зобов'язання її досягати. Проведення монетарної політики спрямоване на наближення темпів інфляції до середньострокової інфляційної цілі – 5%. НБУ прагне, щоб фактична інфляція не відрізнялася від цієї цілі більш ніж на один процентний пункт в обидва боки. Основним інструментом, за допомогою якого НБУ впливає на рівень інфляції, є облікова (ключова) ставка.
- Орієнтація на прогноз інфляції. В Україні зміна облікової ставки НБУ найбільше впливає на рівень інфляції через 9–18 місяців. Тому НБУ провадить активну політику з урахуванням не так поточних значень інфляції, як її найімовірнішої динаміки в майбутньому. Якщо прогнозована інфляція перебуває вище цільового рівня, то для її зниження облікова (ключова) ставка підвищується для приведення інфляції до цілі 5%. І навпаки: за нижчого прогнозованого показника інфляції порівняно з цільовим рівнем ключова ставка знижується.
- Відкрита комунікація з громадськістю. Прозорість і передбачуваність монетарної політики НБУ, яка досягається в тому числі за рахунок публікації цього Інфляційного звіту, сприяє підвищенню довіри суспільства до монетарної політики, що, у свою чергу, є важливою передумовою для ефективного управління інфляційними очікуваннями та досягнення цінової стабільності.

Рішення щодо облікової ставки Правління НБУ приймає вісім разів на рік відповідно до опублікованого заздалегідь графіка. На засіданнях у січні, квітні, липні та жовтні рішення приймаються на підставі нового макроекономічного прогнозу. На інших чотирьох засіданнях (у березні, червні, вересні та грудні) – на підставі оцінки ризиків та невизначеності з урахуванням нової інформації про внутрішні та зовнішньоекономічні події, яка з'явилася після останнього прогнозу. Рішення щодо облікової ставки оголошується на прес-брифінгу, який проводиться того самого дня о 14.00 після засідання Правління з питань монетарної політики. Через тиждень після цього в Інфляційному звіті публікується детальний макроекономічний аналіз і прогноз, на підставі якого приймаються рішення щодо облікової ставки.

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 – 17 липня 2019 року.

Прогнози інфляції та інших макроекономічних показників були підготовлені Департаментом монетарної політики та економічного аналізу і 18 липня 2019 року схвалені на засіданні Правління НБУ з питань монетарної політики<sup>1</sup>.

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

---

<sup>1</sup> Рішення Правління Національного банку України від 18 липня 2019 року № 494-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

## Зміст

Головне	4
Частина 1. Зовнішнє середовище	7
1.1. Економічна активність	7
1.2. Світові товарні ринки	8
1.3. Світові фінансові ринки	10
Вставка 1. Монетарна політика центральних банків країн, ринки яких розвиваються, в умовах посилення торгового протистояння	12
Частина 2. Економіка України: поточні тенденції	14
2.1. Інфляційний розвиток	14
Вставка 2. Сприйняття інфляції домогосподарствами	17
2.2. Попит і випуск	19
2.3. Ринок робочої сили та доходи домогосподарств	22
Вставка 3. Зв'язок між продуктивністю праці, реальною зарплатою та інфляцією	24
2.4. Фіскальний сектор	26
2.5. Платіжний баланс	29
Вставка 4. Валовий зовнішній борг України: останні тенденції	33
2.6. Монетарні умови та фінансові ринки	35
Частина 3. Економіка України: прогноз	35
3.1. Інфляційний розвиток	39
3.2. Попит і випуск	41
3.3. Платіжний баланс	44
3.4. Монетарні умови та фінансові ринки	46
Вставка 5. Публікація прогнозу облікової ставки	47
3.5. Ризики прогнозу	49
Абревіатури та скорочення	52



## Головне<sup>2</sup>

### Фундаментальний інфляційний тиск знижувався завдяки жорсткій монетарній політиці

У червні 2019 року споживча інфляція в річному вимірі становила 9.0%, наблизившись до прогнозу, опублікованого в ["Інфляційному звіті" за квітень 2019 року](#). На початку II кварталу її прискорення та відхилення від прогнозної траєкторії було зумовлено дією тимчасових факторів пропозиції, вплив яких у червні почав вичерпуватися. Базова інфляція в II кварталі дещо уповільнилася (до 7.4%) та була близькою до прогнозу НБУ.

Фундаментальний інфляційний тиск стримувала жорстка монетарна політика, зокрема через зміцнення обмінного курсу гривні до валют країн – торговельних партнерів. Вплив високих процентних ставок на обмінний курс відбувався насамперед через подальший приплив портфельних інвестицій нерезидентів у гривневі ОВДП. Поліпшення умов торгівлі для України через зниження цін на газ за одночасного зростання цін на залізну руду та зернові на світових ринках також надавало підтримку обмінному курсу. У цих умовах на тлі зміцнення обмінного курсу НБУ продовжував поповнювати міжнародні резерви, здійснюючи інтервенції на міжбанківському валютному ринку.

Жорстка монетарна політика також відобразилася в поліпшенні інфляційних очікувань усіх груп респондентів, а очікування домогосподарств та підприємств досягли найнижчого рівня за останні п'ять років. Утім, показники інфляції залишалися порівняно високими через тиск з боку стійкого споживчого попиту, зростання виробничих витрат і подальшого підвищення адміністративно регульованих цін.

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

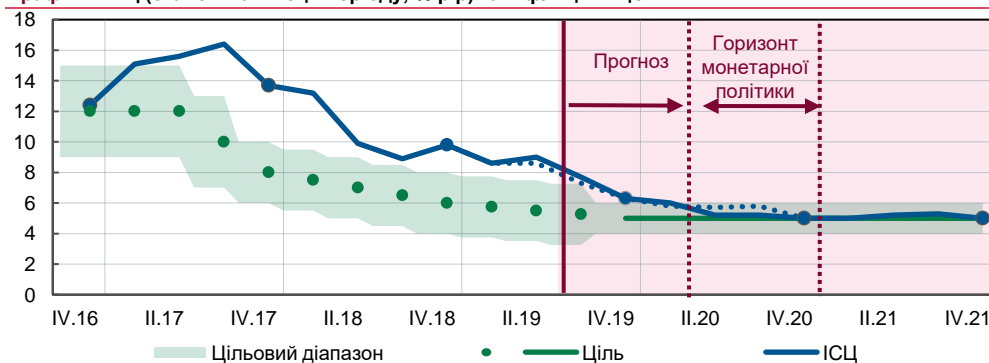
Споживча інфляція знизиться до 6.3% до кінця цього року, на початку 2020 року досягне цільового діапазону (5% ± 1 в. п.), а середньострокової цілі 5% – наприкінці 2020 року.

Уповільнення інфляції і далі будуть зумовлювати достатньо жорсткі монетарні умови. Навіть за поступового зниження облікової ставки її реальне значення залишатиметься високим з огляду на поліпшення інфляційних очікувань. Високі реальні процентні ставки будуть сприяти інвестиційній привабливості гривневих фінансових інструментів та відповідно підтримці обмінного курсу гривні. Крім того, така монетарна політика буде обмежувати тиск з боку споживчого попиту.

Також поступовій дезінфляції сприятимуть:

- виважена фіскальна політика, що буде зумовлена необхідністю погашення значних обсягів державного боргу у 2019–2021 роках;
- повільніше зростання заробітних плат під впливом скорочення розриву з зарплатами в сусідніх країнах і послаблення інтенсивності міграційних процесів;
- порівняно низькі ціни на енергоресурси на світових ринках;
- значна пропозиція продовольчих товарів як вітчизняного, так й іноземного походження.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

<sup>2</sup> Якщо не позначено інше – пунктирна лінія в графіках означає попередній прогноз.

Прогноз інфляції не змінився, проте були переглянуті окремі її компоненти у 2019 році. Зокрема прогноз базової інфляції був підвищений через швидше, ніж раніше очікувалося, зростання заробітних плат. Однак загалом очікується продовження тенденції уповільнення базової інфляції (до 5.5% у поточному році та 3.8% у наступних).

Водночас адміністративно-регульовані ціни зростатимуть повільніше, ніж очікувалося, переважно через нижчі ціни на імпортований газ. Але через продовження доведення ставок акцизів на тютюнову та алкогольну продукцію до європейських рівнів регульовані ціни продовжать зростати відносно високими темпами (12.8% у поточному році та трохи нижче 10% у наступних).

### **У першій половині 2019 року економічне зростання очікувано сповільнилося**

У I кварталі 2019 року зростання реального ВВП очікувано уповільнилося (до 2.5% р/р) через зниження додатного внеску сільського господарства в результаті вичерпання ефекту рекордного врожаю 2018 року. Водночас внутрішній попит зростав швидше, ніж очікувалося. Прискорилося зростання приватного споживання на тлі збільшення доходів населення, а інвестицій – на тлі високих капітальних видатків бюджету, поліпшення ділових очікувань підприємств та реалізації приватних інвестиційних проєктів. Стійке зростання економіки на тлі розширення пропозиції робочої сили підтримувало збільшення рівня зайнятості та зниження рівня безробіття.

У II кварталі, за оцінками НБУ, зростання економіки прискорилося до 3.0% р/р та також підтримувалося внутрішнім попитом. Про подальше стійке зростання споживчого попиту свідчило прискорення зростання роздрібного товарообороту, чому сприяло збільшення доходів населення. Високими темпами й надалі зростало будівництво. Також поліпшилася ситуація в промисловості, а обсяги збирання ранніх зернових перевищили минулорічні.

На тлі поліпшення зовнішніх умов у 2019 році розширення дефіциту торгівлі товарами, за винятком статистичного ефекту від розмитнення раніше ввезених автомобілів з іноземною реєстрацією призупинилося. Цьому сприяли істотне нарощення поставок окремих сільськогосподарських культур та стримане зростання імпорту. Подальше збільшення надходжень з оплати праці, нижчі виплати дивідендів та розширення профіциту торгівлі послугами сприяли формуванню профіциту рахунку поточних операцій у перші 5 місяців року. Залучення уряду на міжнародному ринку капіталів і приплив коштів нерезидентів у гривневій ОВДП компенсували значні виплати державного сектору за зовнішніми зобов'язаннями. У результаті на кінець червня резерви були близькими до рівня початку 2019 року (20.6 млрд дол.).

### **Економіка України зростатиме стійкими темпами на рівні 3-4% у 2019–2021 роках**

Зниження темпів економічного зростання у 2019 році до 3.0% (після 3.3% у 2018 році) зумовлюється уповільненням глобальної економіки та світової торгівлі, стриманою фіскальною політикою через потребу погашення значних обсягів державного боргу, а також жорсткими монетарними умовами, необхідними для зниження інфляції до цілі. Водночас суттєва підтримка економічної активності очікується з боку сприятливих умов торгівлі, а також чергового рекордного врожаю зернових в Україні.

Основним драйвером економічного зростання залишатиметься внутрішній попит. Приріст приватного споживання сповільниться, однак буде значним завдяки зростанню реальних доходів домогосподарств – заробітних плат, пенсійних виплат, а також грошових переказів із-за кордону. Також вагому підтримку економіці надаватимуть інвестиції в основний капітал, що продовжать зростати високими темпами та спрямовуватимуться насамперед в експортоорієнтовані галузі та енергетику.

Зростання реального ВВП прискориться до 3.2% у 2020 та 3.7% у 2021 році. Цьому сприятимуть поступове пом'якшення монетарної політики, що стимулюватиме внутрішній попит, а також поживлення економічної активності у світі. Стримуючим фактором для економічного зростання буде скорочення обсягів транзиту природного газу до Європи внаслідок будівництва обхідних газопроводів.

Порівняно з квітневим прогнозом НБУ підвищив прогноз зростання реального ВВП у 2019 (до 3% з 2.5%) та 2020 (до 3.2% з 2.9%) роках у зв'язку із стійкішим внутрішнім попитом, кращими умовами торгівлі та поліпшенням припущень щодо врожаю зернових.

### **Дефіцит поточного рахунку залишатиметься в прийнятних межах**

У 2019 році дефіцит поточного рахунку скоротиться до 2.6% ВВП завдяки рекордному врожаю зернових, сприятливим умовам торгівлі, а також зниженню виплат дивідендів. У 2020–2021 роках дефіцит поточного рахунку дещо розшириться внаслідок зниження обсягів транзиту газу, певного погіршення умов торгівлі та збільшення споживчого та інвестиційного імпорту.

### **Основним припущенням макроекономічного прогнозу залишається подальша співпраця з Міжнародним валютним фондом – уже в рамках нової програми**

Отримання фінансування від МВФ дасть змогу Україні отримати інше офіційне фінансування, покращити умови доступу до міжнародних ринків капіталу, а також підтримати інтерес інвесторів до українських активів. Відповідні боргові залучення дадуть змогу уряду профінансувати значні виплати за зовнішнім державним боргом у 2019–2021 роках. Також це сприятиме залученню іноземних інвестицій приватним сектором. У результаті міжнародні резерви зростуть до 23 млрд дол. станом на кінець 2021 року (3.3 місяця імпорту майбутнього періоду).

### **Головним внутрішнім ризиком для базового прогнозного сценарію є подальше посилення загроз для макрофінансової стабільності**

Затримка в проведенні ключових реформ або кроки з нівелювання попередніх досягнень, зокрема через судові та законодавчі рішення, можуть суттєво посилити вразливість економіки України та стати на заваді продовженню співпраці з МВФ. Це може погіршити курсові й інфляційні очікування та ускладнити доступ до міжнародних ринків капіталу в умовах високого боргового навантаження в наступні роки. Також актуальними залишаються ризики:

- припинення транзиту газу з Росії територією України з початку 2020 року;
- ескалація військового конфлікту та нові торговельні обмеження з боку Росії;
- посилення торговельних війн та наростання геополітичних конфліктів.

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

Наразі стійка тенденція до уповільнення інфляції до цілі в 5% дає змогу НБУ продовжити цикл зниження облікової ставки. З огляду на оновлений макроекономічний прогноз та баланс ризиків для нього Правління НБУ ухвалило рішення знизити облікову ставку до 17.0% з 19 липня 2019 року.

Також Правління НБУ ухвалило рішення розпочати оприлюднення прогнозу процентної ставки в рамках щоквартального перегляду макроекономічного прогнозу. Публікація прогнозу процентної ставки є частиною еволюційного процесу посилення прозорості монетарної політики для центральних банків – таргетерів інфляції.

НБУ розраховує, що публікація прогнозу ставки поліпшить зрозумілість та передбачуваність монетарної політики для усіх стейкхолдерів. Ця інформація буде корисною для бізнесу, аналітиків, інвесторів, домогосподарств. Вона може знадобитися під час прийняття інвестиційних рішень, розроблення планів з розвитку бізнесу, схвалення рішень щодо заощаджень тощо. Прогноз ставки формуватиме очікування учасників фінансових ринків. Це дасть змогу НБУ посилити вплив облікової ставки на вартість фінансових ресурсів і згодом – на інфляцію. НБУ наголошує, що прогноз не є зобов'язанням НБУ, а тому фактична облікова ставка може відхилитися від прогнозу в разі зміни макроекономічних умов.

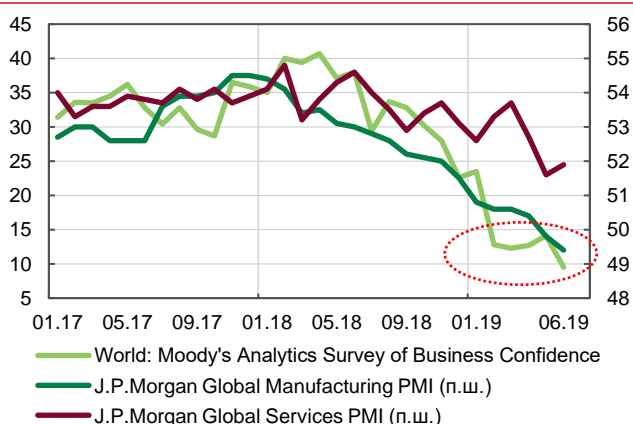
Базовий сценарій передбачає подальше зниження облікової ставки до її нейтрального рівня 8% у номінальному вимірі упродовж наступних років за умови стійкого зниження інфляції до цілі 5%. Найбільш стрімке зниження ставки очікується впродовж 2020 року на тлі повернення інфляції до цільового діапазону та покращення інфляційних очікувань.

Реалізація низки проінфляційних ризиків як внутрішнього, так і зовнішнього походження, зумовить повільніше зниження ставки до 8%. Водночас збільшення попиту нерезидентів на гривневі державні облігації та відповідне зміцнення гривні можуть створити можливості для швидшого зниження облікової ставки порівняно з базовим сценарієм.

## Частина 1. Зовнішнє середовище

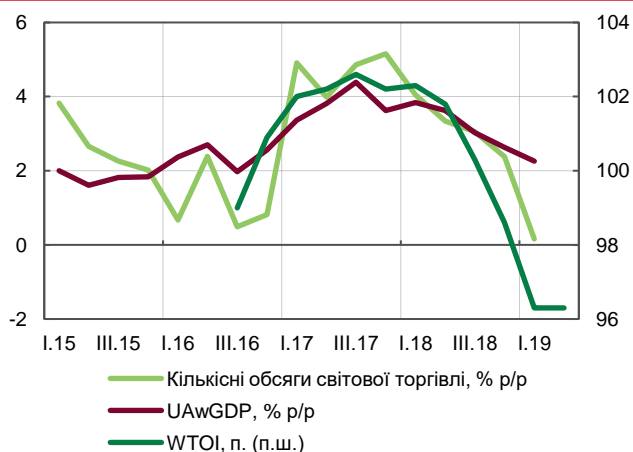
- У 2019 році світова економіка і торгівля суттєво уповільнилися через геополітичні конфлікти і протекціоністські заходи. Водночас поступове пристосування країн до нових геоекономічних умов призведе до помірного прискорення зростання світового ВВП у 2020–2021 роках.
- Звуження світового попиту негативно позначилося на динаміці цін на світових товарних ринках. Однак на більшості ринків визначальними були і залишатимуться на прогнозованому горизонті фактори пропозиції. У підсумку умови торгівлі для України поліпшилися через зниження цін на газ за одночасного зростання цін на залізну руду та зернові.
- Умови для ЕМ на світових фінансових ринках формувалися під впливом двох різноспрямованих чинників – погіршення прогнозів світового економічного зростання та пом'якшення монетарної політики провідними країнами. Надалі очікується, що другий чинник відіграватиме провідну роль.

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



Джерело: IHS Markit, Moody's.

**Графік 1.2.** Кількісні обсяги світової торгівлі, середньозважений показник зростання ВВП в країнах – ОТП України (UAWGDP) та випереджаючий індикатор світової торгівлі (WTOI)



Джерело: COT, розрахунки НБУ.

### 1.1. Економічна активність

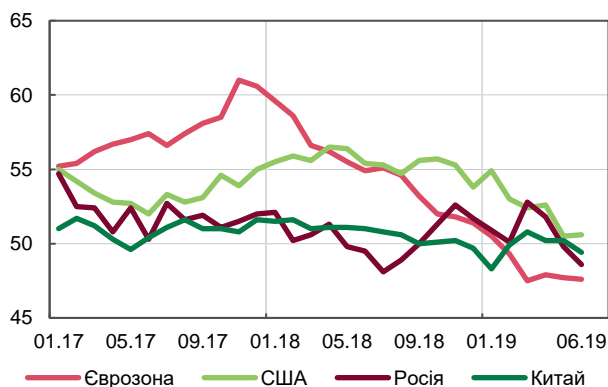
Як і очікувалося, негативний ефект на світову економіку і торгівлю в II кварталі 2019 року від дії протекціоністських заходів посилювався. Про це свідчили випереджаючі індикатори на основі опитувань. Global Manufacturing PMI знизився нижче індикативного рівня в 50 п. через погіршення ділових очікувань. Зокрема, темпи скорочення нових замовлень були найбільшими за останні майже сім років. WTOI<sup>3</sup> третій квартал поспіль відображав зростання світової торгівлі темпами, нижчими від тренду. Вагомою причиною цього стало суттєве звуження світового споживання – Global Services PMI був найнижчим за останні майже три роки. Причому країни, прямо втягнуті в торговельний конфлікт (США та Китай), найбільше відчували негативну дію запроваджених спільних заходів.

Уповільнення світової торгівлі та погіршення ділових очікувань і далі гальмуватимуть економічну активність. Пристосування країн до нових геоекономічних умов на тлі м'якої монетарної політики провідними центральними банками призведуть до помірного прискорення зростання світової економіки в наступні роки. Очікується, що циклічне відновлення в провідних розвинутих країнах втрачатиме свій імпульс через наближення до потенціалу, а політика підтримки економічного зростання поступово послабиться на тлі додатного розриву випуску та низького рівня безробіття.

Темпи зростання економіки США в I кварталі 2019 року залишилися сталими та перевищили очікування НБУ згідно з [Інфляційним звітом за квітень 2019 року](#). Водночас зростання споживчого попиту сповільнилося через пригальмування зростання заробітних плат і створення нових робочих місць. Також послаблення споживчих витрат і формування значних запасів відображало суттєве зниження темпів зростання реального імпорту товарів і послуг. Випереджаючі індикатори свідчать про стрімке сповільнення зростання в подальшому. Індекс ділової активності в США у середині II кварталу знизився до найнижчого рівня за останні майже десять років. Значний проциклічний

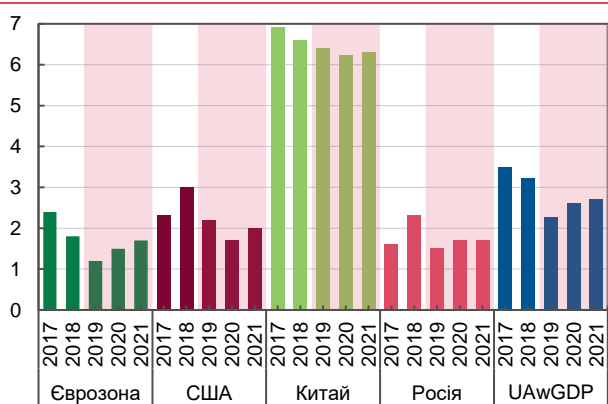
<sup>3</sup> WTOI - випереджаючий індикатор світової торгівлі розрахований COT на II квартал 2019 року.

Графік 1.3. PMI промисловості окремих країн світу



Джерело: IHS Markit.

Графік 1.4. Реальний ВВП окремих країн та UAWGDP, %, р/р



Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Графік 1.5. Світові ціни на окремі сталеві напівфабрикати та на залізну руду (62%), дол./т, середні за квартал



Джерело: Refinitiv Datastream, прогноз НБУ.

фіскальний імпульс продовжував підтримувати економіку в поточному році, однак вичерпання цього ефекту на тлі дії протекціоністських заходів призведе до зниження темпів зростання економіки США в наступні періоди.

Звуження зовнішньої торгівлі та глобальна невизначеність продовжували негативно позначатися на економіці Єврозони, насамперед на виробничому секторі. Однак зростання економічної діяльності у сфері послуг залишалося порівняно сталим, а стан ринку праці і далі поліпшувався. Очікується, що м'які фінансові умови, поміркована фіскальна політика та поліпшення ситуації на ринку праці завдяки зростанню зайнятості і підвищенню заробітних плат підтримуватимуть зростання економіки Єврозони на прогнозованому горизонті. Зростання поступово прискорюватиметься, проте темпи залишатимуться помірними через слабкі зовнішні умови та внутрішньополітичні проблеми.

Країни, ринки яких розвиваються, враховуючи їх меншу (за винятком Китаю і Туреччини) залученість у торговельні конфлікти, виявили більшу економічну стійкість порівняно з розвинутими країнами. Економічне зростання країн ЦСЄ у I кварталі залишалося порівняно високим завдяки розширенню споживання. Останнє підтримувалося зростанням заробітних плат, хоча й дещо меншими темпами порівняно з минулим роком, в умовах низького рівня безробіття. Натомість саме через дефіцит робочої сили та високі ціни на нерухомість очікується перехід цих країн у циклічну фазу спаду та відповідно сповільнення економічної активності. У свою чергу, економіка Туреччини й надалі перебувала в стагнації. Суттєві обсяги зовнішньої заборгованості, висока інфляція, падіння курсу національної валюти і скорочення споживання були стримуючими факторами. На тлі значних геополітичних ризиків і загроз незалежності центрального банку відновлення економічного зростання в найближчі роки буде млявим.

Темпи зростання економіки країн Азії, попри сповільнення, залишалися одними з найвищих. Державна фінансова підтримка та внутрішній споживчий попит були вагомими факторами зростання. У наступні роки очікується, що країни Азії залишатимуться драйвером світової економіки. Фіскальні та монетарні стимули, зокрема значні обсяги витрат у інфраструктурні проекти, та високі обсяги кредитування сприятимуть зростанню.

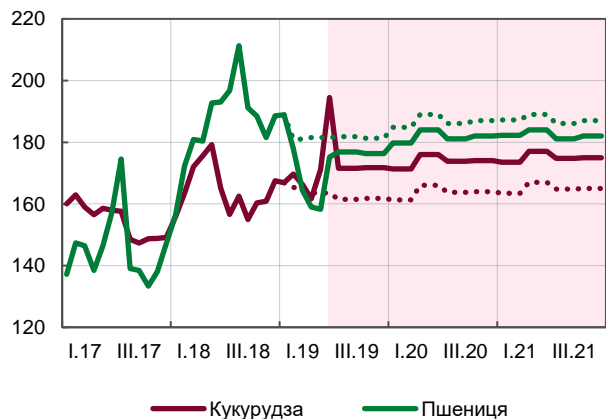
Серед груп країн EM із початку 2019 року найбільше сповільнилося зростання країн СНД через їхню значну залежність від зовнішнього попиту і світової цінової кон'юнктури. Однак поступове пристосування цих країн до нових геоekonomічних умов та пом'якшення світових фінансових умов підтримає їхнє зростання в наступні роки.

## 1.2. Світові товарні ринки

Зниження світового попиту негативно позначалося на динаміці цін на світових товарних ринках упродовж

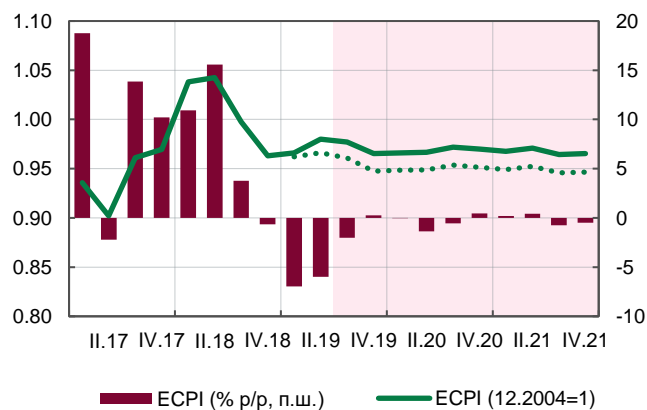


Графік 1.6. Світові ціни на зернові, дол./т, середні за квартал



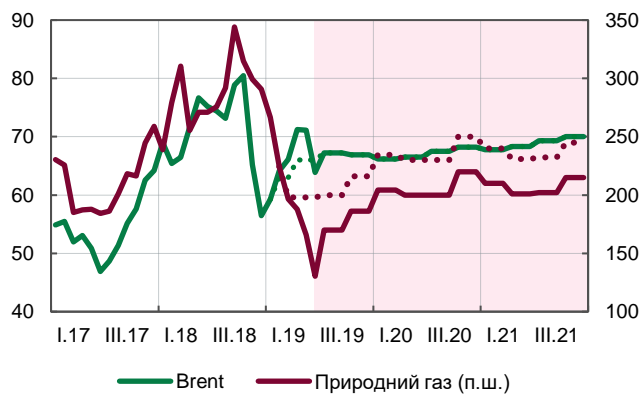
Джерело: Refinitiv Datastream, прогноз НБУ.

Графік 1.7. Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСPI)



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 1.8. Світові ціни на нафту марки Brent (дол./бар.) та ціни на природний газ на німецькому хабі (дол./м³)



Джерело: Refinitiv Datastream, прогноз НБУ.

II кварталу 2019 року. Однак на більшості ринків визначальними були та залишатимуться на прогнозованому горизонті фактори пропозиції.

Світові ціни на сталь помірно знижувалися через млявий попит на більшості регіональних ринків в умовах високої напруженості між США та Китаєм. Світові обсяги виробництва сталі продовжували зростати за рахунок прискорення виробництва в США та Китаї, що з надлишком компенсувало зменшення виробництва в ЄС. За даними Global Steel Users PMI, на кінець II кварталу падіння виробництва сталі в ЄС стало найбільшим із грудня 2012 року. Причинами падіння були торговельні війни, млявий попит із боку інших видів економічної діяльності країн Єврозони, невизначеність щодо Brexit і все ще актуальні проблеми в автомобільній галузі. Очікується, що попит на сталь у європейському регіоні залишатиметься слабким і в наступні роки. Натомість у США та Китаї прогнозується помірне зростання попиту, забезпечене державною підтримкою інфраструктурних проектів. Порівняно слабкий світовий попит і значна пропозиція тиснутимуть у бік зниження цін на сталь. Та високі ціни на залізну руду утримуватимуть котирування на сталь і сталеву продукцію від стрімкого падіння.

Світовий ринок залізної руди перебував під впливом побоювань можливого істотного дефіциту, спровокованих зниженням видобутку в Бразилії та перебоями поставок з Австралії. Як наслідок ціни на залізну руду в II кварталі перевищили 100 дол./т. Додатково підігрівалося зростання цін підвищеним попитом з боку Китаю в умовах вичерпання запасів. Очікується, що пропозиція залізної руди в найближчі роки зросте з огляду на відновлення роботи в Австралії та появу на ринку нових постачальників. Так, у II кварталі на світовий ринок уперше в історії вийшла Республіка Конго. Країна планує в найближчі два роки постачати на зовнішні ринки близько 2 млн тонн зі збільшенням цих обсягів до 30 млн тонн до 2024 року (це майже 8% експорту Австралії, яка є світовим лідером). Також активізували діяльність індійські залізні корпоративні, а Китай вивчає можливості розширення внутрішнього видобутку залізної руди.

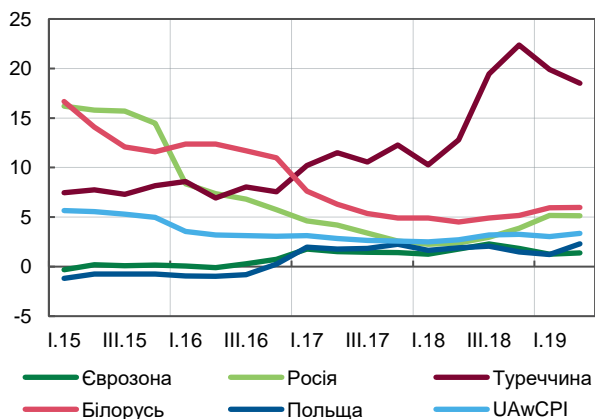
Ціни на зернові після падіння з початку року стрімко зросли наприкінці II кварталу. Безпрецедентні дощі в США спричинили затримки в посівній кампанії кукурудзи. У результаті врожай цієї культури в 2019/2020 МР очікується на 5–10% нижчим, ніж минулого року. Це вплинуло й на баланс інших зернових – зокрема, [за оцінками USDA](#), в США очікується збільшення внутрішнього споживання пшениці. Крім того, через значну кількість опадів виникли побоювання щодо якості врожаю пшениці в США. Водночас підвищений попит на пшеницю спостерігався з боку Єгипту і ЄС. Світові ціни на зернові після сезонного коригування в III кварталі поточного року зростатимуть на прогнозованому горизонті. Ціни на пшеницю підтримуватиме суттєвий попит з боку країн Близького Сходу, Північної Африки та поступове його збільшення з боку країн Південно-Східної Азії через зміщення споживання від рису до пшениці. Натомість

**Графік 1.9.** Обсяги світового виробництва та споживання нафти і конденсату, млн бар./добу



Джерело: U.S. Energy Information Administration, 11 червня 2019.

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



Джерело: Офіційні сторінки окремих центральних банків.

**Графік 1.11.** Ключові ставки провідних центральних банків\*, %



\*Крапка без заливки означає попередній прогноз.

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

обсяги світового виробництва кукурудзи скоротяться на 2% р/р у 2019/2020 МР через проблеми в США. Попит на цю культуру зростатиме насамперед через збільшення виробництва етанолу. Як наслідок обсяги перехідних запасів скоротяться більш ніж на 10% р/р, що призведе до зростання цін й у наступному 2020/2021 МР.

За таких умов зовнішня цінова кон'юнктура для українських експортерів, виражена ЕСРІ, порівняно з попередніми очікуваннями у цілому поліпшиться. Однак ціни залишатимуться нижчими від рівня 2018 року.

У першому півріччі 2019 року світові ціни на енергоносії, зокрема нафту і природний газ, рухалися переважно в протилежних напрямках. Так, світові ціни на нафту з огляду на їхню високу чутливість до геополітичних змін на початку II кварталу перевищили рівень у 75 дол./бар. Причинами цього були: [рішення США не поновлювати тимчасові дозволи на імпорту нафти з Ірану для окремих країн](#); перебої з поставками нафти з країн Близького Сходу через внутрішні військові та геополітичні конфлікти; виконання угоди ОПЕК+. Однак через побоювання сповільнення світової економіки, а отже, й попиту на нафту, вже до кінця кварталу ціни наблизилися до 60 дол./бар. Очікується, що в наступні роки ціни коливатимуться близько від поточного рівня з незначним висхідним трендом. Підтримку надаватимуть подальше виконання угоди ОПЕК+ (дія якої подовжена на 9 місяців), санкції США проти Венесуели та Ірану. Натомість компенсуватиме тиск на ціни сповільнення зростання попиту на нафту (за оцінками [U.S. Energy Information Administration](#)) та нарощування обсягів виробництва США і Канадою.

Ціни на природний газ станом на кінець червня знизилися до мінімального рівня з 2006 року через високі запаси завдяки теплій зимі та збільшенню пропозиції зі США (зокрема скрапленого газу) та Росії. Очікується, що у III кварталі поточного року ціни на природний газ стабілізуються, а надалі помірно зростатимуть. Попит на скраплений природний газ до кінця 2020 року зросте більш як на 20%<sup>4</sup>, насамперед із боку Китаю. Водночас прискореними темпами зростатиме пропозиція з боку США та Росії, а з часом – Австралії та Катару.

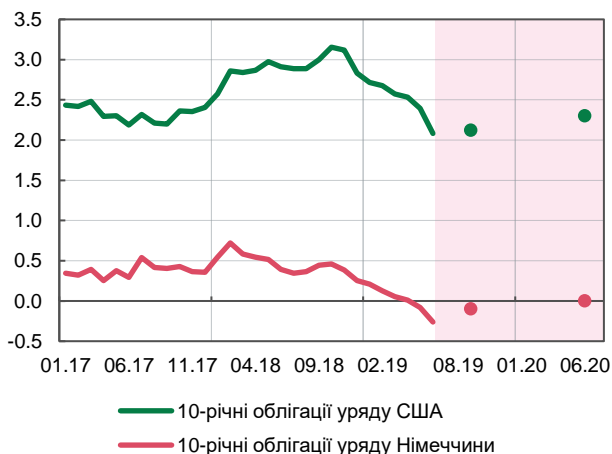
Відповідно умови торгівлі для українських виробників на прогностичному горизонті будуть значно кращими порівняно з квітневим прогнозом завдяки нижчим цінам на природний газ та порівняно високим цінам на залізну руду і зернові.

### 1.3. Світові фінансові ринки

Очікуване сповільнення економічної активності і ризики зменшення інфляції призвели до коригування монетарної політики в більшості країн, насамперед провідними центральними банками. На відміну від попередніх періодів, риторика ФРС та ЄЦБ була доволі синхронною.

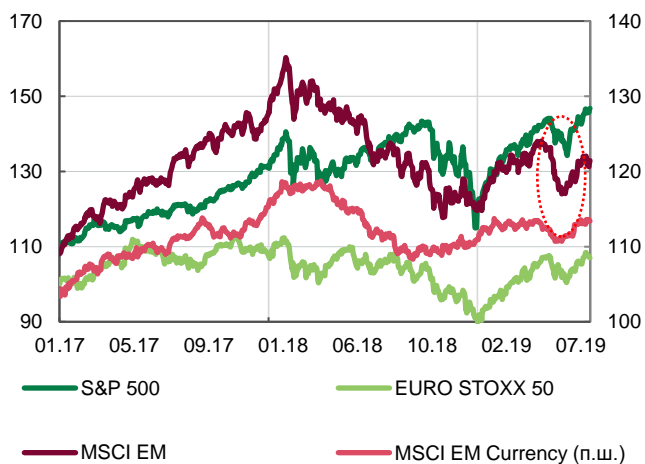
<sup>4</sup> За прогнозом Royal Dutch Shell. LNG Outlook 2019.

**Графік 1.12.** Дохідність 10-річних державних облігацій США та Німеччини, %



Джерело: Refinitiv Datastream, прогноз НБУ.

**Графік 1.13.** Індеси світового фондового ринку та MSCI EM Currency, 01.01.2016 = 100



Джерело: Refinitiv Datastream.

**Графік 1.14.** Історія прогнозів ставки за федеральними коштами на основі ф'ючерсів, %



Джерело: Federal Reserve, Bloomberg, Haver Analytics, DB Global Research.

Очікується, що глобальний інфляційний тиск залишатиметься стриманим через уповільнення глобальної економіки, а провідні центральні банки не поспішатимуть із посиленням монетарної політики. Зокрема, ЄЦБ підтримуватиме економіку за допомогою реінвестування прибутків від цінних паперів, довгострокових операцій із рефінансування ліквідності й утримання на низькому рівні процентної ставки, зміна якої можлива не раніше середини 2020 року. ФРС, у свою чергу, призупинить скорочення свого балансу у вересні 2019 року та просигналізувала про можливий тимчасовий перехід до зниження процентної ставки вже в поточному році. Готовність ФРС та ЄЦБ пом'якшити монетарну політику призвело до стрімкого зниження дохідності державних цінних паперів розвинутих країн наприкінці II кварталу. Так, дохідність 10-річних державних цінних паперів Німеччини знизилася до -0.3%, а США – нижче 2%, що стало найнижчим рівнем за останні три роки.

Умови для EM на світових фінансових ринках упродовж II кварталу формувалися під впливом двох основних різноспрямованих за своєю дією чинників – посилення побоювань щодо сповільнення світової економіки через загострення торговельного протистояння між США та Китаєм та пом'якшення монетарної політики провідними центральними банками. Перший спричинив зростання глобального несприйняття ризиків, призвівши до масштабного розпродажу активів EM та девальвації більшості валют цієї групи країн до долара в першій половині кварталу. Додатковими факторами були слабкі макроекономічні показники Євросони; посилення напруженості на Близькому Сході; політична невизначеність у Великобританії через Brexit. Водночас пом'якшення риторики провідних центральних банків сприяло відновленню інтересу інвесторів до ризикових активів, у тому числі країн EM. Додатково оптимізм на ринках був підтриманий зустріччю лідерів США і Китаю на саміті G-20 наприкінці червня для обговорення торгового протистояння. У результаті більшість валют країн цієї групи зміцнилися до долара.

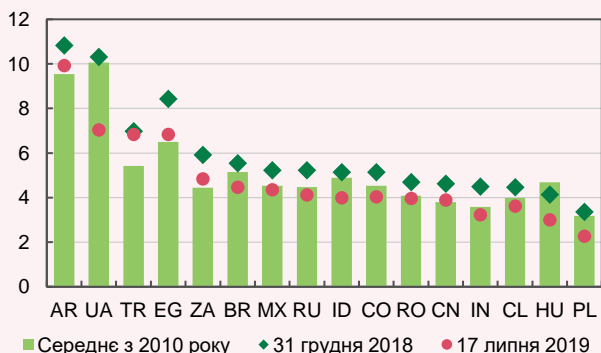
Очікується, що в умовах пом'якшення монетарної політики ФРС та ЄЦБ світові процентні ставки залишатимуться на досить низькому рівні. На відміну від учасників фінансових ринків, ми прогнозуємо більш стримане пом'якшення політики провідними центральними банками. Однак попит інвесторів на ризикові фінансові активи зберігатиметься, а умови на світових фінансових ринках для країн EM залишатимуться порівняно сприятливими. Додатковими факторами інтересу інвесторів до країн EM будуть кращі перспективи економічного розвитку країн цієї групи на тлі сповільнення економіки США та брак високоприбуткових фінансових активів на глобальних фінансових ринках. За цих умов центральні банки EM будуть змушені балансувати між цілями стимулювання економічної активності та збереження цінової стабільності (детальніше – у Вставці 1 на стор. 12).

## Вставка 1. Монетарна політика центральних банків країн, ринки яких розвиваються, в умовах посилення торгового протистояння

Перебіг торгових конфліктів залишається одним із ключових джерел ризиків та невизначеності в найближчі роки. У випадку їхнього загострення навіть попри пом'якшення світових фінансових умов, більшість ЕМ можуть одночасно зіткнутися з падінням сукупного попиту і девальваційним тиском. Залежно від специфічних характеристик економіки, у відповідь на наявні виклики окремі центральні банки ЕМ матимуть можливість пом'якшити монетарну політику з метою стимулювання економічної активності, інші будуть змушені перейти до більш жорсткої політики задля збереження цінової стабільності.

Ескаляція торгового конфлікту між США та Китаєм призвела до звуження інвестиційної активності та торгівлі у першій половині 2019 року, що негативно відобразилося на перспективах зростання глобальної економіки та динаміці світових цін на товарних ринках. Уповільнення темпів економічного зростання та інфляції в США та Єврозоні зумовило суттєве пом'якшення риторики ФРС та ЄЦБ. Це відобразилося в зниженні дохідності за облігаціями Держказначейства США та інверсії кривої дохідності, а дохідність цінних паперів Німеччини знову набула від'ємних значень. З огляду на обмежену пропозицію інструментів з високою дохідністю пом'якшення фінансових умов підтримало інтерес інвесторів до ризикових активів, що сприяло зниженню премії за ризик та вартості зовнішніх залучень у більшості країн ЕМ.

Графік 1. JP Morgan EMBI+ для окремих ЕМ



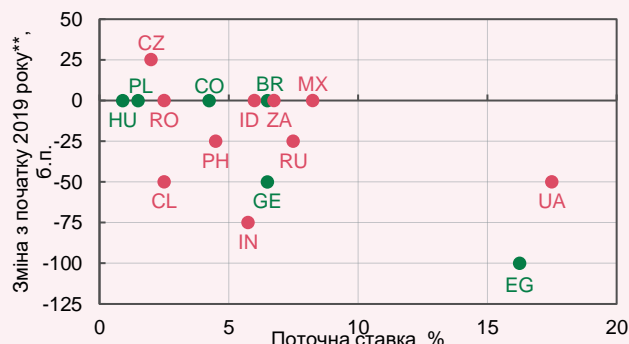
Джерело: Bloomberg.

Пом'якшення фінансових умов для ЕМ створило простір для зниження ключових ставок в окремих країнах. Наприкінці 2018 року, за опитуванням Bloomberg, у більшості ЕМ очікувалася більш жорстка політика, натомість уже в квітневому та липневому опитуваннях – більш м'яка. Індія, Єгипет, Росія, Україна та Чилі вже знизили ключові ставки в першому півріччі 2019 року.

Водночас зберігається невизначеність щодо торговельної угоди між США та Китаєм, а також ризики подальшого зростання напруження між США та Мексикою. У випадку загострення торгових конфліктів, більшість ЕМ може одночасно зіткнутися з падінням сукупного попиту і девальваційним тиском. Ці фактори матимуть різноспрямовані ефекти на інфляцію, тому реакція монетарної політики центральних банків ЕМ відрізнятиметься з огляду на специфічні характеристики економік цих країн. Важливими, зокрема, будуть такі фактори, як ступінь залученості до торгових конфліктів, залежність від цін на сировинні товари, стійкість зовнішньоекономічної позиції, рівень інфляції відносно цілі,

чутливість цін та інфляційних очікувань до змін обмінного курсу тощо.

Графік 2. Ключові процентні ставки окремих центральних банків ЕМ\*, %



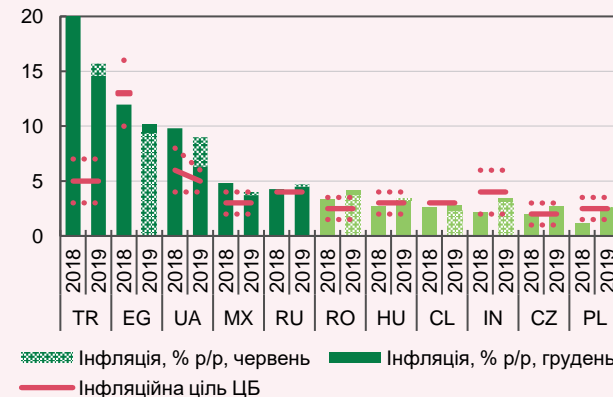
\* Рожевим позначено країни, які принаймні 1 раз підвищували ставку протягом 2018 року.

\*\* Кумулятивна зміна з початку 2019 року станом на 17.07.2019.

Джерело: Офіційні сторінки окремих центральних банків.

У країнах, де звуження зовнішнього попиту та зниження обсягів торгівлі матиме суттєвий вплив насамперед на економічну активність, центральні банки матимуть змогу проводити більш м'яку монетарну політику з метою стимулювання внутрішнього попиту. Особливо це стосується країн з відносно високими кредитними рейтингами та низькою вартістю зовнішнього фінансування, зокрема більшості країн ЦСЄ та Чилі. Центральні банки цих країн останні роки утримували ставки політики на дуже низькому рівні і вірогідно продовжать це робити на тлі інфляції в межах цільового діапазону.

Графік 3. Інфляція в окремих ЕМ, %



\* Темним кольором виділені країни з більш жорсткими монетарними умовами, світлим – з більш м'якими (згідно з комунікаціями ЦБ).

Пунктиром позначені верхня та нижня межі цільового діапазону для країн, в яких він установлений. У Єгипті попередня ціль була на IV кв. 2018, наступна – на IV кв. 2020; в Україні – на кінець 2018 та 2019 років.

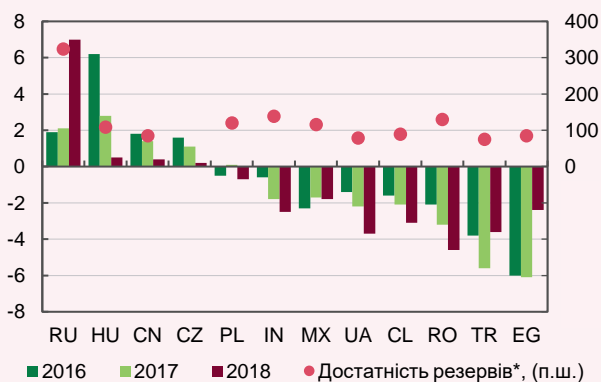
Джерело: Національні статистичні агенції, офіційні сторінки окремих центральних банків.



Зокрема, у Чехії подальшу нормалізацію монетарної політики, що тривала із серпня 2017 року, стримуватиме також потенційне збільшення розриву зі ставками в Єврозоні, які залишатимуться низькими щонайменше до середини 2020 року, та відповідне зміцнення курсу крони. В Угорщині прийнято рішення розпочати з 01 липня 2019 року програму викупу корпоративних облігацій на суму близько 1.05 млрд дол. США для поліпшення трансмісії монетарної політики.

Центральний банк Чилі в разі зниження світового попиту та падіння ціни на мідь (близько 50% експорту) прогнозує пом'якшення монетарної політики. Однак Чилі є менш вразливою до змін настроїв інвесторів, оскільки дефіцит поточного рахунку загалом фінансується завдяки відносно стабільним ПІІ (переважно в добувну галузь).

**Графік 4. Баланс поточного рахунку, % ВВП, та достатність резервів окремих ЕМ, %**



\* Резерви у % до АРА метрики МВФ, прогноз МВФ на 2019 рік станом на 02.07.2019.  
Джерело: IMF WEO April 2019, IMF Assessing Reserve Adequacy.

У свою чергу, центральний банк Китаю й надалі стимулюватиме економіку шляхом цільових програм кредитування та зниження частки обов'язкових резервів для окремих груп банків, не змінюючи при цьому ставки за операціями репо.

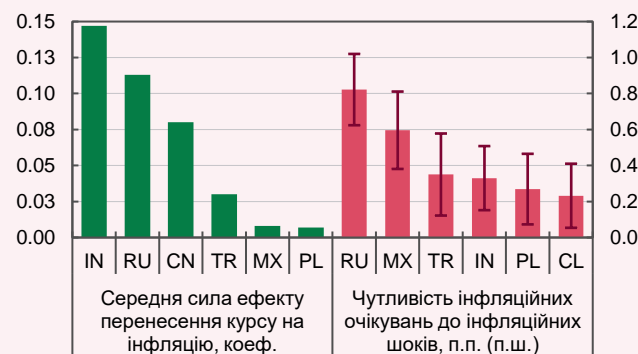
Натомість у країнах, більш вразливих до змін зовнішнього середовища та з відносно високими ставками, ефект перенесення курсу на інфляцію є сильнішим, а інфляційні очікування – більш чутливими до зовнішніх і курсових шоків. Відповідно зниження експортних надходжень і відплив капіталу з цих країн створюватиме значний тиск на обмінний курс та інфляцію. Як наслідок, у разі посилення торгових конфліктів центральні банки цих країн (зокрема Росії, Індії, Мексики) будуть змушені гальмувати цикл зниження процентних ставок або навіть перейти до більш жорсткої монетарної політики.

Хоча Резервний банк Індії дотримується позиції стимулювання внутрішнього попиту Індія є вразливою до змін настроїв інвесторів. Попри значні обсяги ПІІ, які є основою припливу капіталу за фінансовим рахунком, їх обсяг є недостатній для покриття дефіциту поточного рахунку. Додатковим ризиком є загроза незалежності центрального банку.

Центральний банк Росії, монетарна політика якого

залишається жорсткою, окреслив можливість зниження ставки на наступних засіданнях і перехід до нейтральної політики (ставка на рівні 6–7% за цільового рівня інфляції 4%) до середини 2020 року завдяки зменшенню проінфляційних ризиків та перегляду очікувань щодо ставки ФРС. Проте геополітичні фактори, що тиснутимуть на ціни на нафту вниз, можуть уповільнити нормалізацію монетарної політики Росії. Натомість гнучкість дії бюджетного правила (попри ціну на нафту, закладену в бюджет, на рівні 41.6 дол./бар.) послаблюватиме вплив погіршення умов торгівлі на обмінний курс рубля та інфляцію.

**Графік 5. Перенесення курсу на інфляцію та чутливість інфляційних очікувань в окремих ЕМ**



Джерело: World Bank.

Банк Мексики наголосив на проведенні виваженої політики, ураховуючи зовнішні та внутрішні ризики. Фінансові ринки оцінюють ймовірність зниження ставки у 2019 році не більше 20%, а підвищення – у 25%. Останнє може відбутися за умови чергової девальвації песо на тлі посилення прямого торгового конфлікту зі США або нератифікації договору про вільну торгівлю між США, Мексикою та Канадою (USMCA).

Попри високу інфляцію, Національний банк Румунії (НБР), який більше року утримує ключову ставку без змін, й надалі планує дотримуватися поточної монетарної політики. НБР зайняв таку позицію через побоювання, що більш жорстка політика може призвести до збільшення припливу капіталу та зміцнення курсу лея, що сприятиме розширенню дефіциту торгівлі. Водночас у разі зростання нестабільності на світових фінансових ринках НБР може поновити цикл підвищення ставки.

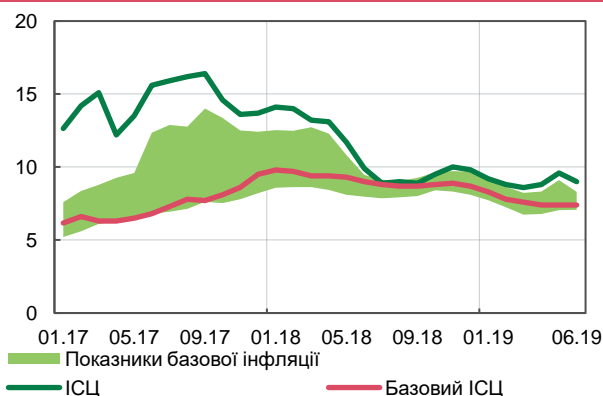
Ризики, пов'язані з посиленням торгового протистояння, уповільненням світової економіки та зниженням цін на сировинні товари є актуальними й для України. Додатковим фактором вразливості до зміни фінансових умов і посилення долара є значний обсяг виплат за зовнішнім боргом, що припадає на 2019–2020 роки. Відповідно реалізація негативного сценарію (ескалація торгових війн і зниження цін на товарних ринках) створюватиме передумови для призупинення циклу пом'якшення монетарної політики (детальніше про ризики прогнозу в Розділі 3.5 на стор. 49).

## Частина 2. Економіка України: поточні тенденції

### 2.1. Інфляційний розвиток

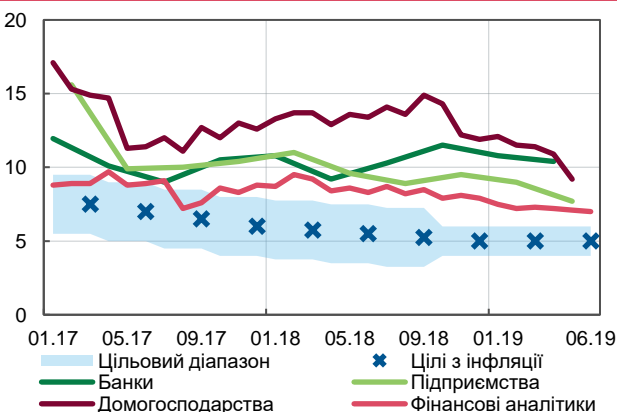
- У червні 2019 року споживча інфляція в річному вимірі становила 9.0%, наблизившись до траєкторії квітневого прогнозу після її відхилення у попередні місяці під дією тимчасових факторів.
- Базова інфляція впродовж II кварталу дещо уповільнилася (до 7.4%) і була близькою до прогнозу НБУ.
- Жорстка монетарна політика продовжувала бути вагомим чинником, що стримував фундаментальний тиск на ціни, в тому числі через канал обмінного курсу та зниження інфляційних очікувань усіх груп респондентів. Водночас показники інфляції залишалися порівняно високими як через тиск з боку споживчого попиту та виробничих витрат, так і через значні темпи зростання адміністративно регульованих цін.

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



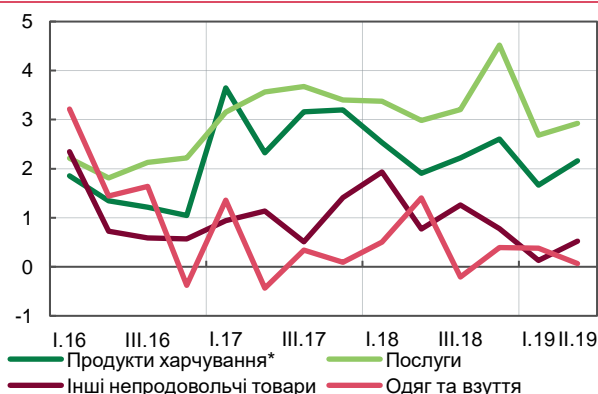
\* Детальніше – в "Інфляційному звіті" за січень 2017 року (стор. 20-21).  
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.1.2. Інфляційні очікування та цілі з інфляції на наступні 12 місяців, %



Джерело: НБУ, GfK Ukraine.

Графік 2.1.3. Основні компоненти БІСЦ с/с, % кв/кв



\*З високим ступенем оброблення.  
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

#### Базова інфляція

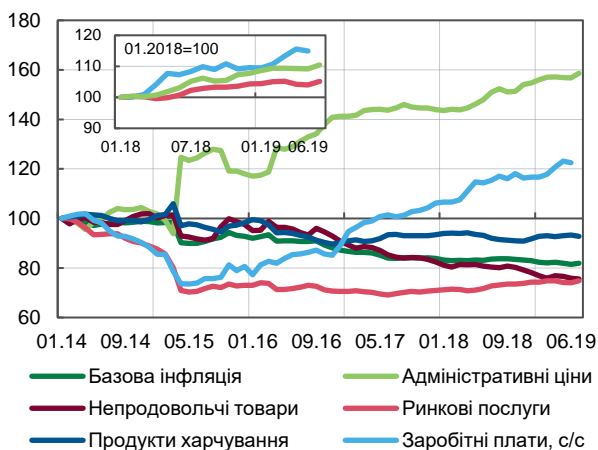
У II кварталі 2019 року базова інфляція дещо знизилася (до 7.4% р/р у червні), що відповідало прогнозу НБУ. Вагомим чинником, що стримував фундаментальний тиск на ціни, була жорстка монетарна політика, яка проявилася зокрема через канал обмінного курсу. Так, завдяки сприятливій ситуації на валютному ринку сповільнилося зростання цін на непродовольчі товари (до 2.0% р/р), передусім на імпортовані чи зі значною імпоротною складовою. У результаті нижчими темпами зростали ціни на побутову техніку, меблі, одяг та взуття.

Зміцнення гривні також сприяло зниженню інфляційних очікувань усіх груп респондентів. Це підтверджується, зокрема, результатами [опитувань щодо ділових очікувань](#), згідно з якими в II кварталі 2019 року тривало зменшення впливу фактора "курс гривні до іноземних валют" на оцінку зміни рівня цін на товари та послуги підприємств. Додатковими факторами поліпшення інфляційних очікувань стали сповільнення споживчої інфляції у попередні місяці, послаблення політичної невизначеності, а також поява інформації щодо зміни механізму встановлення цін на газ та адміністративного [обмеження тарифів на окремі комунальні послуги](#) для населення. У результаті, інфляційні очікування домогосподарств та підприємств досягли найнижчого рівня за останні п'ять років.

Натомість фундаментальний інфляційний тиск підтримувався високим споживчим попитом на тлі стійкого зростання доходів населення та поліпшення споживчих настроїв. Іншим чинником було подальше збільшення виробничих витрат, у тому числі на оплату праці. Так, згідно з результатами опитувань підприємств, вплив фактору "вартість трудових ресурсів" на оцінку зростання цін дещо збільшився, що відображало високі темпи зростання заробітних плат в економіці. З іншого боку, останнє також позначилося на посиленні впливу фактору "попит на вашу продукцію".

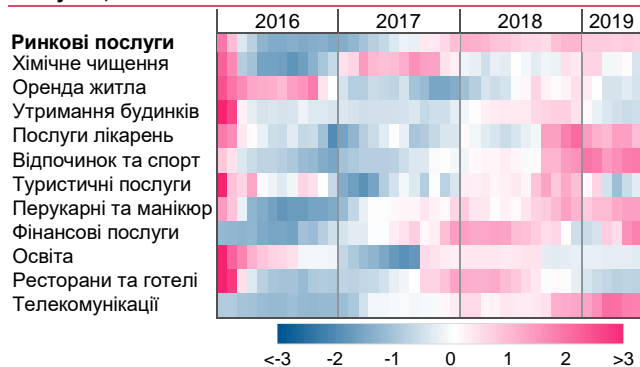
Так, через слабкий споживчий попит у 2014–2015 роках темпи зростання цін на послуги були суттєво нижчими, ніж на інші компоненти. Однак надалі високі темпи зростання заробітних плат підтримували збільшення попиту та зумовили зростання собівартості товарів і послуг. Ці самі чинники продовжував стримувати уповільнення темпів

**Графік 2.1.4. Зміна відносних цін та реальна заробітна плата\*, 01.2014 = 100**



\* Дефльовані на ІСЦ.  
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.1.5. Теплова карта\* нормалізованих річних змін цін на послуги\*\*, %**

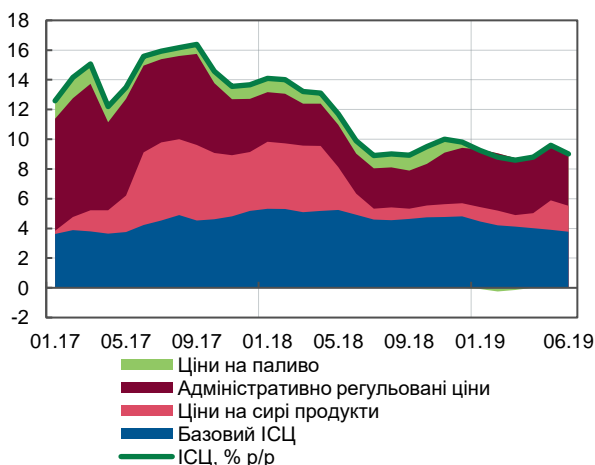


\* Графічне представлення даних, у якому окремі значення, що містяться в матриці, наведено у вигляді кольорів від холодного (найнижчі значення) до теплого (найвищі значення). Забарвлення компонентів відповідає темпам нормалізованої річної інфляції.

\*\* Дані нормалізовані врахуванням 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.

**Графік 2.1.6. Внески компонентів до річної зміни ІСЦ, в. п.**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

подорожчання адміністративно регульованих товарів і послуг, а також ринкових послуг. Останні залишалися майже незмінними (14.0% р/р у червні) з початку року. Так, зростання вартості медичних, фінансових, туристичних послуг, послуг готелів навіть прискорилося. Водночас подальше зниження відносних цін на непродовольчі товари може пояснюватися зміцненням курсу гривні та низькою інфляцією у країнах-виробниках.

Під тиском з боку слабкої пропозиції та високого споживчого попиту підвищилися темпи зростання цін на оброблені продукти харчування (до 8.9% р/р). Зокрема прискорилося зростання вартості м'ясних продуктів унаслідок скорочення пропозиції та підвищення світових цін на м'ясо. Молочна продукція продовжила дорожчати як через підвищення світових цін, так і внаслідок поглиблення падіння обсягів виробництва молока.

**Небазова інфляція**

За підсумками II кварталу небазова інфляція прискорилася (до 11.7% р/р у червні) передусім через вплив тимчасових факторів пропозиції.

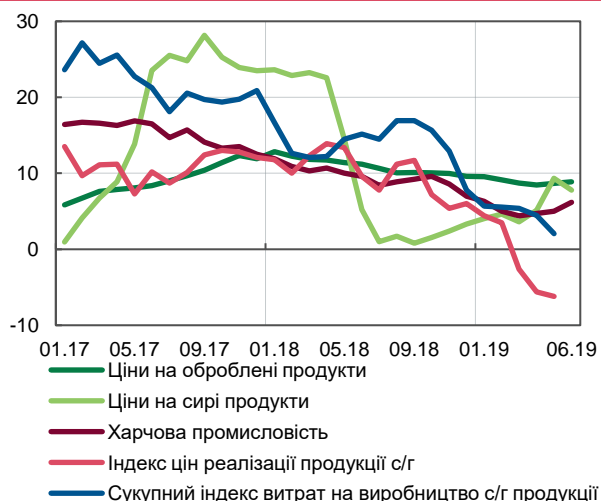
Стрімке скорочення пропозиції окремих сирих продуктів, насамперед овочів борщового набору, підсилене ажіотажним попитом у квітні-травні, зумовило прискорення зростання цін на сирі продукти харчування (до 7.8% р/р у червні). Однак дія цього чинника послабилася наприкінці кварталу – темпи подорожчання овочів борщового набору знизилися до 49.1% р/р у червні за рахунок розширення пропозиції нового урожаю. Через несприятливі погодні умови прискорилося зростання цін на окремі овочі відкритого ґрунту, ціни на полуницю залишилися вищими, ніж рік тому, а ціни на яблука суттєво скоротили падіння. На тлі підвищення світових цін та негативних очікувань щодо урожаю цукрових буряків в Україні ціни на цукор також повернулися до зростання. Деяко стримувало зростання цін на сирі продукти поглиблення падіння цін на яйця завдяки значному приросту продукції в птахівництві.

Відповідні тенденції простежувалися й за іншими ціновими індексами<sup>5</sup>. Так, темпи падіння цін на продукцію тваринництва знизилися до 5.1% р/р у червні. Це разом з вищими світовими цінами та високим попитом зумовило прискорення зростання цін у виробництві м'ясних та молочних продуктів. Водночас нижчий врожай пшениці попереднього року й надалі зумовлював прискорення зростання цін у виробництві та роздрібних цін на хліб.

Ціни на паливо повернулися до зростання (2.6% р/р) через підвищення світових цін на нафту в січні – травні порівняно з кінцем 2018 року та обмежену пропозицію. Останнє пов'язано з тимчасовими перебоями поставок нафтопродуктів із Білорусі, які були зумовлені потраплянням забрудненої нафти з РФ у

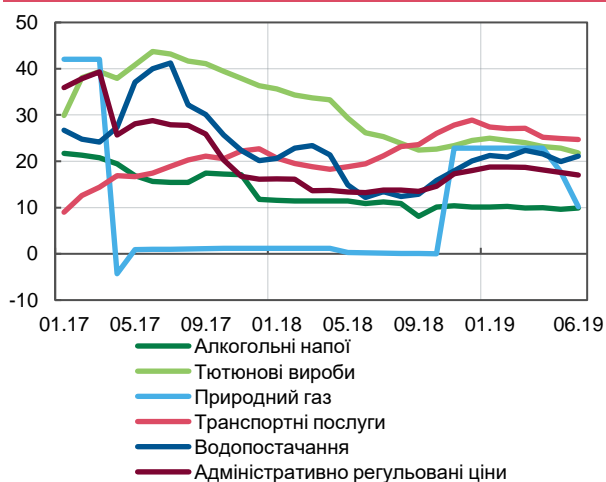
<sup>5</sup> За оцінками НБУ, зміна цін на харчові продукти, напої і тютюнові вироби найбільше корелює з відповідним компонентом ІЦВ. Детальніше див. Інфляційний звіт (липень 2016 року), стор. 16-17.

**Графік 2.1.7. Ціни на сирі продукти, продукти з високим ступенем оброблення, у харчовій промисловості та с/г, % р/р**



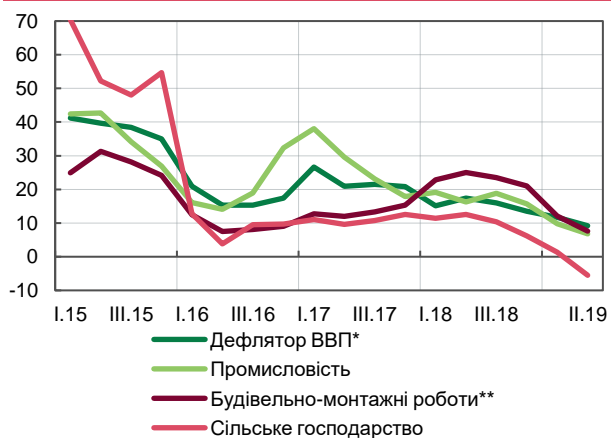
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.1.8. Компоненти адміністративно регульованих цін, % р/р**



Джерело: ДССУ.

**Графік 2.1.9. Інші виміри інфляції, у середньому за квартал, % р/р**



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

\*\* Дані за II квартал 2019 року – у середньому за квітень-травень 2019 року.

Джерело: ДССУ.

нафтотранспортну систему, а також зі зміною процедури експорту нафтопродуктів з РФ в Україну.

Темпи зростання адміністративно регульованих цін і тарифів залишилися високими (17.0% р/р у червні) через тиск виробничих витрат, а також доведення ставок акцизів на тютюнову та алкогольну продукцію до європейських рівнів. Однак зростання адміністративно регульованих цін сповільнилося в II кварталі, передусім завдяки зміні порядку встановлення цін для населення через зниження світових цін на природний газ<sup>6</sup>. У результаті таких змін зростання тарифів на природний газ сповільнилося до 10.2% р/р. Також меншими темпами зростали ціни на транспортні послуги, водопостачання та каналізацію.

**Інші виміри інфляції**

За усіма іншими ціновими індексами у II кварталі 2019 року спостерігалось пом'якшення цінового тиску. Зокрема промислова інфляція сягнула найнижчого значення за останні п'ять років (4.5% р/р у червні).

Це відбулося насамперед завдяки зниженню зовнішніх цін на природний газ, що сприяло зменшенню тарифів на постачання газу промисловим підприємствам. Цей чинник також сприяв падінню цін на електроенергію ТЕС. Крім того, поглибилося падіння цін на електроенергію з ВДЕ як через зміцнення курсу гривні до євро<sup>7</sup>, так і на тлі стрімкого збільшення нових потужностей, коефіцієнт "зеленого" тарифу для яких є нижчим, ніж для уведених в експлуатацію до 2017 року. У результаті темпи зростання цін у постачанні енергії суттєво знизилися (до 3.0% р/р). Через падіння світових цін на енергоносії в річному вимірі знизилися також темпи зростання цін у добуванні сирової нафти і природного газу. Це також сприяло сповільненню зростання цін у виробництві коксу та нафтопродуктів, а також у хімічній промисловості.

Натомість стрімко зростали ціни в добуванні металевих руд (29.3% р/р), що стало наслідком як збільшення попиту на цю продукцію з боку вітчизняних металургійних підприємств, так і подальшого стрімкого зростання світових цін на руду через обмежену пропозицію. Однак це не позначилося на цінах у виробництві металевої продукції, темпи падіння яких поглибилися (до 5.6% р/р) на тлі відповідних світових тенденцій.

Також знизилися темпи зростання цін на будівельно-монтажні роботи (до 7.3% р/р у травні) і тарифів на послуги пошти та зв'язку (до 21.6% у II кварталі). Загалом урахувавши послаблення інфляційного тиску в більшості інших секторів економіки, НБУ очікує подальше уповільнення дефлятора ВВП у II кварталі 2019 року з 11.7% р/р у I кварталі.

<sup>6</sup> У II кварталі порядок визначення ціни на природний газ для населення змінився декілька разів: з 01 травня 2019 року ціна визначалася відповідно до постанови КМУ від 8 травня 2019 р. № 380, а з 01 червня 2019 року – відповідно до постанови КМУ від 5 червня 2019 р. № 485.

<sup>7</sup> "Зелені" тарифи встановлені у євро.

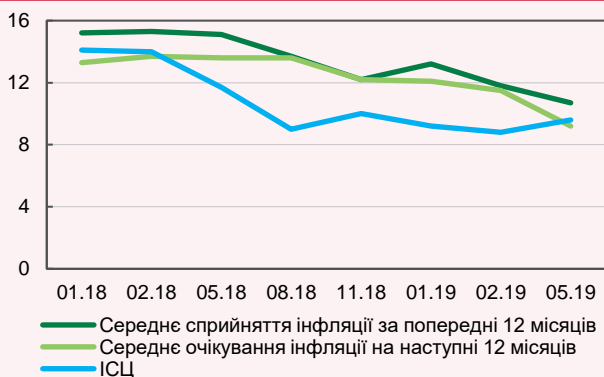


## Вставка 2. Сприйняття інфляції домогосподарствами

Окрім останніх місяців, інфляційні очікування домогосподарств мали тенденцію найбільш помітно відхилитися від цілей та прогнозів НБУ порівняно з очікуваннями підприємств, банків та фінансових аналітиків. Частково це пояснюється схильністю домогосподарств завищувати оцінки поточної інфляції. Причинами цього явища є відмінності в індивідуальному споживчому кошику, більша увага до досить волатильних цін на товари щоденного попиту (продукти харчування, паливо, тощо), а також вплив демографічних та соціальних характеристик.

Для дослідження сприйняття інфляції в Україні із січня 2018 року в рамках опитування домогосподарств<sup>8</sup> було додано питання про оцінку інфляції за минулі 12 місяців. Протягом періоду дослідження домогосподарства знизили власні оцінки інфляції, що відповідало дезінфляційним тенденціям в економіці. Так, середня оцінка інфляції у січні 2018 року становила 15.2%, через рік – 13.2%, а вже у травні 2019 року – 10.7%. Нижчими виявилися й оцінки за відкритим питанням – половина респондентів оцінювала інфляцію у 2018 році на рівні 15% і нижче порівняно з показником 18% і нижче за 2017 рік.

**Графік 1.** Сприйняття інфляції за інтервальним питанням, інфляційні очікування та ІСЦ, % р/р (за датою опитування)

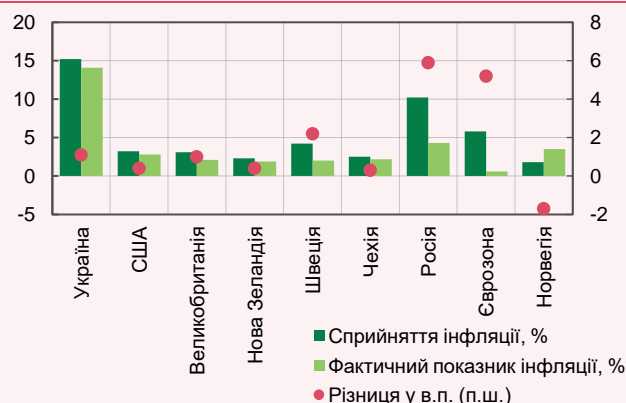


Джерело: GfK Ukraine, розрахунки НБУ.

Однак попри загальний знижувальний тренд домогосподарства все ще сприймають інфляцію вище від її фактичного значення (у травні 2019 року – на 1.1 в. п.). Завищене сприйняття інфляції домогосподарствами є поширеним явищем також у багатьох інших країнах, що пов'язано з низкою чинників. По-перше, домогосподарства схильні більше запам'ятовувати підвищення цін, аніж їхнє зниження (de Bruin, 2011). По-друге, споживачі звертають більше уваги на ціни товарів, які вони купують найчастіше (щодня, щотижня), і ціни на які швидко змінюються, наприклад, продукти харчування (Fluch and Stix, 2005), а також на ціни окремих товарів-представників, наприклад, бензин (Coibion and Gorodnichenko, 2015). Крім того, існує різниця між усередненим споживчим кошиком, який використовується для розрахунку офіційного показника інфляції, та споживчим кошиком кожного окремого домогосподарства. Так, домогосподарство може купувати не всі товари, наявні у споживчому кошику ІСЦ,

натомість споживаючи товари, яких немає в ньому або вони враховані з іншою вагою.

**Графік 2.** Сприйняття і фактичні показники інфляції в Україні та інших країнах світу\*



\* Показники Швеції, Норвегії, Нової Зеландії та Росії наведено на грудень, Великобританії – на листопад, США та Чехії – на травень 2018 року; України – на січень 2018; Єврозони – середнє значення за квітень 2013 – липень 2015.

Джерело: ДССУ, GfK Ukraine, ФРС, ЄЦБ, Банк Англії, Резервний банк Нової Зеландії, Національний інститут економічних досліджень Швеції, Норвезький банк, Національний банк Чехії, ФСДС Росії.

**Графік 3.** Розкид значень сприйняття інфляції за попередні 12 місяців за відкритим питанням



Джерело: GfK Ukraine, розрахунки НБУ.

Ще однією особливістю сприйняття інфляції є значні розбіжності в оцінках. В Україні вони коливаються від 0% до більш ніж 200% за відкритим питанням. У 2018 році, попри сповільнення інфляції, розкид відповідей збільшився – найвище значення становило 250% (порівняно з 200% у 2017 році). Проте такий розкид відповідей спричинений лише кількома нетиповими спостереженнями, що є, між іншим, звичайним явищем і в інших країнах. Так, наприклад, Arioli et al. (2017), за даними Європейської комісії, зазначають, що оцінки інфляції серед опитаних домогосподарств країн

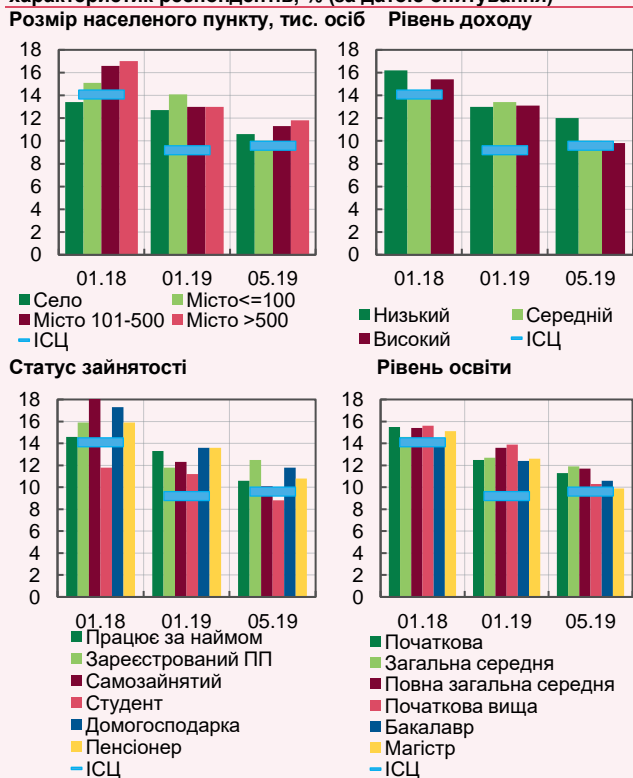
<sup>8</sup> Опитування щодо інфляційних та курсових очікувань домогосподарств проводить GfK Ukraine на замовлення НБУ щомісяця. Щокварталу респонденти надають також свої оцінки поточної інфляції, обираючи відповідь серед запропонованих інтервалів. Раз на рік у січні респонденти надають відповідь на відкрите питання (тобто без запропонованих варіантів відповідей), що дає змогу отримати оцінки, сформовані за відсутності впливу інформації щодо запропонованих варіантів. Опитування охоплює близько тисячі домогосподарств віком від 16 років та враховує стать, вік, міське та сільське населення, а також розмір населеного пункту (статистична похибка відповідей не перевищує 3.2%).

Єврозони за 2009–2015 роки коливалися від мінус 400% до 900%, проте, такі екстремальні значення становили менше одного відсотка від усіх відповідей.

Низка досліджень, присвячених вивченню очікувань та сприйняття інфляції, зокрема домогосподарств у США (Axelrod et al., 2018), Новій Зеландії (Hayo and Neumeier, 2018), Єврозоні (Arioli et al., 2017) та Австрії (Fritzer and Rumler, 2015) виявили, що навіть у розвинутих країнах сприйняття та очікування інфляції домогосподарствами є завищеними та суттєво різняться серед респондентів за статтю, віком, місцем проживання, рівнем доходу, освіти і фінансової обізнаності.

НБУ також оцінив вплив соціально-економічних та демографічних характеристик на сприйняття інфляції в Україні<sup>9</sup> та виявив, що респонденти є досить однотайними у відповідях за статтю та сімейним станом, при цьому ситуація протягом року не змінилася. Натомість існують помітні відхилення в оцінках за віком респондентів. Так, за інтервальним питанням та за однакових значень інших змінних респонденти у віці 50 років мають схильність оцінювати інфляцію на 2 в. п. вище, ніж ті, кому 25 років.

**Графік 4. Середні інтервальні оцінки інфляції у розрізі характеристик респондентів, % (за датою опитування)**



Джерело: GfK Ukraine, розрахунки НБУ.

Помітний вплив на сприйняття інфляції має також статус зайнятості респондентів. Найнижчими є оцінки студентів, тоді як пенсіонери мають вищі оцінки, що в цілому

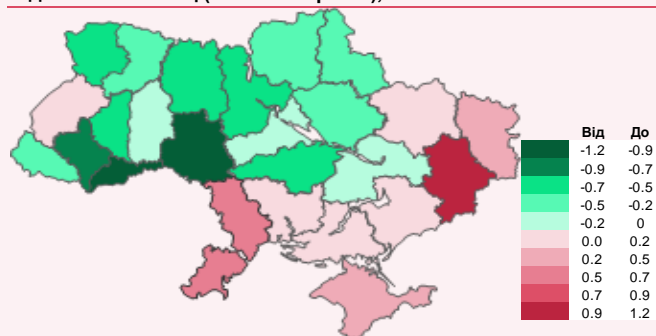
<sup>9</sup> Для оцінки впливу НБУ використав підхід, викладений у праці Fritzer and Rumler (2015). Автори останньої оцінювали чинники впливу на сприйняття інфляції за допомогою узагальненої тобіт-моделі (інтервальна регресія), де залежною змінною слугували інтервальні оцінки сприйняття інфляції, а незалежними змінними було обрано ряд демографічних та соціально-економічних характеристик респондентів. Оскільки опитування серед українських домогосподарств містить не лише інтервальні, а й точкові дані щодо сприйняття інфляції, було оцінено моделі з використанням обох наборів даних. Модель оцінено для двох періодів опитування: січня 2018 та січня 2019. Наявність кількох точок спостережень дає змогу простежити вплив часового ефекту. Загальна специфікація моделі має такий вигляд:

$$Inf_{it} = \alpha + \beta_1 vic_{it} + \beta_2 vic_{it}^2 + \beta_3 \text{стать}_{it} + \beta_4 \text{сім. стан}_{it} + \beta_5 \text{освіта}_{it} + \beta_6 \text{фін. стан}_{it} + \beta_7 \text{соц. статус}_{it} + \beta_8 \text{region}_{it} + \beta_9 \text{розмір домогосподарства}_{it} + \gamma_1 \text{рік}_{it} + \epsilon_{it}$$

де  $\epsilon_{it}$  – похибка, що є незалежною однаково розподіленою випадковою величиною. Знаком "\*" позначені змінні, за якими було додано члени взаємодії з часовим ефектом. Розрахунки було здійснено як для кожного року окремо, так і за об'єднаним набором даних.

збігається з розподілом оцінок за віком. Також оцінки пенсіонерів були в середньому на 2 в. п. вищими, ніж оцінки найманих працівників. На відміну від інших країн, в Україні рівень освіти домогосподарств практично не впливає на сприйняття інфляції – ефект є статистично незначущим. Натомість значущим є регіональний аспект. Так, мешканці заходу дають у середньому на 1.3 в. п. нижчі оцінки, ніж мешканці інших регіонів. При цьому за підсумками 2018 року ефект навіть посилюється. Однак це є очікуваним, оскільки за останні 10 років і рівень інфляції в західних регіонах був дещо нижчим порівняно зі східними. Це, серед іншого, може пояснюватися вищою часткою сільського населення та, відповідно, вищим рівнем споживання продукції натурального господарства.

**Графік 5. Нормалізоване середнє відхилення регіонального ІСЦ від загального ІСЦ (2009–2018 роки\*), в. п.**



\* За винятком 2014–2015 років. Для АР Крим – до 2013 року. Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

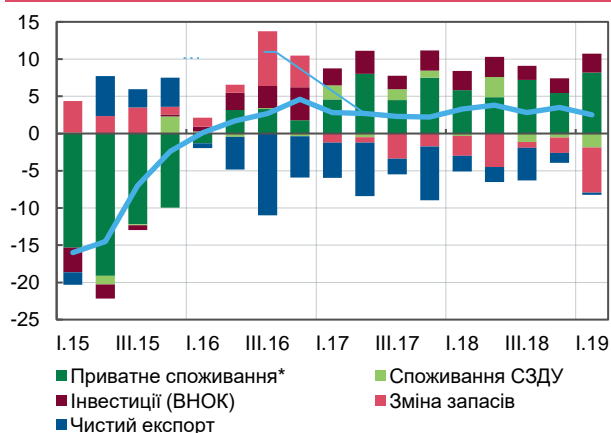
На відміну від сприйняття інфляції за 2017 рік, у 2018 році оцінки інфляції респондентів із різним рівнем доходу зблизилися. Більше того, помітно знизилася оцінка респондентів із низьким доходом, що може пояснюватися відмінностями у споживчих кошиках – у структурі споживання осіб із низьким доходом переважають продукти харчування, які у 2018 році подорожчали лише на 3.3% (порівняно зі зростанням ІСЦ на 9.8%). Також у 2018 році зблизилися оцінки респондентів, які мешкають у різних за розміром населених пунктах.

Оцінки інфляції в Україні загалом повторюють тенденції інших країн. Сприйняття інфляції має додатну кореляцію з фактичною зміною цін, дещо перевищуючи її, однак відхилення поступово зменшується. Водночас розбіжності в оцінках за окремими характеристиками та відсутність значущого зв'язку з рівнем освіти можуть свідчити про недостатній рівень фінансової обізнаності. Одним із пріоритетів НБУ є поглиблення комунікацій із широким загалом щодо цілей та діяльності НБУ, а також упровадження програм фінансової грамотності. Формування у населення більшого розуміння та довіри до дій банку сприятиме закоренню інфляційних очікувань та відповідно досягненню інфляційних цілей.

## 2.2. Попит і випуск

- У I кварталі 2019 року зростання реального ВВП очікувано уповільнилося через зниження додатного внеску сільського господарства в результаті вичерпання ефекту рекордного врожаю 2018 року.
- Зростання внутрішнього попиту прискорилося як за рахунок споживання на тлі зростання доходів населення та поточних витрат бюджету, так і інвестицій завдяки високим діловим очікуванням підприємств та капітальним видаткам бюджету.
- У II кварталі 2019 року, за оцінками НБУ, зростання економіки прискорилося до 3% р/р, підтримуване внутрішнім попитом, а додатково – поліпшенням ситуації в промисловості та більшими обсягами збору ранніх зернових.

**Графік 2.2.1. Внески категорій кінцевого використання в річну зміну реального ВВП, в. п.**



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

### Сукупний попит

У I кварталі 2019 року реальний ВВП зріс на 2.5% р/р. Порівняно з попереднім кварталом – на 0.3% с/с. Вагомим драйвером зростання економіки залишався внутрішній попит. Зростання кінцевих споживчих витрат прискорилося (до 6.3% р/р), насамперед за рахунок пришвидшення зростання кінцевих споживчих витрат домогосподарств (до 10.7% р/р). Частково останнє відображало статистичний ефект від запровадження монетизації субсидій<sup>10</sup>. Цей же чинник зумовив поглиблення падіння споживчих витрат СЗДУ (до 8.3% р/р).

Незважаючи на збільшення частки витрат домогосподарств на послуги ЖКГ, другий рік поспіль високими темпами зростали витрати на послуги та товари порівняно більш тривалого користування. Це свідчило про стійкий споживчий попит на тлі значного зростання доходів домогосподарств, поліпшення споживчих настроїв та певну зміну споживчої поведінки. Зростали витрати на одяг та взуття, предмети домашнього вжитку, відпочинок та культуру, харчування поза домом та транспорт. Це підтримувало збільшення ВДВ торгівлі і транспорту, а також більшості секторів послуг.

У I кварталі прискорилося зростання витрат на охорону здоров'я, що зумовило високі темпи зростання ВДВ цього сектору. Стійкому зростанню споживання домогосподарствами послуг охорони здоров'я у тому числі сприяла зміна підходів до фінансування та надання медичних послуг у рамках реформування системи охорони здоров'я, зокрема [подальше розширення програми "Доступні ліки" з 01 лютого 2019 року](#). Одночасно прискорювалося і зростання споживчих витрат СЗДУ на охорону здоров'я, що також пов'язано з реформуванням системи охорони здоров'я.

Витрати домогосподарств на продукти харчування зростали стриманими темпами. Витрати на зв'язок скоротилися, що пов'язано із зменшенням кількості абонентів як фіксованого через подальше падіння популярності цього виду зв'язку, так і цифрових видів зв'язку. Останнє могло відображати певну оптимізацію споживання послуг мобільного зв'язку користувачами з кількома SIM-картками на тлі зміни підходів до тарифних

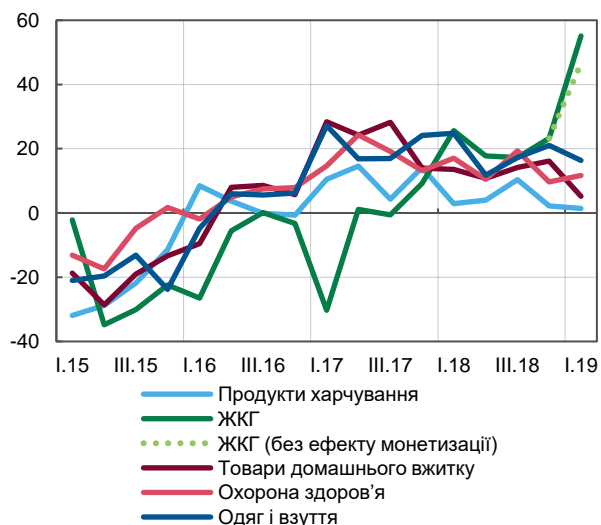
**Графік 2.2.2. Реальні кінцеві споживчі витрати, % р/р**



\* Пунктирні лінії відображають оцінки НБУ зміни кінцевих споживчих витрат без впливу ефектів перерозподілу від монетизації субсидій. Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

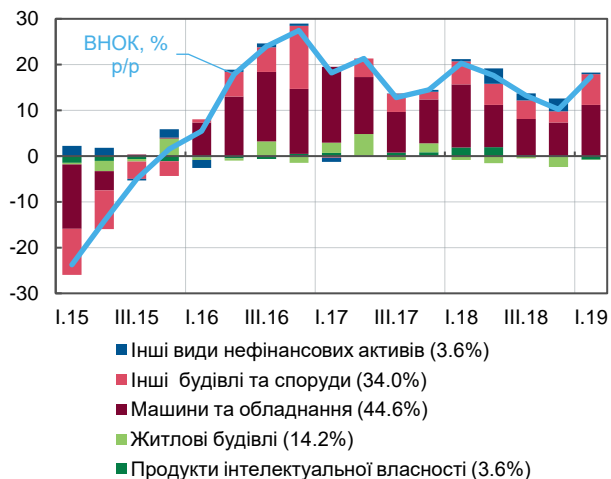
<sup>10</sup> Згідно з методологічними положеннями розрахунку ВВП негрошові трансферти враховуються як споживчі витрати сектору ЗДУ, водночас трансферти в грошовій формі – як споживчі витрати домашніх господарств. Монетизація субсидій відобразилася в перерозподілі витрат між цими двома секторами.

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



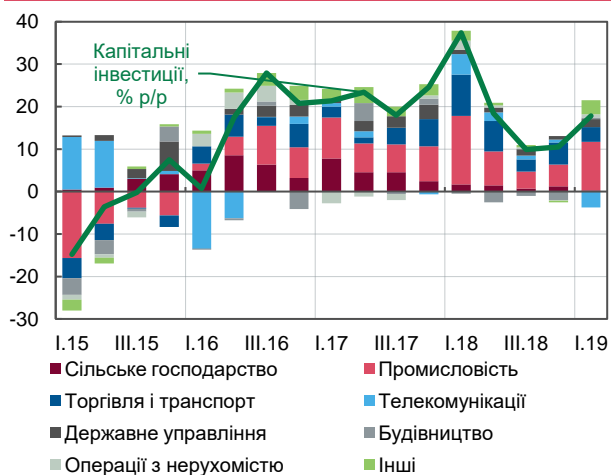
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.2.4. Внески видів нефінансових активів в річну зміну ВНОК, в. п. (частка у ВНОК у 2018 році, %)**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.2.5. Внески видів діяльності в річну зміну капітальних інвестицій, в. п.**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

пакетів операторами в попередні періоди. Крім того, сповільнилося зростання витрат на освіту, а ВДВ освіти у I кварталі зменшилася. Стримане зростання витрат на освіту в останні роки може відобразити зниження кількості учнів та студентів у зв'язку із демографічними процесами, а ВДВ освіти – також і скорочення кількості працівників у цій сфері та збільшення кількості осіб, які навчаються за кордоном.

Інвестиційний попит також залишався вагомим драйвером зростання ВВП у I кварталі. Так, на тлі поліпшення ділових очікувань підприємств<sup>11</sup> зростання ВНОК прискорилося до 17.4% р/р. Нарощення інвестицій підтримувалося як державним, так і приватним сектором.

Високі капітальні видатки бюджету<sup>12</sup> спричинили збільшення частки коштів бюджету у фінансуванні інвестицій у I кварталі 2019 року порівняно з відповідним кварталом минулого року. Кошти переважно спрямовувалися на продовження ремонтів доріг та інфраструктури. Це та ремонти на металургійних і хімічних підприємствах зумовило зростання інвестицій в інші будівлі та споруди, що відобразилось у значному прискоренні ВДВ будівництва.

Пожвавились інвестиційні вкладення промислових підприємств, у тому числі в машини та обладнання. Приватні інвестиційні проекти реалізовувались, у тому числі за участю іноземних інвесторів. Зокрема й надалі зростає обсяг введених потужностей ВДЕ. Також завдяки підвищенню світових цін на залізну руду зросли як внутрішні, так і зовнішні інвестиції в добувну промисловість. Втім, на тлі певного погіршення фінансових результатів<sup>13</sup> дещо зменшилася частка власних коштів підприємств (до 74.1%), які однак залишились основним джерелом фінансування інвестиційної діяльності.

Натомість у I кварталі суттєво зменшилися запаси, що передусім відобразило значні обсяги експорту минулорічного рекордного врожаю зернових і технічних культур. Це також позначилося на прискоренні експорту товарів та послуг. Зростання імпорту також прискорилося, зокрема під впливом дії пільгового періоду для митного оформлення автомобілів на іноземній реєстрації<sup>14</sup>. Імпорт зростає меншими темпами, ніж експорт, унаслідок чого зменшився від'ємний внесок чистого експорту в зростання реального ВВП (до 0.3 в. п.).

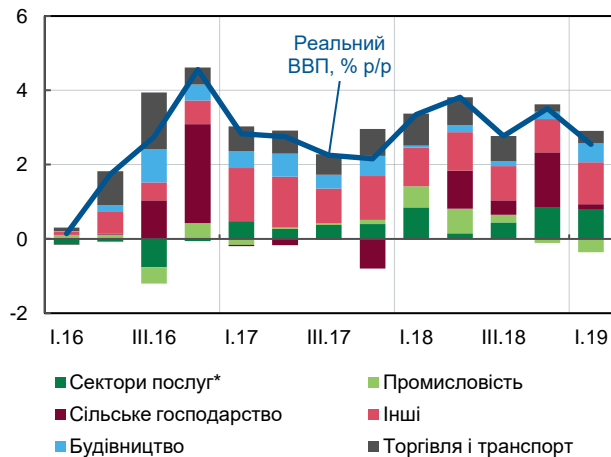
**Валова додана вартість**

Зростання реального ВВП у I кварталі уповільнилося насамперед через очікуване зменшення додатного внеску сільського господарства через вичерпання ефекту рекордного врожаю пізніх зернових та технічних культур минулого року. Водночас завдяки подальшому розвитку

<sup>11</sup> У I кварталі 2019 року ІДО підвищився до 119.7% (у попередньому кварталі – 117.3%).  
<sup>12</sup> Зростання капітальних витрат зведеного бюджету в січні-березні 2019 року прискорилося до 37.4% р/р.  
<sup>13</sup> У січні-березні 2019 року фінансові результати великих та середніх підприємств скоротилися на 7.1% р/р.  
<sup>14</sup> Детальніше – у розділі "Платіжний баланс" в Інфляційному звіті за квітень 2019 року, с.34 – 38.



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

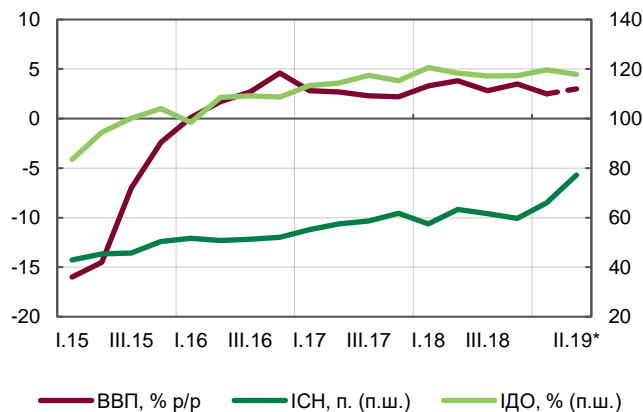


\*Уключаючи освіту, охорону здоров'я, фінансову та страхову діяльність, операції з нерухомим майном, державне управління та оборону.  
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

птахівництва внесок ВДВ сільського господарства залишився додатним.

Також у I кварталі 2019 року зберігалося падіння ВДВ у промисловості. Так, ВДВ енергетичного сектору знизилася передусім через теплішу, порівняно з минулим роком, погоду. ВДВ переробної промисловості також залишалася меншою, ніж рік тому, через ремонти на окремих металургійних та хімічних підприємствах, введення нових обмежень з боку РФ та певне погіршення зовнішньої цінової кон'юнктури. Однак падіння в цих видах діяльності сповільнилося. Стрімке зростання світових цін на залізну руду стимулювало збільшення обсягів видобутку металевих руд в Україні з певним лагом, унаслідок чого в I кварталі зберігалося падіння обсягів видобутку металевих руд. Це зумовило уповільнення зростання ВДВ добувної промисловості в цілому, попри подальше збільшення обсягів видобутку газу, нафти та вугілля.

**Графік 2.2.7. Реальний ВВП, споживчі настрої населення та ділові очікування підприємств**



\* У II кварталі 2019 року: ВВП – оцінка НБУ, ІСН – у середньому за квітень-травень 2019 року.  
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

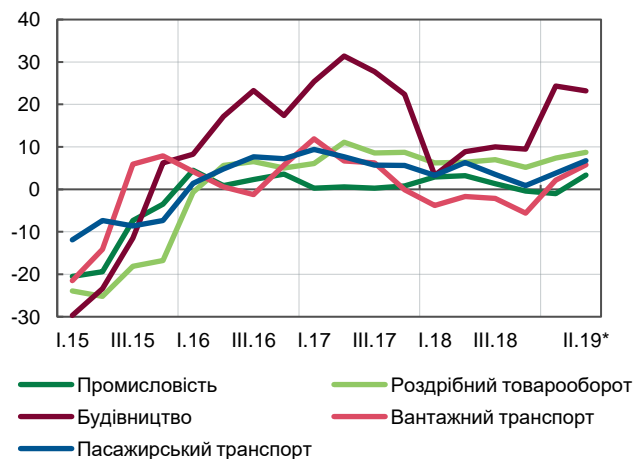
Зростання кумулятивної ВДВ секторів послуг стримувалося падінням ВДВ освіти та сповільненням зростання ВДВ фінансової та страхової діяльності на тлі [погіршення результатів діяльності страхових компаній](#).

Натомість, відображаючи високу інвестиційну активність, помітно збільшився внесок ВДВ будівництва.

**Оцінки II кварталу 2019 року**

За оцінками НБУ, у II кварталі 2019 року зростання реального ВВП прискорилося (до 3.0% р/р) передусім за рахунок внутрішнього попиту. Так, тривало нарощення споживання домогосподарств, про що свідчило суттєве посилення їх споживчої впевненості<sup>15</sup> на тлі подальшого збільшення доходів населення. Це зокрема позначилося на прискоренні зростання роздрібного товарообороту та пасажирообороту.

**Графік 2.2.8. Випуск в окремих видах діяльності, % р/р (у середньому за квартал)**



\* У середньому за квітень-травень 2019 року.  
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Відновилося зростання в промисловості (передусім за рахунок добувної промисловості та металургії). Це також сприяло уповільненню падіння в оптовій торгівлі та прискоренню зростання вантажообороту. Суттєвим фактором останнього стало також і нарощення обсягів транзиту газу через територію України.

Попри незначне послаблення в II кварталі 2019 року ділових очікувань<sup>16</sup>, завершення більшості капітальних ремонтів на промислових підприємствах, а також сповільнення зростання обсягів капітальних видатків зведеного бюджету, інвестиційний попит також залишився високим. Свідченням останнього стало збереження високих темпів зростання в будівництві.

Зростання у сільському господарстві підтримувалося більшими обсягами збору ранніх зернових (порівняно із аналогічним періодом минулого року) на тлі сприятливих погодних умов цього року.

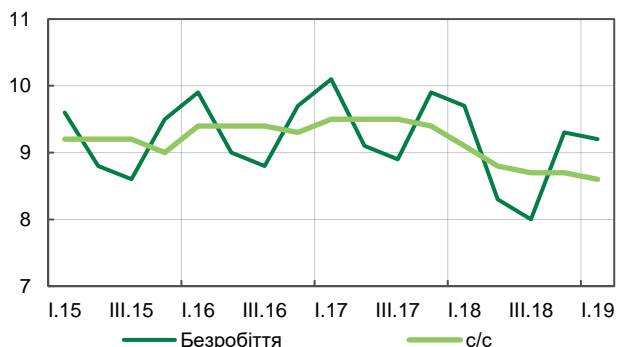
<sup>15</sup> У середньому за квітень-травень 2019 року індекс споживчих настроїв підвищився до 77.2 пункту, що становило максимум з початку 2014 року, переважно через поліпшення у II кварталі 2019 року очікувань щодо розвитку економіки країни впродовж найближчого року.

<sup>16</sup> У II кварталі 2019 року індекс ділових очікувань знизився на 1.9 в. п. до 117.8%.

### 2.3. Ринок робочої сили та доходи домогосподарств

- У I кварталі 2019 року пропозиція робочої сили зростала на тлі збільшення заробітних плат в останні кілька років та подальшого відображення посилення вимог до страхового стажу для призначення пенсій.
- Зростання економіки підтримувало високий попит на робочу силу. Як наслідок рівень зайнятості збільшився, а безробіття – знизився.
- Доходи населення зростали значними темпами за рахунок стійкого зростання заробітних плат, підвищення пенсій та додаткових пенсійних виплат.

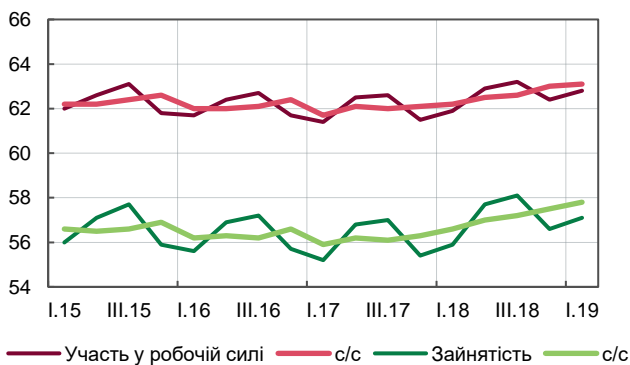
Графік 2.3.1. Рівень безробіття за методологією МОП\*, %



\* У % до робочої сили у віці 15–70 років.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

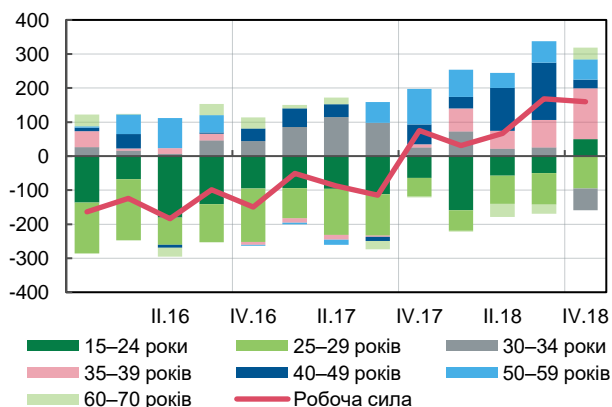
Графік 2.3.2. Рівень участі в робочій силі та рівень зайнятості\*, %



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

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.3. Внески в абсолютну річну зміну робочої сили, тис. осіб



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

#### Ринок праці

У I кварталі 2019 року пропозиція робочої сили<sup>17</sup> і далі розширювалась – рівень участі населення в робочій силі зріс до 63.1% у с/с вимірі. Це відображало подальший вплив змін до законодавства у сфері пенсійного забезпечення, згідно з якими з початку 2018 року посилено вимоги до страхового стажу для призначення пенсій за віком<sup>18</sup>, а також стійке зростання заробітних плат протягом останніх трьох років. Зокрема й надалі зростала участь у робочій силі населення віком 50–59 років, також відчутно збільшилася участь осіб віком 35–39 років.

Попит на робочу силу також продовжував зростати. Очікування підприємств щодо зміни кількості працівників у середньому, згідно з опитуваннями щодо ділових очікувань, за всіма видами діяльності залишалися позитивними з 2017 року, хоча у 2019 році вони дещо послабилися. Під впливом високих темпів зростання обсягів випуску/виконаних робіт очікують збільшення зайнятості підприємства роздрібної торгівлі, транспорту та будівництва. Підприємства оптової торгівлі також очікують збільшення кількості працівників з огляду на уповільнення падіння оптового товарообороту. Натомість підприємства сільського господарства, а також сфери е/е та водопостачання третій рік поспіль очікують скорочення кількості працівників. Останнє може відображати складнощі із заповнення наявних вакансій<sup>19</sup>.

У результаті й надалі зростає рівень зайнятості (у I кварталі 2019 року досяг майже 58% у с/с вимірі), а рівень безробіття – знизився (до 8.6% у с/с вимірі). Також уповільнилося зростання кількості вакансій, зареєстрованих у ДСЗУ, що може свідчити про поступове задоволення попиту на робочу силу.

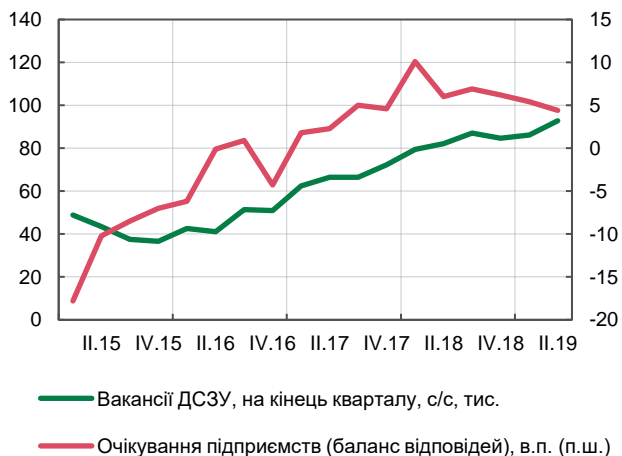
Однак, як свідчить крива Беверіджа, на ринку праці зберігалися значні диспропорції. Брак працівників відчувався в усіх видах діяльності, найбільше – у будівництві ([про це зазначили більше половини підприємств](#)) та промисловості. За даними Міністерства праці і соціальної політики Польщі, у 2018 році саме у цих видах діяльності була зайнята значна частка українських трудових мігрантів.

<sup>17</sup> З 2019 року ДССУ гармонізував методологію обстеження зайнятості з міжнародними стандартами та ввів поняття "робоча сила" (раніше – "економічно активне населення"), детальніше – див. [повідомлення ДССУ](#).

<sup>18</sup> Детальніше – у вставці "Основні параметри пенсійної реформи" в "Інфляційному звіті" за жовтень 2017 року (стор. 27–28).

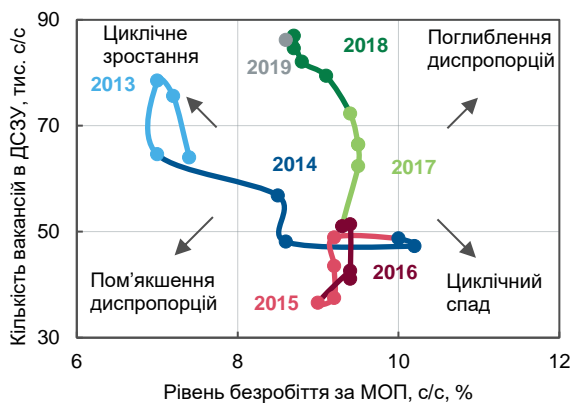
<sup>19</sup> Детальніше – у вставці "Опитування підприємств: кадровий голод і високий попит на працівників у 2018 році були зумовлені зростанням економіки" в Інфляційному звіті за квітень 2018 року.

**Графік 2.3.4. Вакансії ДСЗУ та очікування підприємств щодо зміни кількості працівників у наступні 12 місяців**



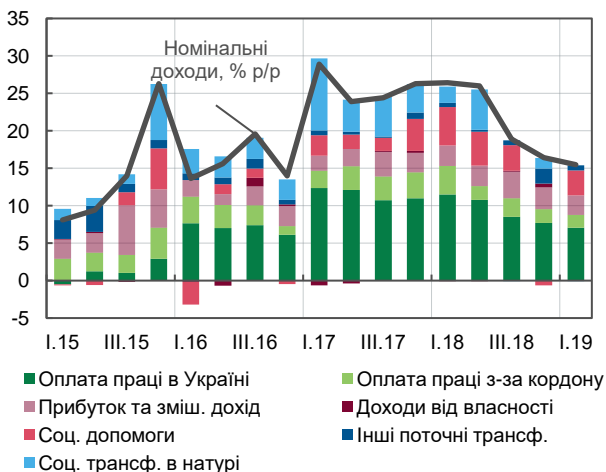
Джерело: ДСЗУ, опитування щодо ділових очікувань підприємств НБУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.3.5. Крива Беверіджа**



Джерело: ДССУ, ДСЗУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.3.6. Внески в річну зміну номінальних доходів населення, в. п.**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

**Доходи домогосподарств і заощадження**

У I кварталі 2019 року зростання доходів залишалось високим, хоча дещо уповільнилося (до 16% р/р). Зокрема заробітна плата зросла на 18% р/р, а її частка у загальних доходах населення вперше перевищила 50%. Підтримували ріст заробітних плат подальше зростання попиту на робочу силу та збільшення надходжень від оплати праці з-за кордону. Останнє здебільшого зумовлювалося зростанням заробітних плат в основних країнах – реципієнтах українських мігрантів, зокрема Польщі, тоді як наявні дані свідчили про стабілізацію трудової міграції до цієї країни (Графік 2.3.6 в "Інфляційному звіті" за квітень 2019 року). Водночас зберігався тиск на заробітні плати через наявні диспропорції на ринку праці. Так, вищими за середні по економіці темпами у I кварталі зростали зарплати штатних працівників у промисловості та будівництві. Значними темпами зростали заробітні плати й у сфері інформації та телекомунікацій. Це відображало як поширення аутсорсингових послуг цим сектором за кордон, так і високий попит на ІТ-працівників на вітчизняному ринку праці, зокрема через розширення мережі представництв міжнародних ІТ-компаній. Підтримувало збільшення заробітних плат і зростання продуктивності (див. Вставку 3 "Зв'язок між продуктивністю праці, реальною зарплатою та інфляцією").

Заходи уряду у сфері соціальної політики також були вагомим чинником впливу на динаміку доходів населення. З початку року підвищено МЗП (на 12.1%). Крім того, у січні 2019 року було підвищено пенсії окремих категоріям пенсіонерів, у березні – осучаснено трудові пенсії, у березні-квітні – запроваджено одноразові доплати до пенсій.

Частка соціальних трансфертів в натурі знизилася за одночасного збільшення частки соціальних допомог у грошовій формі. Такі зміни зумовлені запровадженням монетизації субсидій у березні. Водночас тривало скорочення сукупного обсягу наданих субсидій унаслідок зростання інших доходів домогосподарств, стриманого зростання тарифів на ЖКП, звуження критеріїв призначення субсидій та теплішої погоди в опалювальний сезон порівняно з попереднім роком. Збільшення соціальних допомог у грошовій формі та подальше сповільнення інфляції зумовили прискорення зростання реального наявного доходу (до 7.7% р/р).

У I кварталі схильність населення до заощаджень залишалася від'ємною. Серед інших чинників, вищі порівняно з доходами витрати фінансувалися за рахунок позик.

За оцінкою НБУ, у II кварталі зростання доходів і далі уповільнювалося. Це відображало зниження темпів зростання заробітних плат, у тому числі через поступове задоволення попиту на робочу силу, та подальше зниження обсягів субсидій. Натомість прискорилося зростання пенсійних виплат унаслідок відображення ефекту від осучаснення пенсій та квітневих одноразових доплат.

### Вставка 3. Зв'язок між продуктивністю праці, реальною зарплатою та інфляцією

Продуктивність праці, реальні зарплати та інфляція – тісно пов'язані економічні категорії, зв'язок між якими може бути багатостороннім та змінюватися з часом. Зокрема зростання реальних зарплат, що випереджає зростання продуктивності, є чинником посилення інфляційного тиску через канали сукупної пропозиції та сукупного попиту. Таким чином, прийняття рішень з монетарної політики у тому числі ґрунтується на аналізі продуктивності. За останні кілька років зростання реальних заробітних плат в Україні суттєво прискорилося, що частково зумовлено надолуженням після кризи 2014–2015 років. Однак аналіз на основі продуктивності свідчить, що інфляційний тиск з боку заробітних плат посилюється.

Згідно з неокласичною економічною теорією, заробітна плата дорівнює граничній продуктивності праці. Якщо, наприклад, гранична продуктивність праці росте, то за припущення про досконалу конкуренцію та максимізацію прибутку, у підприємства зростає попит на робочу силу. За умови фіксованої пропозиції це викликає збільшення реальної заробітної плати<sup>20</sup>. У реальних економічних умовах взаємозв'язки набагато складніші, а на зарплату впливають і інші чинники: перемовини між працівниками та роботодавцями, недосконалість ринкових механізмів тощо.

Якщо внаслідок дії інших чинників зарплата зростає швидше, ніж продуктивність, це створює тиск на інфляцію через два основні канали. З одного боку, збільшуються виробничі витрати, що скорочує сукупну пропозицію. З іншого – вищі доходи споживачів спричиняють тиск з боку попиту. Поєднання впливу збільшення зарплат на інфляцію через ці два канали, наприклад, зумовило стрімке прискорення інфляції у Великобританії у 1970-х роках (Pettinger, 2011).

Зв'язок між продуктивністю праці, реальною зарплатою та інфляцією може бути багатостороннім та змінюватися в силі в коротко- та довгостроковій перспективі (Yildirim, 2015). Наприклад, згідно з Wakeford (2004) у короткостроковому періоді у відповідності до теорії ефективності зарплат зростання реальних зарплат може підвищити продуктивність працівників через збільшення альтернативної вартості втрати роботи. Також на макроекономічному рівні зростання реальних заробітних плат підвищує витрати підприємства на працю на одиницю продукції (unit labor costs) та зумовлює стимули до заміщення праці капіталом. У свою чергу, заміщення праці капіталом підвищує граничну (а відтак, і середню) продуктивність.

З іншого боку, повільніше зростання зарплат порівняно з продуктивністю негативно позначається на доходах населення, що дестимулює приватне споживання. Стриманий споживчий попит зумовлює і послаблення інвестицій. До того ж низькі зарплати знижують стимули інвестувати в технології, що стримує подальше зростання продуктивності. Як наслідок зростання економіки відбувається нижчими за потенційні темпами. Для

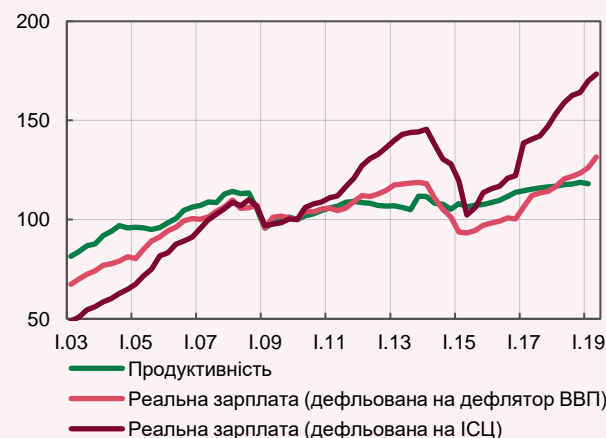
країн ЄМ низький рівень заробітної плати може стати бар'єром для процесу наближення до рівня конкурентоспроможності країн ЄС (Galgoczi and Drahokoupil, 2017).

Крім того, висока інфляція може стримувати зростання продуктивності, оскільки:

- зменшуються стимули зайнятого населення ефективно працювати;
- погіршується інформаційний сигнал цін (оскільки вища інфляція супроводжується також вищою волатильністю), що збільшує імовірність помилкових рішень та знижує ефективність інвестицій;
- скорочується горизонт планування і збільшуються витрати на укладання контрактів (Jarett and Selody, 1982).

Отже, продуктивність праці<sup>21</sup> – важливий показник, який на макrorівні характеризує ефективність та конкурентоспроможність економіки. Він є вагомим чинником, який має враховуватися під час прийняття рішень з монетарної політики. Зростання зарплат, що ґрунтується на підвищенні продуктивності, стимулює економічне зростання без тиску на інфляцію та, відповідно, не потребує коригування з боку монетарної політики. Це робить доцільним аналіз продуктивності в цілому та в різних секторах економіки України на постійній основі.

Графік 1. Індекси продуктивності праці та реальної зарплати штатних працівників, с/с, I квартал 2010=100<sup>22</sup>



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

<sup>20</sup> Згідно з виробничою функцією Кобба-Дугласа, гранична продуктивність праці пропорційна до середньої продуктивності. Тому економісти зазвичай розглядають середню продуктивність праці (далі – продуктивність праці) через простіший алгоритм її розрахунку.

<sup>21</sup> Найпростішим способом розрахунку продуктивності праці є співвідношення ВВП та кількості зайнятих. Складнішими методами розраховують продуктивність у реальних вимірах (Galgoczi, 2018), або оцінюють її у багатофакторній моделі, що додатково включає продуктивність капіталу та продуктивність проміжного споживання (OECD, 2001).

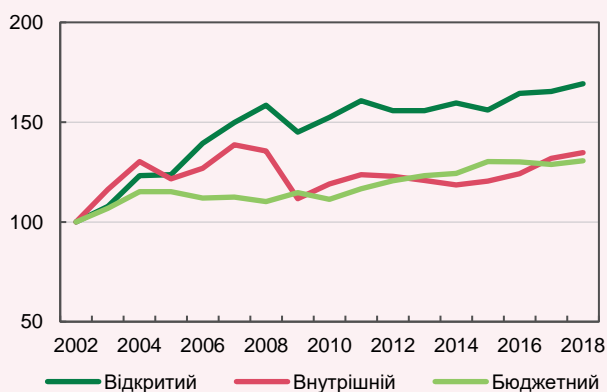
<sup>22</sup> На графіку 1 з 2010 року статистика ВВП та зайнятості для розрахунку продуктивності – без урахування АР Крим. З 2014 року статистика ВВП, а з 2015 статистика зайнятості – також без частини ТОТ у Донецькій та Луганській обл. У II кварталі 2019 року – дані за квітень-травень.



В Україні зростання реальної зарплати та зростання продуктивності в цілому суттєво корелюють між собою (за оцінками НБУ, коефіцієнт кореляції додатний та становить 0.6). Водночас реальна зарплата, за винятком періодів криз, має тенденцію зростати швидше за продуктивність.

В останні роки зростання реальних заробітних плат суттєво прискорилося. З одного боку, це зумовлено їх надолуженням після різкого падіння під час кризи 2014–2015 років. З іншого, це спричинено відображенням міграційних процесів, значним підвищенням МЗП у 2017 році та поглибленням диспропорцій між попитом і пропозицією робочої сили. У 2018 році за різними розрахунками реальні заробітні плати в середньому по економіці перевищили відповідний рівень докризового 2013 року, а також рівень продуктивності праці. На початку 2019 року реальні заробітні плати продовжували зростати значними темпами, перевищуючи темпи зростання продуктивності. Це свідчить про посилення тиску на інфляцію з боку заробітних плат.

Графік 2. Індекси продуктивності праці за секторами, 2002=100

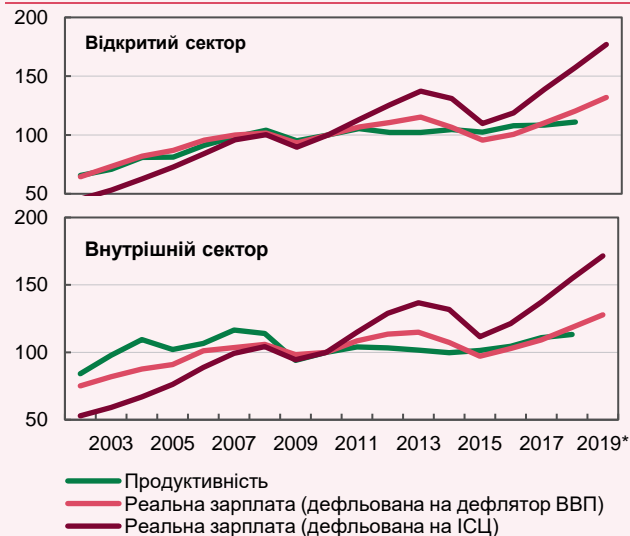


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

У цілому темпи зростання заробітних плат та продуктивності у відкритому<sup>23</sup> секторі були вищими, ніж у внутрішньому. Це може відображати наявність в Україні ефекту Баласси-Самуельсона, який проявляється наступним чином:

- високі темпи зростання продуктивності у відкритому секторі сприяють швидшому зростанню заробітних плат у ньому;
- у свою чергу завдяки мобільності робочої сили це зумовлює також зростання зарплати у внутрішньому секторі, що іноді перевищує відповідні темпи зростання продуктивності в цьому секторі;
- це підвищує інфляцію у внутрішньому секторі, а відповідно й інфляцію в цілому (Rogoff, 1996).

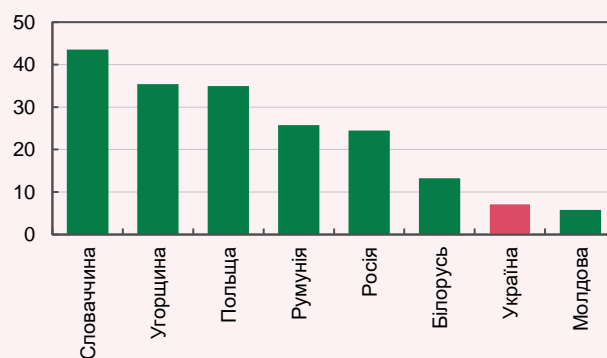
Графік 3. Індекси реальної зарплати штатних працівників та продуктивності в окремих секторах, 2010=100



\* За січень – травень 2019 року.  
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Попри зростання за останні 15 років, продуктивність праці в Україні суттєво нижча, ніж у сусідніх країнах (згідно з оцінками МОП), що в свою чергу позначається на конкурентоспроможності української економіки. Одним із вагомих чинників підвищення продуктивності є забезпечення макроекономічної стабільності. Зокрема зниження та утримання інфляції на стабільно низькому рівні збільшить стимули до нарощення капітальних інвестицій. Поліпшення якості державного регулювання також є передумовою сприятливого бізнес-клімату, а підвищення якості освіти на всіх рівнях поліпшить відповідність системи освіти потребам ринку праці. Також модернізація законодавства у сфері ринку праці підвищить його гнучкість, а, відповідно, й продуктивність праці.

Графік 4. Продуктивність праці\* в окремих країнах, 2018 рік



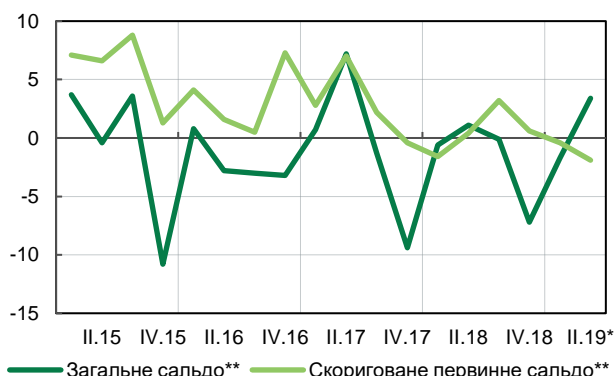
\* У постійних цінах 2010 року, тис. дол.  
Джерело: МОП.

<sup>23</sup> До внутрішнього сектору (в англійській літературі – "non-tradables") належать види діяльності, які виробляють товари та послуги переважно для споживання на внутрішньому ринку, до відкритого сектору ("tradables") – також товари для продажу на міжнародному ринку. З внутрішнього сектору ми також виокремили види діяльності, що виробляють переважно суспільні блага і фінансуються з бюджету (бюджетний сектор). До внутрішнього сектору віднесені енергетика, водопостачання, будівництво, торгівля, транспорт, ресторани та готелі, ІТ, фінансова діяльність, нерухомість, до зовнішнього – с/г, добувна та переробна промисловість, до бюджетного – державне управління, освіта, охорона здоров'я.

## 2.4. Фіскальний сектор

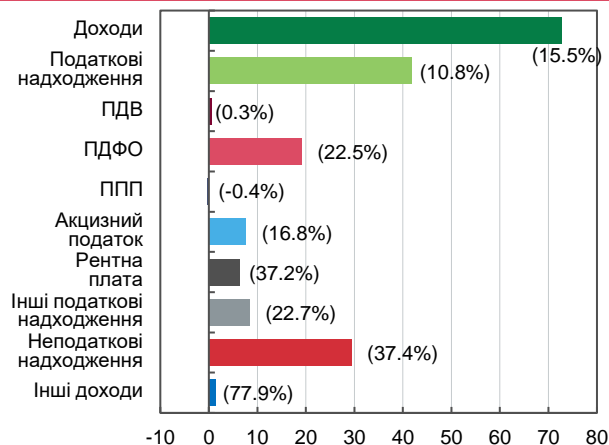
- Фіскальна політика оцінюється як м'яка, незважаючи на значний профіцит зведеного бюджету та порівняно стримане зростання видатків.
- Перерахування НБУ з випередженням графіка та понадплановими обсягами компенсували слабке виконання податкових надходжень, зумовлене як тимчасовими, так і загальноекономічними факторами.
- Значні потреби уряду на виконання боргових зобов'язань – одна з основних причин стриманого зростання видатків.

**Графік 2.4.1. Сальдо СЗДУ за різними вимірами, % до ВВП та % від потенційного ВВП**



\* Оцінка НБУ на основі оперативних даних та власних прогнозів.  
 \*\* Загальне сальдо (% до ВВП) – сальдо зведеного бюджету з урахуванням позичок, наданих ПФУ з ЄКР.  
 Циклічно скориговане первинне сальдо СЗДУ (% до потенційного ВВП) – різниця між сезонно скоригованими доходами, у структурі яких податкові надходження коригуються на циклічні зміни ВВП, та сезонно скоригованими первинними видатками. Також з доходів виключено одноразові надходження, наприклад незаплановані кошти від спецконфіскації та ефекти від рішення Стокгольмського арбітражу, а також понадпланові кошти, перераховані НБУ. Від'ємне значення цього показника означає м'яку фіскальну політику.  
 Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.4.2. Абсолютна та відносна річні зміни доходів зведеного бюджету в січні – травні 2019 року, млрд грн (% р/р)**



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

### Сальдо

У січні – травні 2019 року зведений бюджет виконано зі значним профіцитом як загальним (33.9 млрд грн), так і первинним (89 млрд грн). Однак фіскальна політика оцінюється як м'яка, оскільки значною мірою додатне сальдо сформоване завдяки перерахуванням НБУ прибутку до розподілу за 2018 рік.

### Доходи

Доходи зведеного бюджету за п'ять місяців 2019 року продемонстрували порівняно стримане зростання, попри суттєве прискорення в квітні-травні. У I кварталі головним джерелом доходів були податкові надходження, а в наступні місяці провідну роль відіграли неподаткові надходження.

Ключовий внесок неподаткових надходжень у зростання доходів у квітні-травні був пов'язаний виключно з перерахуваннями НБУ прибутку до розподілу за 2018 рік<sup>24</sup>. Так, у квітні НБУ відразу перерахував повну заплановану на рік суму прибутку до розподілу, а в травні – додатково понад затверджений законом про державний бюджет обсяг (загалом 64.9 млрд грн). Перераховані кошти Національного банку більш ніж компенсували суттєве недовиконання податкових надходжень.

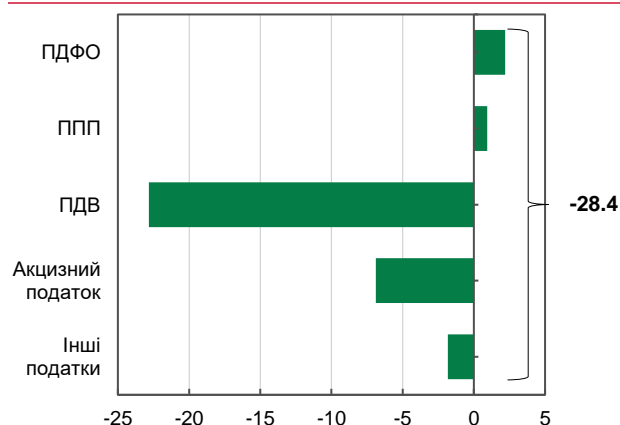
У цілому за січень – травень податкові надходження зросли на помірні 10.8% р/р, а план<sup>25</sup> не виконано на майже 9%, що зумовлено [несправдженням припущень щодо кількох макроекономічних показників](#), на яких ґрунтується бюджет, зокрема імпорту та курсу гривні.

Водночас як і раніше впевнено зростали надходження від податку на доходи фізичних осіб завдяки високим заробітним платам. Також збільшилися надходження від рентних платежів. У квітні-травні прискорилося зростання надходжень від акцизного податку на тлі відновлення зростання виробництва тютюнових виробів у березні – травні (на 15.8% р/р). Однак через суттєве падіння обсягів виробництва підакцизних товарів на початку року, у цілому зростання надходжень від акцизних податків залишалось помірним, урахуовуючи підвищення ставок акцизного податку на 20% на початку року. Крім того, через вичерпання дії тимчасового ефекту від розмитнення автомобілів на іноземній реєстрації, який відіграв ключову роль в I кварталі, уповільнилося зростання не лише надходжень від акцизного податку з

<sup>24</sup> Консолідована фінансова звітність за рік, що закінчився 31 грудня 2018 року, с. 49.

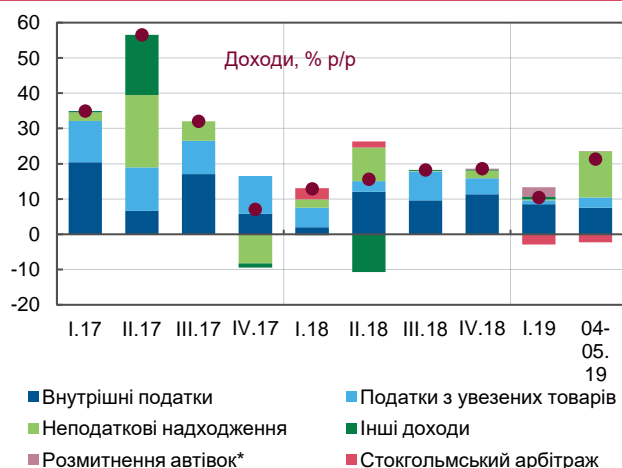
<sup>25</sup> Тут і далі план загального фонду державного бюджету на період відповідно до звітності ДКСУ.

**Графік 2.4.3.** Відхилення виконання від плану податкових надходжень загального фонду державного бюджету в січні – травні 2019 року, млрд грн



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

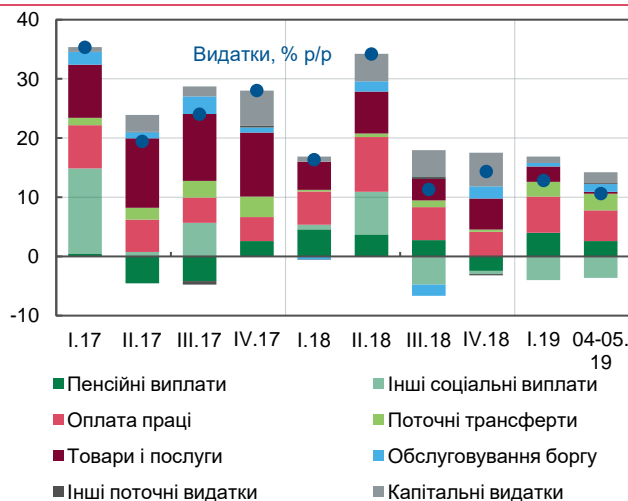
**Графік 2.4.4.** Внески в річну зміну доходів зведеного бюджету, в. п.



\*Розмитнення транспортних засобів, увезених на митну територію України та розміщених у митних режимах транзиту або тимчасового ввезення (згідно із Законом України від 08.11.2018 "Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо оподаткування акцизним податком легкових транспортних засобів").

Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

**Графік 2.4.5.** Внески в річну зміну видатків зведеного бюджету, в. п.



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

увезених товарів, а й від ПДВ та податків на міжнародну торгівлю.

Зростання надходжень від ПДВ та податку на прибуток підприємств (ППП) стримувалося ефектом бази порівняння – у березні-квітні минулого року значний приріст надходжень за цими податками відображав ефекти від рішення Стокгольмського арбітражу на користь НАК "Нафтогаз України". Водночас падіння надходжень з ППП за підсумками п'яти місяців у річному вимірі головним чином спричинене погіршенням фінансових результатів підприємств у I кварталі 2019 року, а також зниженням обсягу переплат з цього податку.

Обсяг надходжень від ПДВ у січні – травні майже не змінився, а у квітні-травні – скоротився порівняно з відповідним періодом 2018 року. Крім зазначеного вище ефекту бази порівняння, це стало результатом збільшення обсягів відшкодування ПДВ, спричинених як сталим зростанням експорту, так і необхідністю зменшення залишку сум ПДВ, заявлених до відшкодування<sup>26</sup>. Також значний вплив мали стримане зростання імпорту, у тому числі в гривневому еквіваленті через міцнішу гривню, та звільнення з 01 січня 2019 року від оподаткування ПДВ імпорту окремих видів обладнання для ВДЕ.

**Видатки**

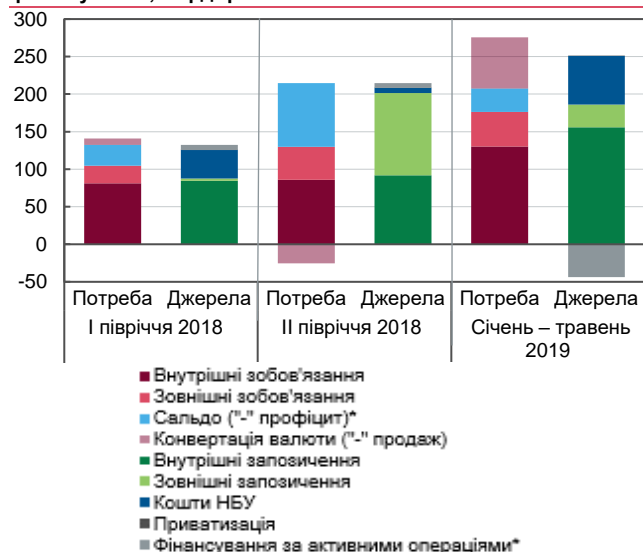
Видатки зведеного бюджету після стрімкого зростання в січні з лютого зростали помірно (загалом за січень – травень – на 11.8% р/р).

Ключовим напрямом, що визначав динаміку видатків, були соціально спрямовані витрати. Це передусім пов'язано з меншими витратами на субсидії населенню, що відображало зменшення кількості субсидіантів (детальніше у розділі "Ринок праці та доходи домогосподарств"). Натомість зросли обсяги перерахувань Пенсійному фонду, зокрема з огляду на планову індексацію пенсій та одноразові доплати до пенсій у березні-квітні за рахунок цільових коштів від розмитнення транспортних засобів. Високими темпами й надалі зростали витрати на оплату праці та поточні трансферти, а також помірно збільшилися видатки на обслуговування боргу насамперед за рахунок зовнішньої складової унаслідок зовнішніх залучень наприкінці 2018 року.

Значні темпи приросту капітальних видатків за січень – квітень змінилися їх різким зниженням у травні, а уповільнення витрат на використання товарів і послуг – падінням їх обсягів у травні. Такі зміни в травні та в цілому помірно зростання витрат за січень – травень зумовлені значними потребами уряду на фінансування своїх боргових зобов'язань.

<sup>26</sup> На початок 2019 року загальний обсяг сум, заявлених до відшкодування, становив 28.7 млрд грн, станом на 01 червня 2019 року – 19.1 млрд грн, що однак все ще суттєво перевищувало обсяг на відповідну дату минулого року (14.0 млрд грн).

**Графік 2.4.6. Зведений бюджет: ресурсна потреба та джерела її фінансування, млрд грн**



\* Сальдо зведеного бюджету, скориговане на суму перерахувань НБУ. Фінансування за активними операціями, серед іншого, включає зміну коштів на ЄКР.

Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

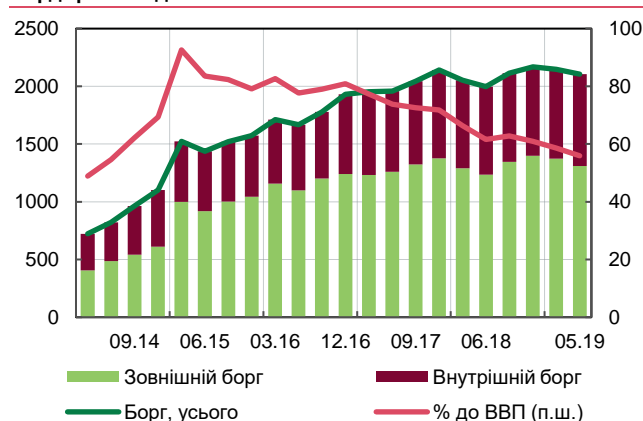
### Фінансування та борг

Упродовж січня – травня уряд залучав значні обсяги ресурсів на внутрішньому та зовнішньому ринках, що пов'язано зі щільним графіком погашення та значними обсягами витрат на обслуговування боргу.

Незважаючи на розміщення ОЗДП та отримання позик під гарантії Світового банку, за п'ять місяців ключовим джерелом фінансування залишалися запозичення на внутрішньому ринку за майже повної відсутності надходжень від приватизації. При цьому уряд суттєво наростив обсяги ОВДП у гривні, тоді як зобов'язання за ОВДП в іноземній валюті суттєво скорочувалися. Фактично, наявні гривневі ресурси уряд використовував у тому числі для конвертації в іноземну валюту – далі ці кошти спрямовувалися на виплати за внутрішнім боргом у іноземній валюті та акумулювання валютних ресурсів для майбутніх виплат за зовнішніми зобов'язаннями. У результаті поступово покращувалася валютна структура боргу – зменшувалася його частка в іноземній валюті.

Зважаючи на всі боргові операції, державний та гарантований державою борг із початку року в цілому зменшився на 2.9% – до 2106 млрд грн станом на кінець травня 2019 року. Це зумовлено виплатами за гарантованим боргом, зокрема перед МВФ, та погашенням ОЗДП, емітованими під гарантію США у 2014 році. Додатковим чинником було незначне зміцнення гривні. У підсумку тривало зниження співвідношення боргу і ВВП (за оцінками НБУ – майже до 56%).

**Графік 2.4.7. Державний та гарантований державою борг, млрд грн та % до ВВП\***



\* ВВП за 2019 рік – плинне ВВП на основі оцінок НБУ.

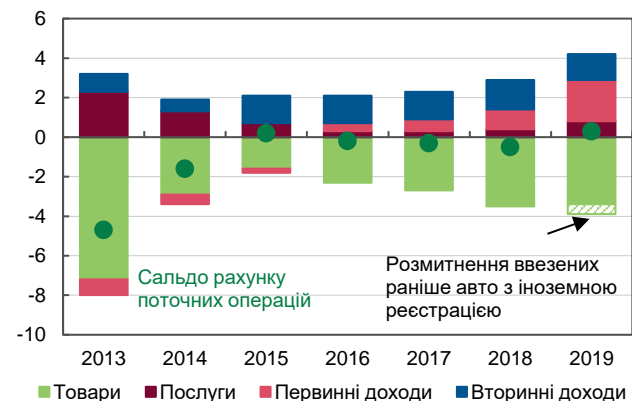
Джерело: МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.



## 2.5. Платіжний баланс

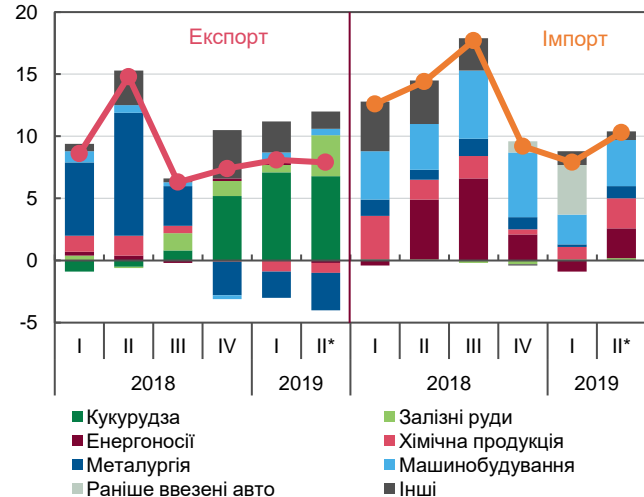
- У січні – травні 2019 року розширення дефіциту торгівлі товарами, яке спостерігалось з 2015 року, призупинилося завдяки істотному нарощуванню поставок окремих сільськогосподарських культур та стриманому зростанню імпорту без урахування тимчасового ефекту розмитнення ввезених раніше автомобілів на іноземній реєстрації.
- Подальше збільшення надходжень з оплати праці, нижчі обсяги репатріації дивідендів та розширення профіциту торгівлі послугами сприяли формуванню профіциту рахунку поточних операцій.
- Станом на кінець червня 2019 року валові міжнародні резерви практично не змінилися з початку року.

**Графік 2.5.1. Рахунок поточних операцій у січні-травні, млрд дол.**



Джерело: НБУ, Укравтопром.

**Графік 2.5.2. Внески в річну зміну експорту та імпорту товарів, в. п.**



\*Дані за квітень – травень 2019 року.

Джерело: розрахунки НБУ.

### Рахунок поточних операцій

Експорт товарів у січні – травні 2019 року зростав сталими темпами передусім завдяки рекордному урожаю кукурудзи та соняшнику у 2018 році. Останнє зумовлювало високі темпи зростання фізичних обсягів експорту не лише олії, а й макухи з огляду на значний попит на органічні корми з боку країн Азії. Крім того, високими темпами й надалі зростав експорт м'яса, що пов'язано із нарощуванням поставок м'яса птиці до Саудівської Аравії, на тлі [встановлення цією країною обмежень](#) на ввезення курятини з Бразилії на початку року. У результаті продовольчі товари третій квартал поспіль залишалися основним драйвером зростання експорту.

Також протягом січня – травня 2019 року істотно прискорилося зростання експорту залізних руд завдяки як [стрімкому підвищенню світових цін](#), так і певному зниженню попиту з боку металургійного сектору на початку року. Також збільшився експорт продукції машинобудування, зокрема завдяки значним [поставкам вантажних вагонів до Білорусі](#).

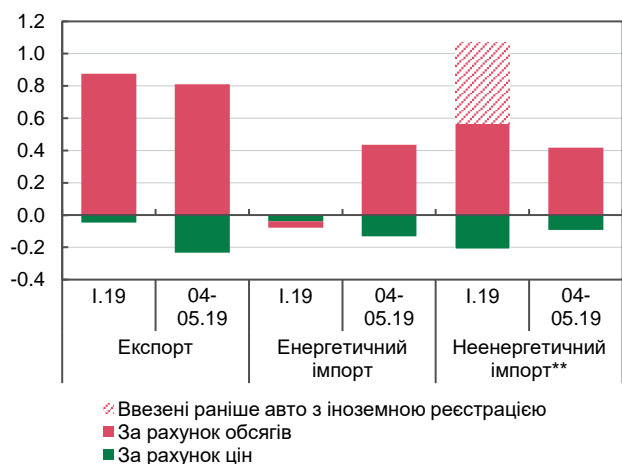
Однак у цілому темпи зростання експорту в січні – травні 2019 року залишалися порівняно стриманими через:

- зниження зовнішніх цін на окремі товари, що переважають в українському експорті, передусім на металургійну та хімічну продукцію;
- проведення ремонтних робіт на окремих металургійних та хімічних підприємствах;
- нові торговельні обмеження з боку РФ, що негативно позначилося на обсягах експорту виробів із чорних металів (зокрема [трубної продукції](#)) та [окремих видів продукції машинобудування](#).

У географічному розрізі країни Європи та Азії традиційно залишалися основним ринком збуту українських товарів. Однак істотне нарощування поставок зернових культур до Єгипту призвело до зростання частки країн Африки. Натомість запровадження Росією нових обмежень зумовило подальше зниження частки країн СНД.

[Пільгове розмитнення автомобілів з іноземною реєстрацією](#) було одним із ключових чинників, який визначав динаміку імпорту товарів та впливав на формування сальдо зовнішньої торгівлі на початку 2019 року. За оцінками НБУ, статистичний ефект від розмитнення раніше ввезених автомобілів на іноземній реєстрації, що перевищили дозволений законодавством

**Графік 2.5.3. Абсолютна річна зміна експорту й імпорту окремих\* товарів у 2019 році, млрд дол.**



\* Охоплення 73% товарів в експорті, 56% товарів в імпорті.

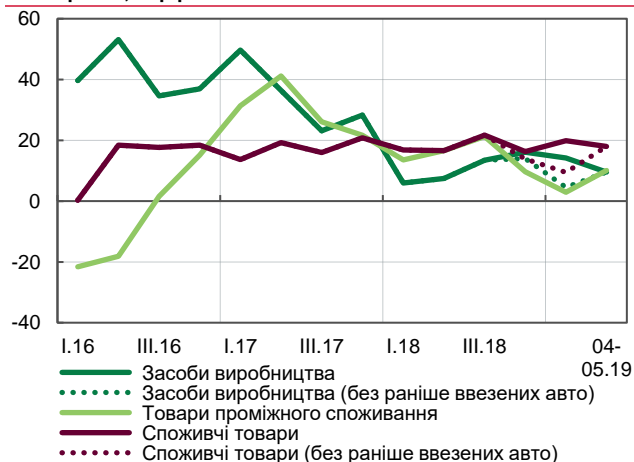
\*\* Без урахування розмитнення раніше ввезених автомобілів з іноземною реєстрацією.

Джерело: ДФСУ, Укравтопром, розрахунки НБУ.

“транзитний” термін перебування в Україні, пояснював 4 в. п. з 7.9% річних темпів зростання імпорту товарів у I кварталі 2019 року. Водночас пільговий режим розмитнення поширювався на всі автомобілі, що імпортувалися в період його дії (з 25 листопада 2018 року до 22 лютого 2019 року). Також [наприкінці 2018 року було продовжено пільговий період розмитнення електромобілів](#) ще на чотири роки. Разом зі збільшенням попиту на останні все це призвело до стрімкого зростання імпорту транспортних засобів як населенням, так і бізнесом.

Суттєве збільшення витрат на імпорт легкових автомобілів<sup>27</sup> вірогідно позначилося на обсягах імпорту інших товарів споживчого та інвестиційного призначення. Разом із дією інших чинників, зокрема зниженням цін на окремі споживчі товари та можливим [деяким збільшенням обсягів неформальної торгівлі](#), це може пояснювати істотне сповільнення зростання імпорту товарів як споживчого, так і інвестиційного призначення на початку 2019 року.

**Графік 2.5.4. Імпорт товарів за широкими економічними категоріями, % р/р**

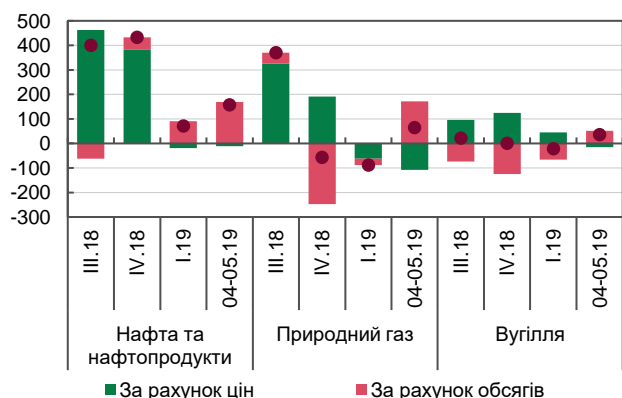


Джерело: Укравтопром, ДФСУ, розрахунки НБУ.

Проте на тлі сталого зростання споживчого попиту й інвестиційної активності у квітні-травні зростання імпорту таких товарів (без урахування ефекту від розмитнення автовок) дещо прискорилося. Так збільшилися закупівлі окремих продовольчих та промислових товарів (риби, напоїв, кави, чаю, тютюну, взуття, виробів з деревини тощо). Прискорення інвестиційного імпорту значною мірою зумовлене подальшим нарощуванням імпорту електричного обладнання для будівництва об’єктів альтернативної енергетики на тлі реалізації [окремих великих проектів у сфері ВДЕ](#).

Зростання імпорту товарів проміжного споживання залишалося помірним попри нарощування у квітні-травні поставок газу для закачування в підземні газосховища та поставок нафтопродуктів, зокрема через ранній початок посівної. Зниження світових цін на енергетичні ресурси було ключовим фактором, що стримував зростання вартісних обсягів імпорту цієї групи товарів.

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



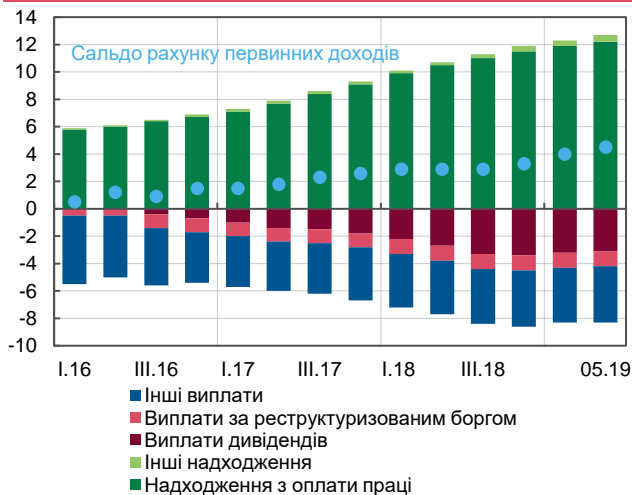
Джерело: ДФСУ, розрахунки НБУ.

У квітні-травні значно прискорилося зростання імпорту добрив унаслідок як зменшення закупівель у відповідному періоді минулого року, зумовленого [заборонаю ввезення окремих їх видів із Росії](#), так і певного зростання цін у поточному році, зумовленого переорієнтацією на інші ринки. Однак темпи зростання імпорту хімічної промисловості у цілому залишалися помірними через скорочення імпорту певних видів пластмас через проведення ремонтних робіт на окремих хімічних заводах на початку року.

Скорочення закупівель енергоносіїв та окремої хімічної продукції з Росії на початку року призвело до зменшення частки країн СНД у загальному імпорті. Натомість високий попит на електричне обладнання, у тому числі для альтернативної енергетики, зумовив зростання частки

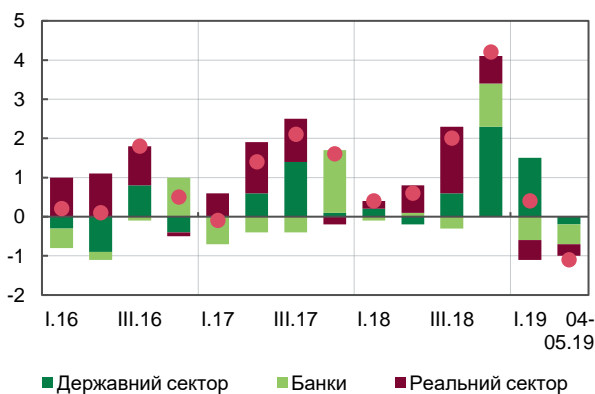
<sup>27</sup> Як у зв’язку з розмитненням раніше ввезених автомобілів, так і власне купівлею імпортованих транспортних засобів протягом пільгового періоду розмитнення.

**Графік 2.5.6.** Сальдо рахунку первинних доходів, 12-місячна плинна, млрд дол.



Джерело: НБУ.

**Графік 2.5.7.** Фінансовий рахунок: чисті зовнішні зобов'язання, млрд дол.



Джерело: НБУ.

**Графік 2.5.8.** Потоки боргового капіталу\*, млрд дол.



\* Додатні значення – приплив капіталу.  
Джерело: розрахунки НБУ.

країн Азії. Основними постачальниками товарів залишалися країни Європи, а їх частка в імпорті збільшилася через розмитнення раніше ввезених автомобілів з іноземною реєстрацією.

Зростання експорту послуг у 2019 році залишалося сталим завдяки як [збільшенню обсягів транзиту газу територією України](#), так і подальшому нарощуванню експорту ІТ-послуг. На відміну від експорту, зростання імпорту послуг сповільнювалося. Така динаміка визначалася насамперед уповільненням зростання імпорту за статтею “подорожі”, що, серед іншого, зумовлено зменшенням витрат подорожуючих. У результаті у 2019 році тривало розширення профіциту торгівлі послугами.

Крім того, у 2019 році в структурі грошових переказів продовжували суттєво зростати надходження з оплати праці. Це, серед інших чинників, може пояснюватися розширенням аутсорсингових послуг ІТ-спеціалістами. Разом зі зменшенням виплат дивідендів у поточному році це сприяло розширенню профіциту рахунку первинних доходів. Водночас у цілому зростання грошових переказів сповільнювалося, що може свідчити про зниження інтенсивності міграційних процесів.

Поточний рахунок у січні – травні 2019 року було зведено з профіцитом (0.3 млрд дол.), навіть з урахуванням ефекту від розмитнення ввезених раніше автомобілів на іноземній реєстрації.

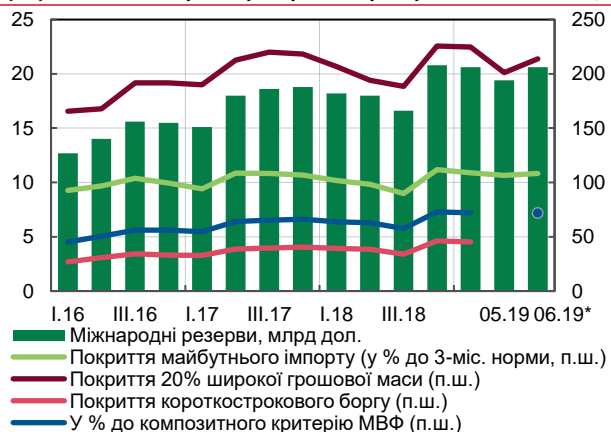
**Фінансовий рахунок**

Протягом січня – квітня 2019 року зберігався значний приплив капіталу до державного сектору, передусім завдяки подальшій зацікавленості нерезидентів у гривневих ОВДП. Так протягом січня – травня чисті портфельні інвестиції нерезидентів у ці папери сягнули 1.3 млрд дол. (у червні ще 0.5 млрд дол.). Однак через [планове погашення суверенних єврооблігацій під гарантією США](#) (1 млрд дол.) у травні сформувався значний відплив капіталу за фінансовим рахунком.

Приватний сектор як реальний, так і банківський, протягом січня – травня залишався чистим кредитором зовнішнього світу. Так банківський сектор здійснював виплати за зовнішніми зобов'язаннями, насамперед через погашення державними банками своїх єврооблігацій. Також зменшилися боргові залучення реального сектору (переважно у I кварталі), у результаті чого ролівер реального сектору в січні – травні становив 70% порівняно з 79% у січні – травні минулого року.

Приплив інвестиційного капіталу до реального сектору залишався порівняно незначним. Левова частка ПІІ була спрямована в акціонерний капітал підприємств добувної галузі та сфери операцій із нерухомістю. Після помірного припливу інвестиційного капіталу в банківський сектор у I кварталі у вигляді переоформлення боргу в статутний капітал та реінвестованих доходів, у подальшому обсяг

Графік 2.5.9. Міжнародні резерви та критерії їх адекватності, %



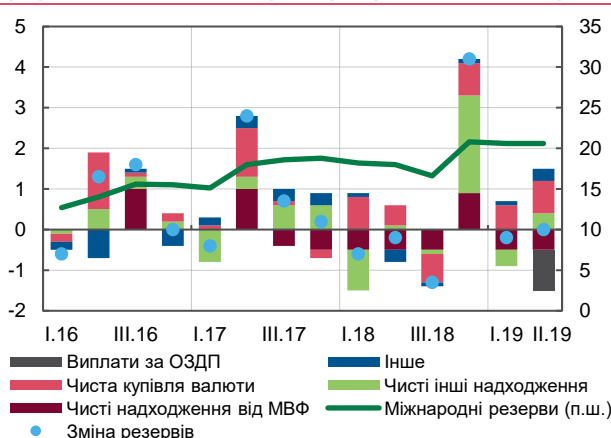
\* Попередні дані та оцінки НБУ.

Джерело: розрахунки НБУ.

таких операцій був незначним. Водночас зростали обсяги готівки поза банківською системою.

Значні виплати за зовнішніми зобов'язаннями державного сектору в травні та збереження відпливу капіталу за приватним сектором призвели до формування чистого відпливу капіталу за фінансовим рахунком у цілому за січень – травень. Оскільки останній перевищив профіцит поточного рахунку платіжний баланс було зведено з дефіцитом (0.5 млрд дол. за січень – травень). Це разом із виплатами за кредитами МВФ призвело до тимчасового зниження міжнародних резервів станом на кінець травня (до 19.4 млрд дол. або 3.1 місяця майбутнього імпорту). Однак уже станом на кінець червня резерви повернулися до рівня початку 2019 року (зросли до 20.6 млрд дол.) завдяки як подальшому припливу портфельних інвестицій у гривневі цінні папери, так і розміщенню державних єврооблігацій (1 млрд євро).

Графік 2.5.10. Валові міжнародні резерви та їх зміна, млрд дол.

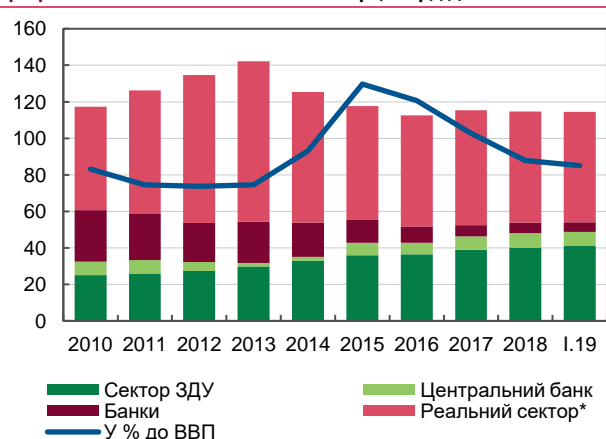


Джерело: НБУ.

**Зовнішня стійкість**

У I кварталі 2019 року обсяг валового зовнішнього боргу залишався практично незмінним другий квартал поспіль (114.4 млрд дол.), однак завдяки зростанню економіки відношення боргу до ВВП знизилося (майже до 85%). Подальше нарощування заборгованості державного сектору було нівельоване скороченням зовнішніх зобов'язань приватного сектору. Так уряд отримав позику під гарантії Світового банку та дорозміщував цінні папери на зовнішніх ринках. Крім того, зростання зовнішньої заборгованості за державним сектором було зумовлене підвищеним попитом на гривневі державні цінні папери з боку нерезидентів. Водночас на I квартал припадали планові погашення єврооблігацій окремими банками та підприємствами реального сектору. Крім того, за рахунок статистичного коригування зменшився обсяг простроченої заборгованості.

Графік 2.5.11. Валовий зовнішній борг, млрд дол.



\* Включно з міжфінансовим боргом.

Джерело: НБУ.

Співвідношення короткострокового боргу за залишковим терміном погашення до валового боргу протягом першого кварталу незначно збільшилося (до 40%), передусім за рахунок державного сектору на тлі значних обсягів виплат за зовнішніми зобов'язаннями у 2019–2020 роках. Обсяг зовнішнього боргу приватного сектору, що має бути погашений протягом наступних 12 місяців, станом на кінець I кварталу 2019 року практично не змінився порівняно з кінцем 2018 року. У результаті показники адекватності міжнародних резервів також практично не змінилися.



### Вставка 4. Валовий зовнішній борг України: останні тенденції

В останні роки відношення зовнішнього боргу до ВВП поступово знижується. Більше того, у загальному обсязі зовнішнього боргу обліковується прострочена заборгованість реального сектору з низькою вірогідністю повернення та псевдо-іноземні операції. За їх вирахування "справжній" обсяг зовнішнього боргу був би суттєво нижчим. Попри це зовнішня позиція України залишається вразливою, що вимагає подальшого проведення виваженої фіскальної та монетарної політики, продовження співпраці з МВФ та іншими міжнародними фінансовими організаціями та розвитку внутрішнього фінансового ринку.

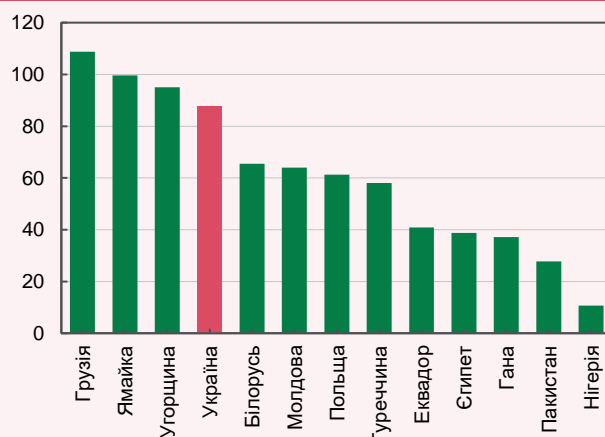
Згідно з різноманітними економічними теоріями зовнішні запозичення в помірних обсягах можуть позитивно впливати на економічне зростання. Так для країн з обмеженими фінансовими ресурсами вони можуть бути джерелом довгострокових інвестиційних проектів, не обмежуючи поточний рівень споживання, що було б неможливо за відсутності можливості запозичувати (Eaton, 1993). Водночас та сама економічна теорія, підтверджена економетричними дослідженнями (Pattillo et al., 2002) та прикладами з реального життя, свідчить, що досягнувши певного рівня зовнішній борг стає не лише тягарем для економічного зростання, а й потенційним джерелом криз, як для окремої країни, так і для інших країн чи їх об'єднань (De Santis, 2012).

В останні роки рівень валового зовнішнього боргу України в номінальному вимірі був доволі стабільним (близько 115 млрд дол США), однак завдяки зростанню ВВП відносні показники зовнішнього боргу мали сталу тенденцію до поліпшення (див. Графік 2.5.11). З одного боку, це відображало суттєве зменшення дефіциту поточного рахунку порівняно з докризовими роками, з іншого – виплати за запозиченнями попередніх років, передусім приватного сектору. Реалізація низки геополітичних ризиків, погіршення зовнішньої цінової кон'юнктури на світових товарних ринках та кризові процеси в економіці протягом 2014–2015 років звузили доступ до міжнародних ринків капіталу, обмеживши можливості ролверу (погашення боргу за рахунок нових випусків боргових зобов'язань). Зважаючи на значні потреби у зовнішньому фінансуванні, сектор ЗДУ збільшував обсяги залучення офіційного фінансування. У результаті частка зобов'язань приватного сектору в останні роки знижувалися – з 78% у загальному зовнішньому борзі у 2013 році до 57% станом на кінець I кварталу 2019 року, тоді як частка зобов'язань сектору ЗДУ зростала.

Попри поступове зниження, відношення боргу до ВВП, воно залишається досить високим, у тому числі порівняно з країнами-аналогами<sup>28</sup>. Також метрики оцінки ризиків боргу свідчать про високу вразливість країни до різких змін як у внутрішньому, так і зовнішньому середовищі. Це пов'язано з тим, що прямим наслідком високого рівня боргу є значні потреби у фінансуванні на його

обслуговування, навіть за сприятливих фінансових умов. Це, у свою чергу, обмежує поточний рівень сукупного споживання та, відповідно, зростання економіки. Також відносний показник валового зовнішнього боргу до ВВП є одним із показників, що суттєво впливає на сприйняття та оцінку ризиків інвесторами та/чи кредиторами<sup>29</sup>, а це, відповідно, відображається на премії за ризик та вартості запозичень, впливаючи на показник ролверу. Крім того, значна частка державного боргу України номінована в іноземній валюті, що у випадку девальвації вітчизняної валюти суттєво збільшить боргове навантаження на економіку.

Графік 1. Відношення зовнішнього боргу до ВВП за окремими країнами\*, %



\* Дані по Еквадору, Гані, Ямаїці та Пакистану - 2017 рік, решта – 2018 рік.

Джерело: розрахунки НБУ.

Таблиця 1. Оцінка ризиків боргу згідно з методологією МВФ

Станом на 31.03.2019	Низький	Середній	Високий	Україна
ЕМВІ спред	< 200	200-600	> 600	~600
Потреба в зовнішньому фінансуванні* (% ВВП)	< 5	5-15	> 15	> 30
Державний борг в іноземній валюті (% від загального державного боргу)	< 20	20-60	> 60	> 65
Державний борг у власності нерезидентів (% від загального державного боргу)	< 15	15-45	> 45	> 60

\* Сума сальдо поточного рахунку платіжного балансу та виплат основних сум за зовнішнім боргом протягом року.

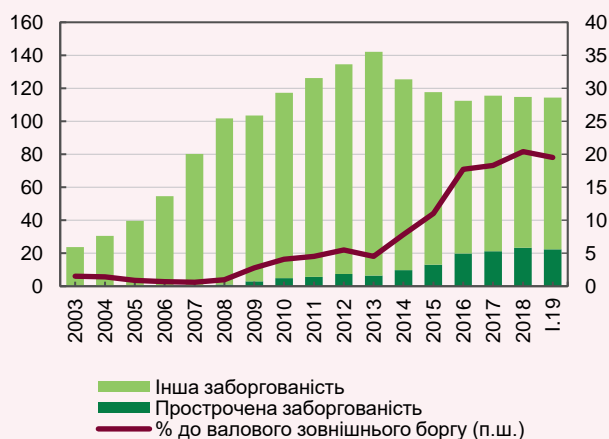
Джерело: Мінфін, Bloomberg, розрахунки НБУ.

<sup>28</sup> До цієї групи віднесено окремі країни, що мали однаковий з Україною довгостроковий суверенний рейтинг від провідних міжнародних рейтингових агентств станом на кінець 2018 року, та низку сусідніх країн, тісно пов'язаних з Україною суспільно-економічними відносинами.

<sup>29</sup> Так згідно з Cantor and Packer (1996) показник відношення боргу до ВВП має значну вагу у формуванні суверенного рейтингу країни провідними рейтинговими агентствами світу. Afonso (2003) доходить висновку, що тоді як ВВП на одну особу є основним чинником, який пояснює рейтинг розвинених країн, показник зовнішнього боргу відіграє визначальну роль для країн, ринки яких розвиваються. Більш того, згідно з Afonso et al. (2010) зміни ВВП, державний борг та державний бюджет є важливими у короткостроковому періоді, тоді як ефективність діяльності уряду, зовнішній борг, міжнародні резерви та історія дефолтів мають довгостроковий вплив на кредитний рейтинг країни.

Водночас є кілька чинників, які можуть пом'якшити сприйняття інвесторами рівня зовнішнього боргу України. Так характерною особливістю заборгованості реального сектору в кризовий період було суттєве збільшення частки простроченої заборгованості, тобто негарантованих кредитів, що не були погашені в зазначений термін, та відсотків за ними. Значною мірою збільшення такої заборгованості відображало втрату контролю над низкою підприємств, розташованих на тимчасово окупованих територіях. За експертними оцінками НБУ близько 10 млрд дол. простроченої заборгованості реального сектору має низьку вірогідність погашення<sup>30</sup>. Проте згідно з міжнародними стандартами вона не може бути вилучена з показників зовнішнього боргу<sup>31</sup> та продовжує обліковуватися в загальному обсязі валового та короткострокового зовнішнього боргу.

**Графік 2. Валовий зовнішній борг України та частка простроченої заборгованості реального сектору за негарантованими кредитами, млрд дол.**



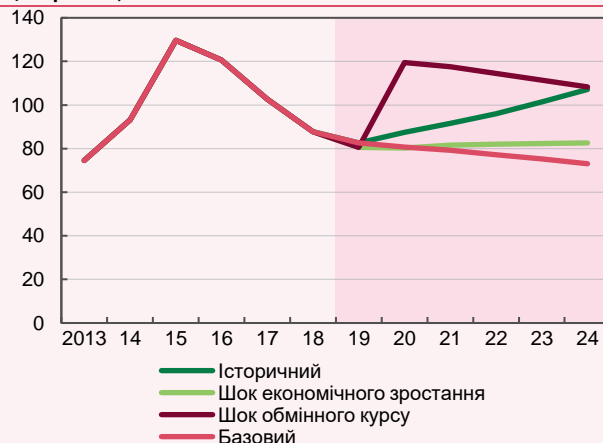
Джерело: розрахунки НБУ.

Крім того, значну частку зовнішнього боргу реального сектору становлять міжфірмовий борг та торгові кредити (22.6 млрд дол., або більше третини зобов'язань станом на кінець I кварталу 2019 року). Частина цих зобов'язань може відображати так звані "round-tripping" операції – спрямування резидентами за кордон коштів, які потім повертаються в країну у вигляді зовнішніх зобов'язань, тож за своєю економічною суттю також мали б виключатися із загальної суми зовнішнього боргу.

Згідно з базовим сценарієм рівень зовнішнього боргу продовжить знижуватися – до 73% ВВП станом на кінець 2024 року. Водночас альтернативні сценарії розвитку свідчать про важливість збереження макрофінансової

стабільності в країні – у разі різкої девальвації обмінного курсу гривні та/або нижчих темпів зростання ВВП (у тому числі на рівні середніх за останні 10 років, коли країна зіткнулася з двома глибокими макроекономічними кризами) зовнішній борг повернеться до понад 100% ВВП.

**Графік 3. Валовий зовнішній борг України за різними сценаріями\*, % ВВП**



\* Базовий сценарій – прогноз, закладений у поточний Інфляційний звіт НБУ, з 2022 року – з урахуванням 4% зростання реального ВВП, дефлятора ВВП – 5% та зміни номінального обмінного курсу на рівні 1%; історичний сценарій – на підставі середніх значень за останні 10 років; шок економічного зростання (зростання реального ВВП за базовим сценарієм зменшується на 50% його стандартного відхилення за 2009–2018 роки); шок обмінного курсу (30% девальвація гривні у 2020 році).  
Джерело: розрахунки НБУ.

Усе це зумовлює необхідність й надалі проводити виважену фіскальну та монетарну політику, що протягом останніх років сприяло посиленню зовнішньої позиції країни. Пікові виплати за зовнішнім боргом протягом 2019–2021 років зумовлюють необхідність подальшої співпраці з МВФ та іншими офіційними кредиторами. По-перше, це дасть змогу залучати довгострокове фінансування, вартість залучення за яким суттєво нижча порівняно з ринковими запозиченнями. По-друге, це покращить умови доступу до міжнародних ринків капіталу та знизить вартість залучень, адже для багатьох інвесторів така співпраця – сигнал про подальше проведення структурних реформ та наявність подушки безпеки в разі реалізації несприятливих зовнішніх та внутрішніх ризиків. Розвиток внутрішнього фінансового ринку в національній валюті – ще один вагомий напрям на шляху до підвищення ефективності управління державним боргом та зменшення залежності від зовнішнього фінансування.

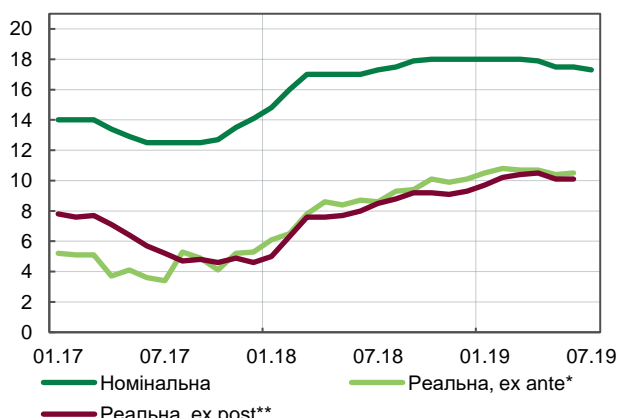
<sup>30</sup> До цієї категорії було віднесено заборгованість суб'єктів господарювання згідно з такими критеріями: погані фінанси (виконання двох і більше з таких критеріїв: нульова виручка, співвідношення боргу до виручки > 3, від'ємний ЕБІТДА, співвідношення боргу до ЕБІТДА > 10) та/або перебувають на окупованих територіях та/або перебувають у стані банкрутства/припинення діяльності; є наявність дефолту (згідно 613 форми Постанови НБУ), а також близько половини обсягу простроченої заборгованості компаній, що ведуть діяльність, але для яких виконується одна з таких умов: нульова виручка, співвідношення боргу до виручки > 3, від'ємний ЕБІТДА, співвідношення боргу до ЕБІТДА > 10.

<sup>31</sup> КЛББ передбачає надання додаткової інформації щодо справедливої вартості кредитів або номінальної вартості кредитів, що не обслуговуються, лише для активів, а не для зобов'язань. Така інформація може розповсюджуватися як довідкова лише кредиторами стосовно своїх активів (п.7.46 КЛББ).

## 2.6. Монетарні умови та фінансові ринки

- Монетарні умови залишалися жорсткими, незважаючи на початок циклу пом'якшення монетарної політики. Це проявлялося в збереженні високих процентних ставок у реальному вимірі, що створювало умови для забезпечення дезінфляційного тренду.
- Значна пропозиція іноземної валюти, у тому числі за рахунок припливу іноземних портфельних інвестицій, сприяла зміцненню гривні та дозволила НБУ й надалі поповнювати міжнародні резерви.
- Зберігалися високі темпи зростання споживчого кредитування в національній валюті, тоді як кредитування НФК стримувала низка тимчасових факторів та чинники, вирішення яких лежить в площині правової системи.

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



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

\*\* Дефльована на фактичну річну базу інфляцію.

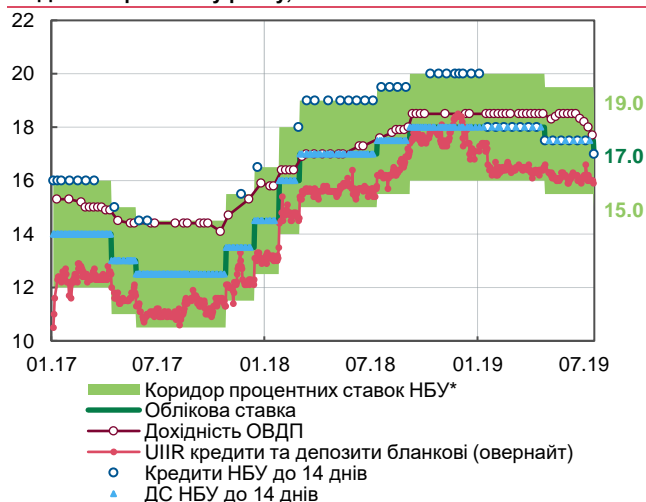
Джерело: розрахунки НБУ.

### Процентні ставки

У квітні 2019 року Правління НБУ повідомило про початок циклу пом'якшення монетарної політики та прийняло рішення знизити облікову ставку на 50 б. п. до 17,5%. Цьому передувало подальше уповільнення інфляції та поліпшення інфляційних очікувань. Однак на червневому засіданні Правління НБУ зайняло вичікувальну позицію, що [зумовлювалася посиленням інфляційних ризиків](#) як за рахунок внутрішніх, так і зовнішніх факторів. Водночас Правління НБУ сигналізувало про можливість продовження циклу пом'якшення монетарної політики за умови послаблення цих ризиків. Це відобразилося в рішенні під час чергового [засідання в липні](#) – ключову ставку знижено до 17%.

Незважаючи на зниження номінальної облікової ставки, у реальному вимірі в II кварталі вона практично не змінилася (залишалася близько 10%) через покращення інфляційних очікувань та продовжувала значно перевищувати свій нейтральний рівень, який оцінюється НБУ на рівні близько 3%.

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



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

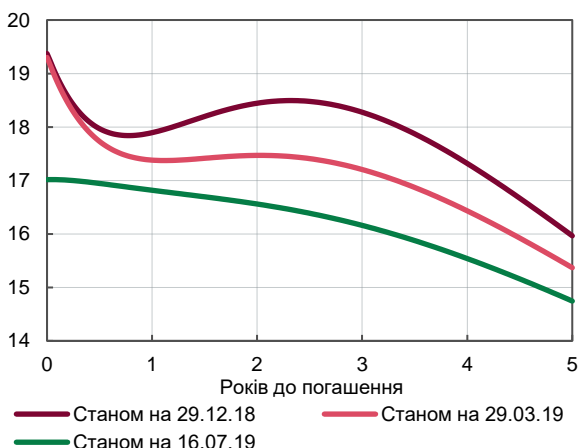
Джерело: НБУ.

[UIIR](#)<sup>32</sup> у II кварталі 2019 року знизився, коливаючись близько нижньої межі у коридорі ставок НБУ за інструментами постійного доступу. Продовження тенденції здешевлення міжбанківських ресурсів відбувалося під впливом квітневого зниження ключової ставки та збереження значного профіциту ліквідності банківської системи.

Це, у свою чергу, сприяло зниженню за результатами II кварталу 2019 року середньозважених гривневих ставок за кредитами та депозитами для НФК. Натомість середньозважена вартість гривневих кредитів ДГ незначно збільшилася через збереження високого попиту на споживчі кредити. Середньозважені ставки за гривневими депозитами ДГ за квартал практично не змінилися, хоча в червні дещо зросли. Останнє, головним чином, було наслідком впливу низки ситуативних та структурних чинників, зокрема зниження ліквідності в окремих банках на тлі сплати дивідендів та посилення ризиків через судові та законодавчі рішення. Крім того, на процентні ставки за депозитами в бік збільшення тиснула більш висока дохідність ОВДП, незважаючи на зниження останньої за всіма термінами погашення.

<sup>32</sup> Індикатор рівня гривневих міжбанківських процентних ставок для цілей процентної політики.

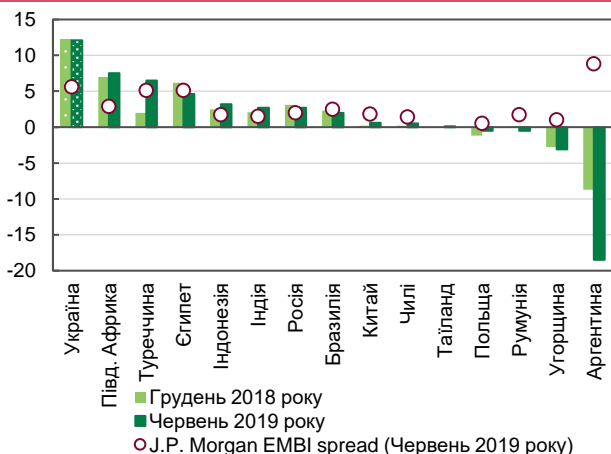
**Графік 2.6.3.** Криві безкупонної дохідності гривневих ОВДП на вторинному ринку\*, %



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

Джерело: НБУ.

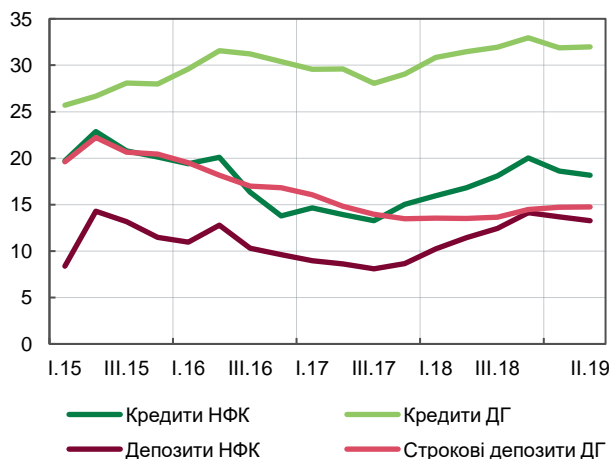
**Графік 2.6.4.** Дохідність ДЦП у реальному вимірі\* та премія за ризик окремих країн EM, %



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

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

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



Джерело: НБУ.

Як і в попередні періоди, дохідність гривневих ОВДП передусім реагувала на зміни ключової ставки. Попри зниження дохідності в номінальному вимірі, у реальному вона залишалася однією з найвищих серед EM, що стимулювало подальший приплив портфельних інвестицій нерезидентів у гривневі ОВДП та зростання ліквідності цього ринку. Іншим чинником було спрощення процедури купівлі ОВДП через приєднання 27 травня 2019 року українського ринку до мережі міжнародного депозитарію цінних паперів [Clearstream](#).

У II кварталі 2019 року значно зріс попит на середньо та довгострокові гривневі ОВДП, у тому числі з боку нерезидентів. Це спонукало МФУ здійснити на початку червня дебютний випуск шестирічних ОВДП. Як результат, на кінець червня значно розширилася лінійка гривневих цінних паперів у портфелі нерезидентів із терміном обігу понад рік, а крива дохідності знизилася за всіма строками та набула класичної інвертованої форми. Інвертована форма кривої дохідності є типовим явищем для країн, у яких поточний рівень інфляції перевищує ціль, а центральний банк реагує на це підвищенням ставок. Це свідчить про покращення інфляційних очікувань (див. Графік 2.1.2) та відповідно очікувань зниження номінальних ставок у майбутньому. Водночас з огляду на прогноз ключової ставки НБУ (див. Вставку 5 "Публікація прогнозу облікової ставки" на стор. 47) зберігається значний потенціал для зниження урядом вартості середньострокових запозичень.

**Валютний ринок**

У II кварталі 2019 року ситуація на валютному ринку залишалася переважно сприятливою – значна пропозиція іноземної валюти підтримувала помірне зміцнення гривні. Короткочасне зростання турбулентності наприкінці травня було зумовлено тимчасовим погіршенням зовнішніх фінансових умов для країн, ринки яких розвиваються, та певним посиленням невизначеності в Україні, зокрема через поширення в інформаційному просторі спекуляцій на тему зовнішнього державного боргу, відкладання обговорення подальшої фінансової підтримки з боку МВФ до формування нового уряду та подальше посилення загроз для фінансової стабільності через перебіг судових процесів.

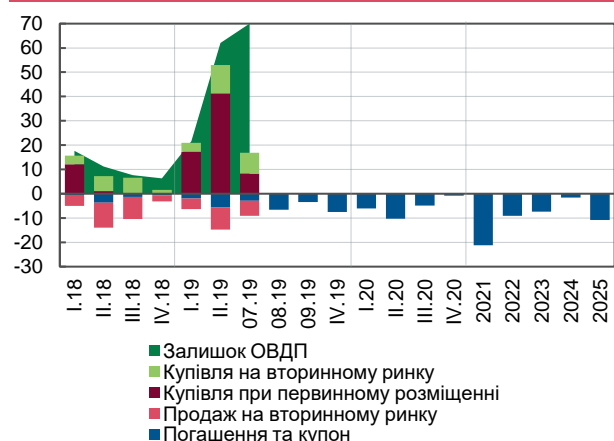
Основними факторами, які забезпечували пропозицію валюти, були:

- збереження припливу іноземних портфельних інвестицій;
- активізація експорту та порівняно стриманий імпорт;
- нижчі, ніж минулого року, обсяги репатріації дивідендів за кордон;
- чистий продаж валюти населенням.

За таких умов НБУ в II кварталі 2019 року зберігав присутність на валютному ринку. Наприкінці квітня НБУ в черговий раз у поточному році [підвищив](#) щоденний плановий обсяг купівлі іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів (з 15 до 20 млн дол.). Таким чином, із загального обсягу операцій НБУ на міжбанківському



**Графік 2.6.6. Операції нерезидентів та графік погашення гривневих ОВДП\*, млрд грн**



\* Станом на 12.07.2019.

Джерело: розрахунки НБУ.

**Графік 2.6.7. Індекси РЕОК та НЕОК гривні, середній, 12.2011=1**



\* Станом на 17.07.2019.

Джерело: розрахунки НБУ.

**Графік 2.6.8. Індекс тиску на валютний ринок\***



\* 5-денна зважена ковзна сума зміни обмінного курсу та співвідношення сальдо інтервенції НБУ до міжнародних резервів. Вага курсу - 1/4, інтервенції - 3/4.

Джерело: розрахунки НБУ.

валютному ринку (додатне сальдо яких у II кварталі становило 0.8 млрд дол., з початку року – 1.4 млрд дол.), більша частина спрямовувалася на поповнення міжнародних резервів. Відповідно, знизилася обсяги інтервенції НБУ для запобігання надмірній волатильності обмінного курсу гривні. Офіційний обмінний курс гривні у II кварталі 2019 року зміцнився до долара та до євро як у середньому до попереднього кварталу, так і з початку року. Натомість більшість валют країн – ОТП України девальвували до долара США. Як наслідок, НЕОК та РЕОК гривні у II кварталі 2019 року і надалі зміцнювалися (на 3.3% р/р та 8.8% р/р відповідно), дещо перевищивши прогноз згідно з [Інфляційним звітом за квітень 2019 року](#).

З огляду на сприятливу ситуацію НБУ у II кварталі 2019 року продовжив реалізовувати заходи з лібералізації валютного ринку, зокрема:

- [підвищив](#) ліміт на репатріацію дивідендів (з 7 до 12 млн євро на місяць), який з 10 липня 2019 року повністю [відмінив](#);
- [скасував](#) граничні строки розрахунків за низкою експортно-імпортних операцій;
- [спростив](#) процедуру отримання валютних ліценцій для окремих учасників ринку;
- [дозволив банкам](#) здійснювати короткострокове гривнєве фінансування юридичних осіб-нерезидентів для придбання ними ОВДП;
- [скасував](#) обов'язковий продаж бізнесом валютних надходжень.

**Ліквідність банківської системи**

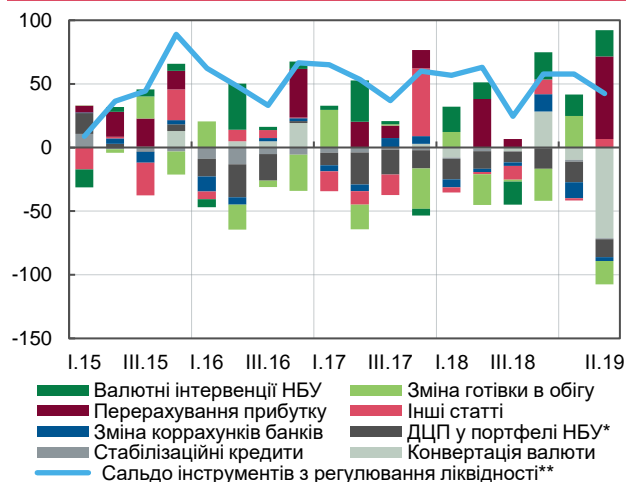
Протягом поточного року в банківській системі зберігався значний профіцит ліквідності, який, однак, у II кварталі зменшився. Насамперед знизилася середньоденні залишки коштів на депозитних сертифікатах, тоді як середньоденні залишки на коррахунках банків залишилися практично на рівні попереднього кварталу.

Основним фактором зниження ліквідності було традиційне для цього періоду зростання обсягу готівки в обігу. Однак у річному вимірі її приріст був млявим (5.4%) порівняно зі зростанням економіки в номінальному вимірі, що відображало подальше поширення безготівкових платежів як засобу розрахунку. Також ліквідність вилучалася і через операції уряду<sup>33</sup>, хоча їх вплив суттєво зменшився. Вилучення ліквідності через операції уряду упродовж поточного року зумовлено значними фіскальними потребами уряду, зокрема на фінансування валютного боргу, у тому числі зовнішнього.

Головним джерелом розширення ліквідності залишалися інтервенції НБУ з купівлі іноземної валюти на ринку. Постачалася ліквідність і через кредитний канал, оскільки її зниження та нерівномірний розподіл серед банків формували ситуативний попит на кредити рефінансування з боку окремих банків.

<sup>33</sup> Вплив фіскальних факторів на ліквідність банківської системи розраховано на основі таких головних чинників: купівля урядом валюти в НБУ, перерахування НБУ частини прибутку до бюджету, збільшення залишків коштів на ЄКР, платежі уряду НБУ за своїми зобов'язаннями.

**Графік 2.6.9. Фактори впливу на ліквідність банківської системи, млрд грн**

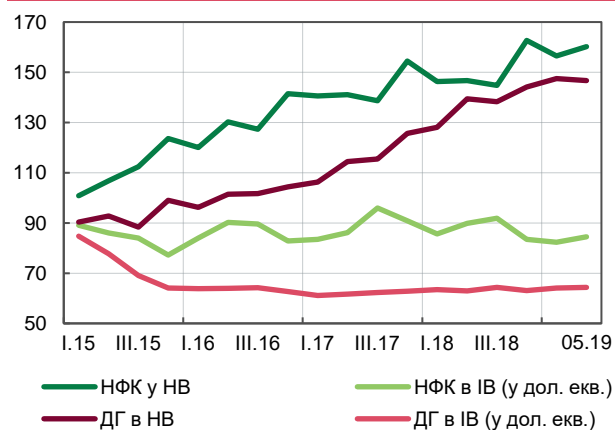


\* Різниця між обсягами купівлі ДЦП у портфель НБУ та обсягами погашення урядом, включаючи відсоткові платежі.

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

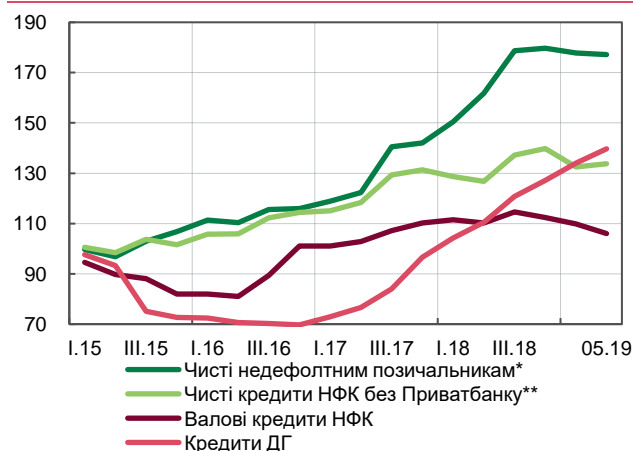
Джерело: НБУ.

**Графік 2.6.10. Депозити, IV.2014=100**



Джерело: НБУ.

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



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

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

Джерело: НБУ.

### Депозити

У квітні-травні 2019 року тривало зростання гривневих депозитів у банківській системі, проте річні темпи приросту поступово сповільнювалися.

Збереженню порівняно високих темпів приросту гривневих депозитів ДГ (11.4% р/р у травні) сприяло подальше збільшення доходів населення. Водночас, поступово зростає зацікавленість населення, особливо великих вкладників, у ОВДП через їх вищу доходність.

Депозити НФК також зростали, хоча й значно нижчими темпами, що, серед інших чинників, може пояснюватися високою інвестиційною активністю.

Банки й надалі очікують значного припливу коштів на депозити в наступні 12 місяців. Зокрема очікування щодо приросту вкладів населення були **найвищими** з 2015 року.

Залишки за депозитами в іноземній валюті (в доларовому еквіваленті) продовжували знижуватися через більшу привабливість гривневих продуктів, у тому числі на тлі сприятливої ситуації на валютному ринку.

### Кредити

У квітні-травні 2019 року банки продовжили активно кредитувати ДГ у національній валюті, водночас кредитування НФК стримувало ряд чинників.

Збереження високих темпів приросту гривневих кредитів ДГ (27.5% р/р у травні), як і в попередні періоди, забезпечувалося швидкими темпами зростання кредитів, виданих на придбання транспортних засобів та інші споживчі потреби. Цьому сприяло покращення споживчих настроїв та зростання попиту на товари тривалого вжитку.

Натомість залишки за гривневими кредитами НФК знизилися (у травні – на 5.9% р/р). Це, з одного боку, зумовлювалося статистичним ефектом виключення зі звітності інформації банків, щодо яких розпочалася процедура ліквідації. Крім того, зберігався ефект від погашення та списання банками раніше зарезервованих активів. З іншого боку, активізація кредитування НФК гальмується низкою не вирішених питань ([у тому числі значними обсягами проблемної заборгованості](#)), [вирішення яких насамперед лежить не в площині банківської системи](#). Водночас значними темпами зростає кредитування НФК, які не припускалися дефолтів протягом кризового періоду (на 13.3% р/р у травні 2019 року), що свідчить про готовність банків до активного кредитування корпоративного сектору.

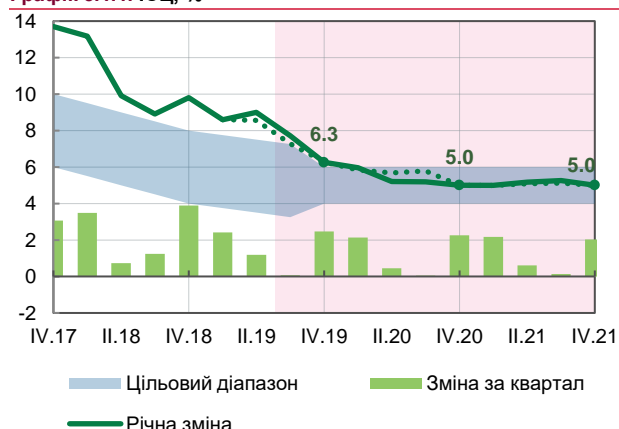
Банки [оптимістично оцінюють](#) перспективи кредитування бізнесу та населення, прогножуючи зростання кредитного портфеля та покращення його якості протягом наступних 12 місяців.

## Частина 3. Економіка України: прогноз

### 3.1. Інфляційний розвиток

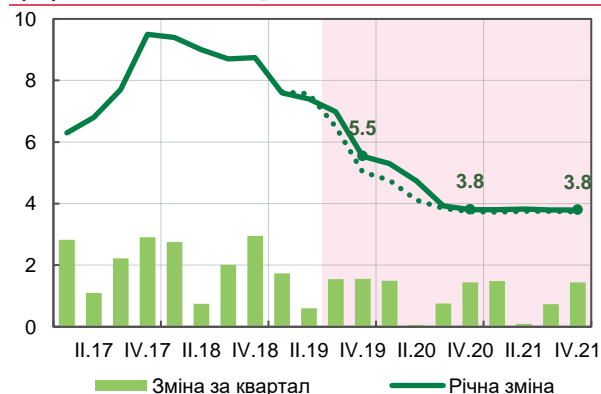
- Споживча інфляція знизиться до 6.3% до кінця цього року, досягне цільового діапазону (5 ± 1%) на початку 2020 року, а середньострокової цілі 5% – наприкінці 2020 року.
- Базова інфляція продовжить уповільнюватися (до 5.5% у поточному році та 3.8% у наступних) під впливом жорсткої монетарної політики, збільшення пропозиції продовольчих товарів, поступового зниження темпів зростання заробітних плат та низької імпортованої інфляції.
- Адміністративні ціни продовжать зростати найвищими темпами через подальше доведення цін на тютюнову та алкогольну продукцію до європейських рівнів.

Графік 3.1.1. ІСЦ, %



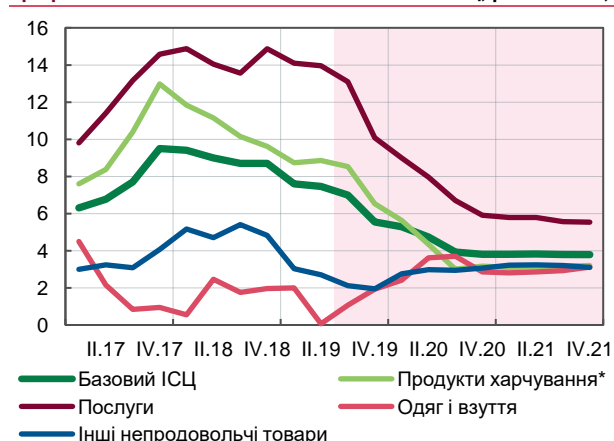
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.1.2. Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.1.3. Основні компоненти базового ІСЦ, річна зміна, %



\* З високим ступенем оброблення  
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Дія низки тимчасових шоків, які відхиляли інфляцію від цілі у 2017–2018 роках, поступово зменшуватиметься. Відповідно споживча інфляція продовжить знижуватися та повернеться до цільового діапазону на початку наступного року. Уповільнення прогнозується за всіма її основними компонентами.

Продовження проведення жорсткої монетарної, стриманої фіскальної політики та послаблення тиску з боку внутрішнього попиту також сприятимуть уповільненню зростання цін і вже відобразилися в зниженні інфляційних очікувань. Заякоренню останніх також сприятиме публікація прогнозу облікової ставки, яка окреслить наміри НБУ щодо утримання жорстких монетарних умов протягом періоду, достатнього для зниження інфляції до цілі.

Помірна волатильність обмінного курсу разом із низькою інфляцією в країнах – ОТП обмежуватиме зростання імпортованої (зокрема одягу та взуття) та відповідно базової інфляції (у 2019 році знизиться до 5.5%). Уповільнення зростання заробітних плат в економіці внаслідок зменшення розриву з зарплатами в сусідніх країнах визначатиме зниження темпів росту вартості ринкових послуг у прогнозованому періоді. Однак останні все ще зростатимуть швидше, ніж інші компоненти базової інфляції, відображаючи ефект Баласси-Самуельсона (більш докладно описано у Вставці 3. “Зв’язок між продуктивністю праці, реальною зарплатою та інфляцією”).

У середньостроковій перспективі базова інфляція уповільниться приблизно до 4% навіть в умовах пом’якшення монетарної політики, відображаючи насамперед зниження тиску з боку внутрішнього попиту.

Низькі виробнича інфляція на тлі млявого зовнішнього попиту та ціни на імпортований природний газ також підтримуватимуть дезінфляційний тренд.

Сприятливі погодні умови та зростання врожайності визначатимуть низьку продовольчу інфляцію (у тому числі і через вторинні ефекти на компоненти базової інфляції). Проте за окремими товарами (м’ясна та молочна продукція) очікується все ще досить помітне

Графік 3.1.4. Ціни на сирі продовольчі товари, %



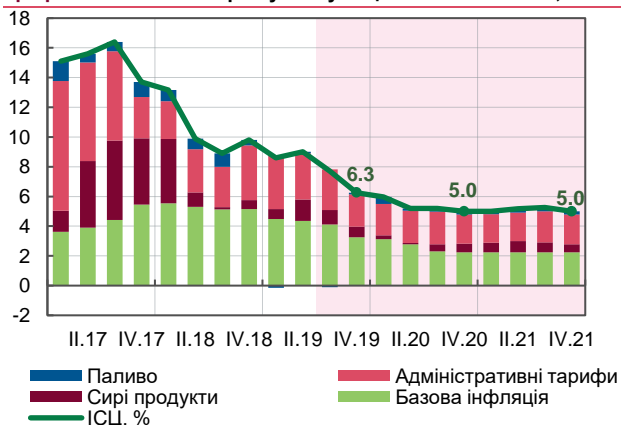
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.1.5. Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.1.6. Внески в річну зміну ІСЦ за компонентами, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

зростання цін через відображення відповідних тенденцій на світових ринках.

Ціни на сирі продовольчі товари зростатимуть досить помірними темпами (3–4%) у прогностичному періоді. У поточному році окремі шоки пропозиції компенсують один одного. Так зростання цін на фрукти (унаслідок менш сприятливих умов їх вирощування) нівелює зниження цін на овочі нового врожаю, що очікується на тлі значного зростання цін на них у минулому році.

Незважаючи на уповільнення зростання адміністративно-регульованих цін, вони все ще підвищуватимуться найбільше серед усіх компонент інфляції насамперед через доведення цін на тютюнову та алкогольну продукцію до європейських рівнів. У 2019 році завдяки сприятливій ситуації на європейському спотовому ринку газу та укріпленню обмінного курсу гривні ціни на газ для населення майже не зміняться. У 2020–2021 роках очікується дотримання імпортного паритету, що визначатиме подорожчання цін на газ на 7–11%.

Вартість палива у 2019 році завдяки відносно стабільній ціні на нафту на світових ринках та низькій волатильності обмінного курсу гривні сприятиме зниженню інфляції, у тому числі через вплив на собівартість інших товарів та послуг. Надалі прогнозується зростання цін на паливо близько 5% щороку.

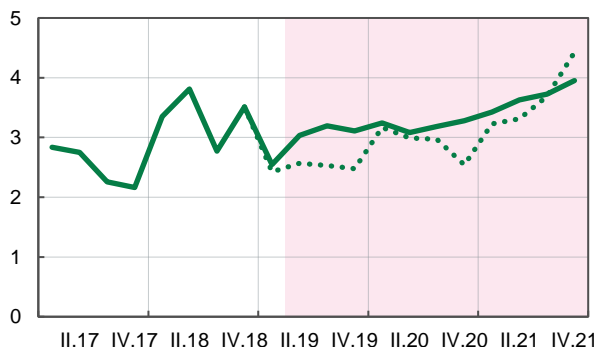
Прогноз інфляції не змінився порівняно з попереднім Інфляційним звітом, проте були переглянуті окремі її компоненти. Зокрема прогноз базової інфляції у 2019 році переглянутий у бік збільшення (на 0.5 в. п.) через вищі, ніж раніше очікувалося, темпи зростання заробітних плат. Водночас адміністративно-регульовані ціни зростатимуть повільніше, ніж очікувалося (на 1.1 в. п.), через більш низькі ціни на імпортований газ, а також обмеження урядом цін на електроенергію для населення шляхом покладення спеціальних обов'язків на окремих учасників ринку електричної енергії<sup>34</sup>.

<sup>34</sup> Постанова КМУ від 05.06.2019 № 483.

### 3.2. Попит і випуск

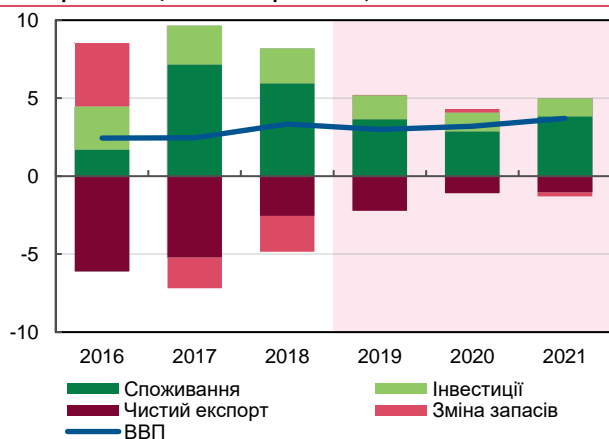
- Економічне зростання в поточному році уповільниться до 3% через охолодження світової економіки, проте прискорюватиметься в наступні роки (до 3.2% та 3.7% у 2020–2021 роках відповідно) завдяки пом'якшенню монетарної політики та відновленню зовнішнього попиту.
- Інвестиції в основний капітал продовжать зростати високими темпами хоч і уповільнюватимуться, та спрямовуватимуться насамперед в експортоорієнтовані галузі та енергетику.
- Темпи зростання приватного споживання знизяться через поступове уповільнення зростання реальних заробітних плат в Україні завдяки зменшенню розриву з зарплатами трудових мігрантів.

Графік 3.2.1. Реальний ВВП, % р/р



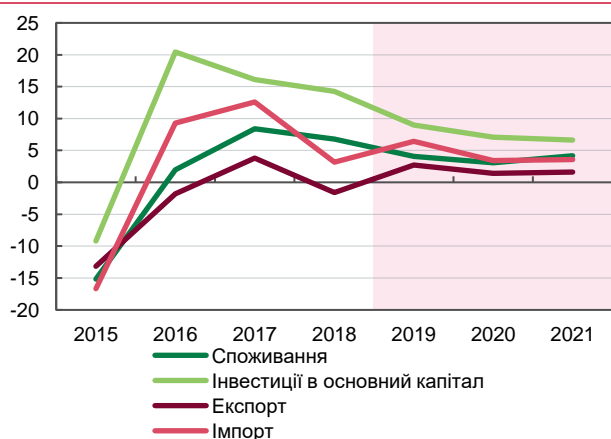
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.2.2. Внески в річну зміну реального ВВП за категоріями кінцевого використання, в. п.



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.2.3. Компоненти ВВП за категоріями кінцевого використання, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Незважаючи на стримуючу монетарну та фіскальну політику, внутрішній попит залишатиметься стабільно високим у поточному році. Уповільнення економічного зростання до 3% у 2019 році (після 3.3% у 2018 році) визначатиметься низькими темпами зростання ВВП країн – ОТП. Водночас суттєва підтримка економічної активності очікується з боку сприятливих умов торгівлі, а також очікуваного чергового рекордного врожаю зернових в Україні.

Зростання приватного споживання у поточному році хоч і уповільниться (до 5.2%), але його внесок в економічне зростання залишиться найбільшим через високі темпи росту заробітних плат та пенсійних виплат. У 2020–2021 роках відновлення кредитної активності на тлі суттєвого пом'якшення монетарних умов стимулюватиме як приватне споживання, так й інвестиційну діяльність.

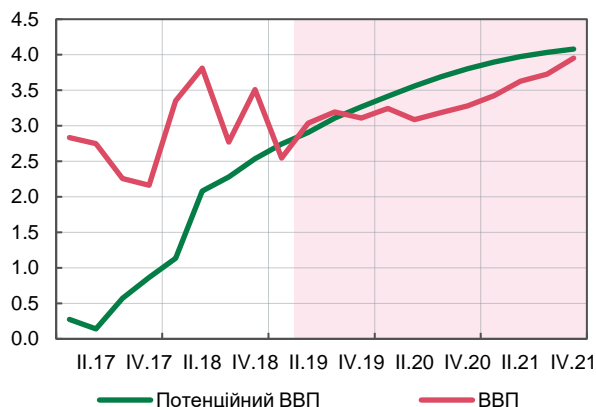
Зростання інвестицій в основний капітал також уповільниться (до 9% у поточному та близько 7% у наступних роках), проте їх співвідношення до ВВП залишиться майже незмінним (близько 17%), що відповідає докризовому рівню. Інвестиційна діяльність стимулюватиметься потребою в модернізації та нарощенні виробництва в експортоорієнтованих галузях (насамперед сільському господарстві, добувній промисловості, металургії) та енергетиці (зокрема у відновлювальні джерела енергії).

У 2019–2021 роках продовжиться скорочення від'ємного внеску чистого експорту у ВВП. Однак у 2019 році таке скорочення буде незначним через нарощення імпорту природного газу для формування резерву на випадок припинення транзиту газу територією України. З 2019 року очікується відновлення зростання експорту насамперед завдяки нарощенню поставок зернових, продукції металургії, а також залізної руди. У 2020 році темпи зростання експорту дещо уповільняться через менші обсяги транзиту газу територією України. Зростання імпорту стимулюватиметься жвавим споживчим та інвестиційним попитом і водночас обмежуватиметься поступовим скороченням обсягів закупівлі газу за кордоном.

Порівняно з квітневим макроекономічним прогнозом НБУ підвищив прогноз темпів економічного зростання на 2019 (до 3% з 2.5%) та 2020 (до 3.2% з 2.9%) роки у зв'язку зі сприятливими умовами торгівлі та очікуваним рекордним врожаєм зернових. Додатковим фактором виступатиме

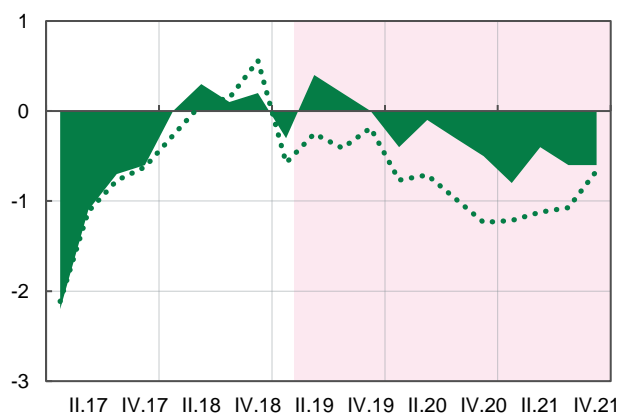


**Графік 3.2.4. Фактичний та потенційний ВВП, % р/р**



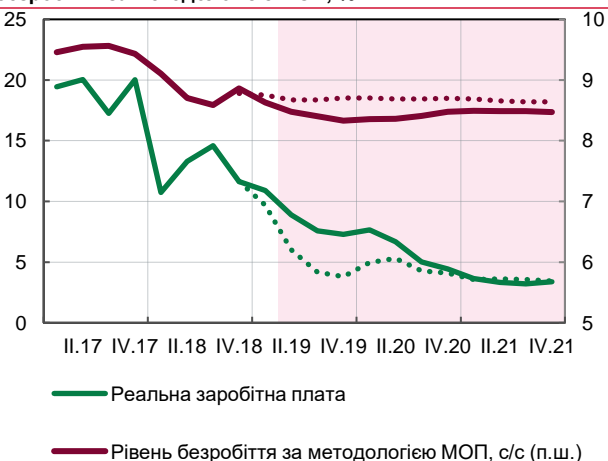
Джерело: НБУ.

**Графік 3.2.5. Розрив ВВП, % від потенційного ВВП**



Джерело: розрахунки НБУ.

**Графік 3.2.6. Реальна заробітна плата, % р/р, та рівень безробіття за методологією МОП, %**



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

більш стійкий внутрішній попит. Зокрема, вищі темпи зростання приватного споживання зумовлені повільнішим зниженням тиску з боку заробітних плат та додатковим збільшенням пенсій. Підвищення прогнозу інвестиційної активності пов'язано з меншим стримуючим впливом виборчого циклу, ніж очікувалося в попередньому Інфляційному звіті.

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

Темпи зростання потенційного ВВП продовжуватимуть прискорюватись і досягнуть 4% у 2021 році та надалі зберігатимуться на цьому рівні. Основним драйвером росту залишатиметься загальна продуктивність факторів виробництва, що поступово наблизатиметься до рівня більш розвинутих економік у сусідніх країнах. Більш стрімкі темпи потенційного економічного зростання можливі лише за умови суттєвого прискорення реформ, націлених на поліпшення бізнес-середовища.

Попри скорочення темпів зростання інвестицій на прогнозованому горизонті, внесок капіталу в зміну потенційного ВВП залишатиметься додатним (основні фонди оновлюватимуться швидше, ніж зношуються старі).

Як і в попередні роки, від'ємний внесок робочої сили стримуватиме зростання потенційного ВВП на всьому прогнозованому горизонті. Це зумовлюється передусім нестачею працівників робітничих професій, а також природним скороченням населення. Водночас цей від'ємний внесок буде суттєво нижче, ніж у попередні роки, унаслідок уповільнення міграційних процесів. Також на показнику внеску робочої сили позитивно відображаються наслідки пенсійної реформи, що сприяла підвищенню зайнятості.

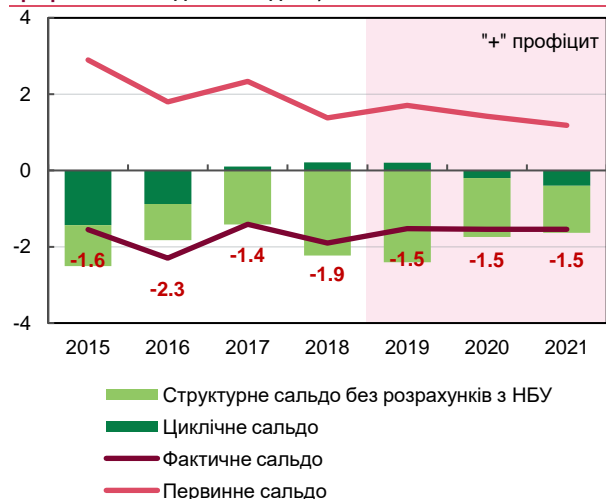
Упродовж II–III кварталів 2019 року очікується додатний розрив ВВП унаслідок поліпшення умов торгівлі та рекордного урожаю зернових. У 2020 році очікується повернення до невеликого від'ємного розриву ВВП (близько 0.5% від потенційного ВВП) через погіршення умов торгівлі, усе ще слабкий зовнішній попит та лагові ефекти жорсткої монетарної та фіскальної політики.

**Доходи населення та безробіття**

Доходи населення зростатимуть все ще високими темпами, проте уповільнюватимуться у всьому прогнозованому періоді. У 2019 році цьому сприятиме зростання економіки та посилена конкуренція роботодавців за робочу силу в умовах зниження її пропозиції через трудову міграцію. Проте розрив у заробітних платах на внутрішньому ринку та ринках праці найближчих країн поступово скорочуватиметься, що зменшуватиме стимули для трудової міграції та вирівнюватиме диспропорції на ринку праці.

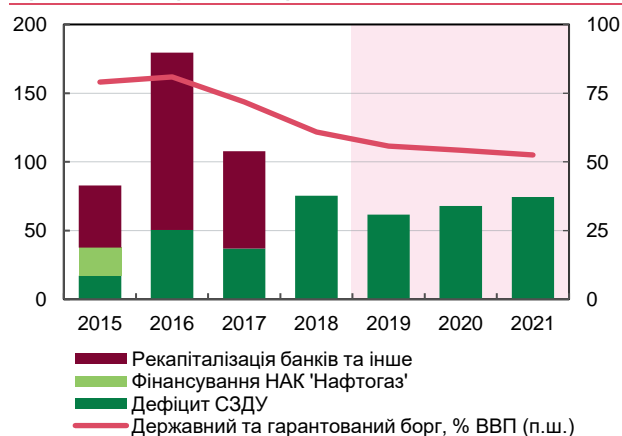
Починаючи з 2019 року рівень безробіття (за методологією МОП) дещо знизиться та стабілізується на природному рівні – близько 8.5%. Зниженню сприятимуть

Графік 3.2.7. Зведений бюджет, % ВВП



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.2.8. Широкий дефіцит СЗДУ, млрд грн, і державний та гарантований державою борг, % ВВП



Джерело: МВФ, ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

більші стимули до працевлаштування як за рахунок зростання заробітних плат, так і стимулів до набуття необхідного робочого стажу для отримання пенсій згідно з вимогами нового пенсійного законодавства.

**Фіскальна політика**

У 2019–2021 роках фіскальна політика буде відносно жорсткою через необхідність значних погашень державного боргу. Дефіцит зведеного бюджету становитиме 1.5% ВВП, а структурний дефіцит (без урахування розрахунків НБУ) щороку зменшуватиметься на тлі розширення від'ємного розриву ВВП. Відповідно очікується від'ємний фіскальний імпульс, що стримуватиме зростання сукупного попиту та інфляцію.

Темпи зростання доходів СЗДУ в поточному році відповідатимуть зростанню номінального ВВП (близько 13%). Однак завдяки все ще високим темпам зростання номінальної заробітної плати найбільше з усіх доходів зростуть бюджетні надходження від ПДФО (майже на 17%), а також надходження від ЄСВ, що спрямовуються до бюджету пенсійного фонду. За окремими податками очікується недовиконання плану надходжень (зокрема від ПДВ з ввезених на територію України товарів), проте вони частково будуть компенсовані надходженнями від перерахування частини прибутку НБУ, що цього року зросло на 45.5%, або до 1.6% ВВП.

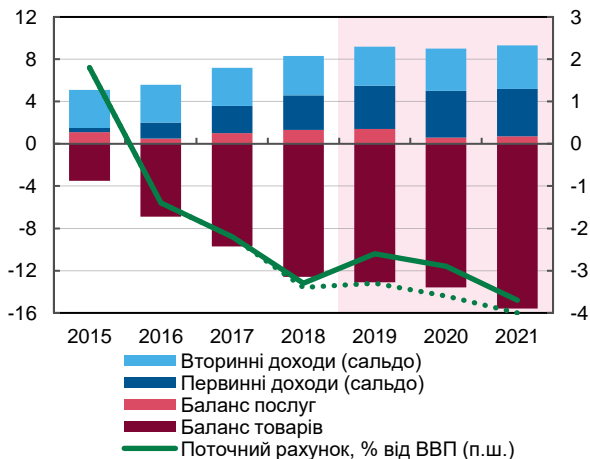
Навіть в умовах подвійних виборів 2019 року зростання видатків СЗДУ буде помірним (близько 12%). Водночас прискорення зростання видатків соціального характеру обмежить обсяги капітальних видатків, рівень яких не перевищуватиме 4% ВВП.

Рівень державного та гарантованого державою боргу до ВВП продовжить знижуватися за рахунок збереження первинного профіциту бюджету (понад 1% ВВП щорічно), високих темпів зростання номінального ВВП на тлі низької волатильності обмінного курсу.

### 3.3. Платіжний баланс

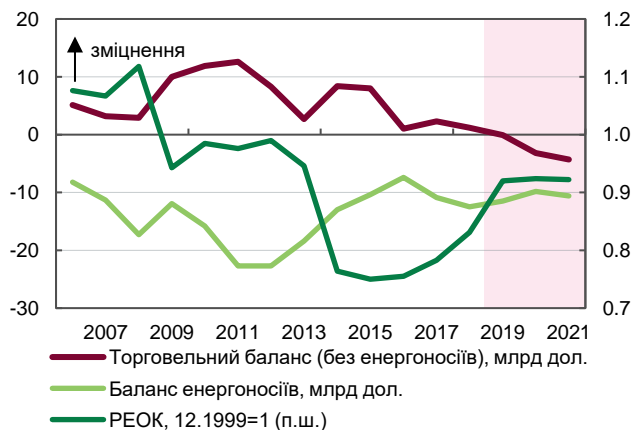
- У 2019 році дефіцит поточного рахунку скоротиться до 2.6% ВВП завдяки рекордному врожаю зернових, сприятливим умовам торгівлі, а також зниженню виплат дивідендів.
- У 2020–2021 роках дефіцит поточного рахунку розширюватиметься унаслідок зниження обсягів транзиту газу, погіршення умов торгівлі та збільшення споживчого та інвестиційного імпорту, водночас дефіцит зберігатиметься в прийнятних межах.
- Продовжиться приплив капіталу до державного та приватного секторів завдяки високим відсотковим ставкам, збільшенню апетиту міжнародних інвесторів до ризикових активів та підписанню нової програми з МВФ.

Графік 3.3.1. Сальдо поточного рахунку, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Графік 3.3.2. РЕОК гривні та торговельний баланс



Джерело: НБУ.

На прогнозованому горизонті дефіцит поточного рахунку зберігатиметься на рівні 2018 року (3.3% ВВП), хоча і коливатиметься в окремі роки через ряд ідіосинкратичних факторів. Такі коливання не перевищуватимуть  $\pm 1\%$  в. п. від прийнятного рівня дефіциту (за оцінками НБУ, близько 3% ВВП), що свідчить про відсутність значних дисбалансів в зовнішній позиції.

Темпи зростання експорту товарів у 2019–2021 роках поступово уповільнюватимуться (з 9% у 2018 році до 2% у 2021 році) через млявий зовнішній попит та погіршення умов торгівлі у 2020–2021 роках. Водночас зростання експорту підтримуватимуть гарні врожаї зернових, нарощення поставок харчової (завдяки подальшому освоєнню ринків ЄС) та металургійної продукції, електромеханічного обладнання, вагонів.

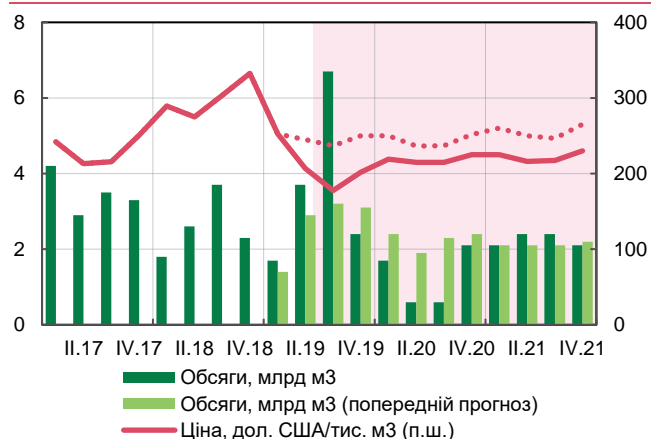
Темпи росту імпорту товарів у 2019–2021 роках також знизяться (з 13% у 2018 році до 4–5%) насамперед за рахунок енергетичної складової завдяки як зменшенню споживання природного газу, так і нарощенню його видобутку. У 2019 році цьому також сприятиме падіння цін на газ, зумовлене факторами попиту (тепла зима в Європі) та пропозиції (насамперед за рахунок стрімкого нарощення виробництва в США та Росії). До припущень цього прогнозу закладається купівля додаткових обсягів газу напередодні опалювального сезону 2019/2020 років через загрозу припинення транзиту газу Росією в I кварталі 2020 року.

Неенергетичний імпорт уповільнюватиметься не так швидко внаслідок збереження стійкого внутрішнього попиту. Це відобразиться передусім на збільшенні поставок продукції машинобудування, хімічних виробів та харчової продукції. Водночас уповільнення темпів зростання реальних доходів населення, задоволення лівової частки потреб в оновленні основних фондів, а також припинення ревальвації РЕОКу зумовлять звуження попиту на імпортні товари.

Профіцит торгівлі послугами зберігатиметься на всьому прогнозованому горизонті через високі темпи зростання експорту ІТ послуг. Однак у 2020–2021 роках цей профіцит скоротиться внаслідок суттєвого зниження обсягів транзиту газу.

Грошові перекази від трудових мігрантів зростатимуть у 2019–2021 роках завдяки підвищенню їх доходів за кордоном. Водночас кількість трудових мігрантів залишатиметься майже незмінною внаслідок конвергенції заробітних плат та насичення ринку праці.

Графік 3.3.3. Імпорт газу

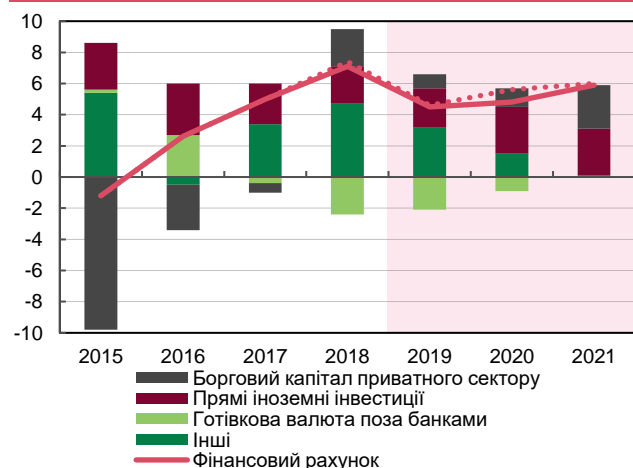


У 2019–2021 роках виплати за нарахованими дивідендами знизяться порівняно з 2018 роком завдяки привабливим фінансовим умовам в Україні.

У 2019–2021 роках продовжиться приплив капіталу як у державний, так і в приватний сектори, що повністю профінансує дефіцит поточного рахунку. Цьому сприятимуть збереження привабливих відсоткових ставок на тлі більш м'якої політики провідних центральних банків, а також підписання нової програми з МВФ.

До 2021 року очікується припинення зростання готівкової валюти поза банками завдяки низькій волатильності обмінного курсу та зниженню інфляційних очікувань на тлі збереження привабливості фінансових інструментів у національній валюті.

Графік 3.3.4. Фінансовий рахунок: чисті зовнішні зобов'язання, млрд дол.

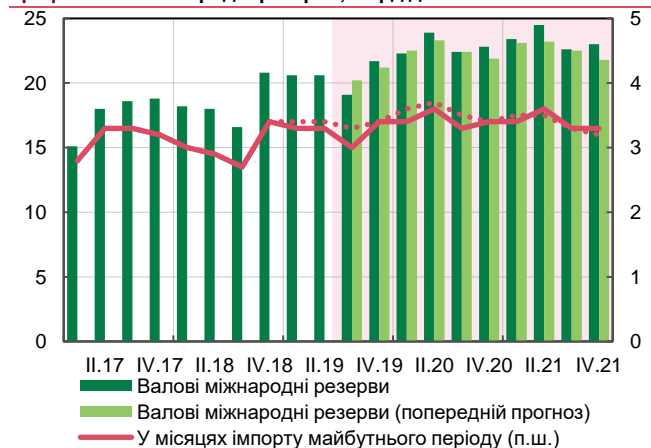


Початок нової програми співпраці з МВФ наприкінці 2019 року сприятиме подальшому припливу капіталу від інших офіційних кредиторів, а також розміщенню ОЗДП на вигідних умовах. На відміну від попередніх років, очікується зростання обсягів ОВДП, номінованих у гривні, у власності нерезидентів як через зменшення премії за ризик в Україні, так і збільшення апетиту інвесторів до ризику на тлі очікувань проведення більш м'якої монетарної політики провідними ЦБ.

Завдяки чистим надходженням коштів у рамках нової програми МВФ міжнародні резерви зростуть до 23 млрд дол. станом на кінець 2021 року (3.3 місяця імпорту майбутнього періоду).

Порівняно з прогнозом, опублікованим у квітні, дефіцит поточного рахунку скоротився на всьому прогнозному горизонті. Основними факторами перегляду прогнозу стали більший експорт зернових та кращі умови торгівлі (вищі ціни на руду та нижчі ціни на газ). Додатковими факторами такого перегляду були збільшення надходжень від трудових мігрантів через підвищення прогнозу номінального ВВП Польщі та зниження виплат дивідендів. Водночас деякі компоненти поточного рахунку були переглянуті у бік розширення його дефіциту. Обсяги експорту чорних металів було знижено на тлі подальшого загострення торговельної війни між США та Китаєм. Також зростання внутрішнього попиту виявилось більшим, ніж очікувалося, що відобразилося на перегляді імпорту продукції машинобудування, харчової продукції та продукції хімічної промисловості.

Графік 3.3.5. Міжнародні резерви, млрд дол.

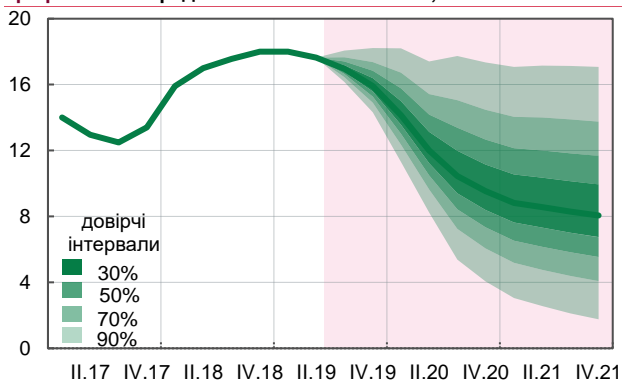


У 2019–2020 роках було знижено чистий приплив капіталу в приватний сектор через менші ніж очікувалось обсяги продажу іноземної готівки населенням. Водночас приплив капіталу в державний сектор у 2019 році очікується дещо вищим. Насамперед це пов'язано зі зміною стратегії уряду, що заміщує валютний борг гривневим на тлі підвищення апетиту до ризику іноземними інвесторами. У результаті зведений баланс залишиться близьким до нуля на всьому прогнозному горизонті, а підвищення резервів до 23 млрд дол. на кінець 2021 року забезпечуватиметься чистими надходженнями коштів від МВФ.

### 3.4. Монетарні умови та фінансові ринки

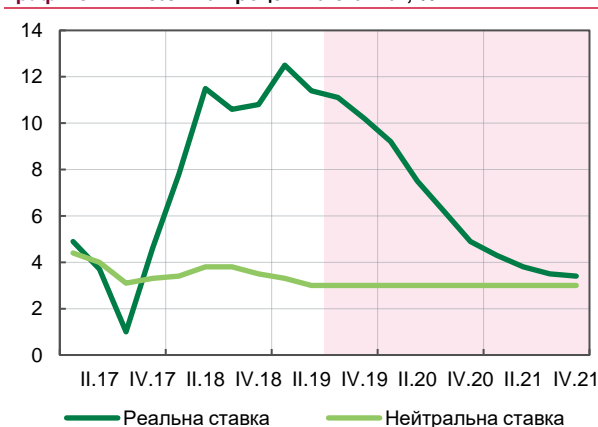
- Зменшення інфляційного тиску та покращення інфляційних очікувань забезпечуватимуть умови для поступового пом'якшення монетарної політики.
- Прогнозується стабілізація РЕОК гривні у 2020–2021 роках після його суттєвого зміцнення в 2016–2019 роках. Поточний рівень обмінного курсу гривні узгоджується з фундаментальними чинниками.
- Профіцит ліквідності банківської системи зберігатиметься й надалі.

Графік 3.4.1. Середня облікова ставка НБУ, %



Джерело: розрахунки НБУ.

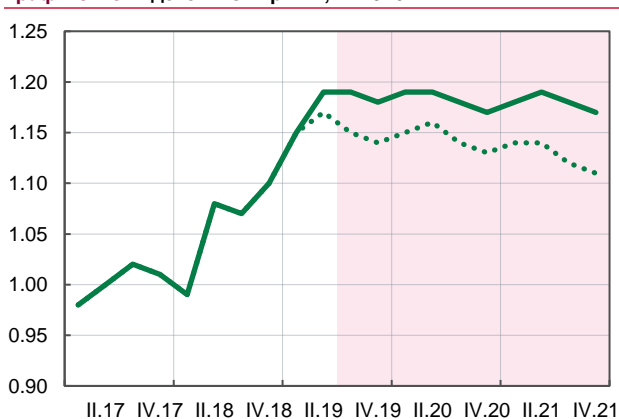
Графік 3.4.2. Реальна процентна ставка\*, %



\* Дефльована на інфляційні очікування, отримані на основі Квартальної прогнозової моделі.

Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.4.3. Індекс РЕОК гривні, IV.2016=1



Джерело: розрахунки НБУ.

Жорсткість монетарної політики буде поступово послаблюватися за умов стійкого зниження інфляційного тиску та покращення інфляційних очікувань. У міру дезінфляції ключова ставка в реальному вимірі знижуватиметься з поточного (10%) до нейтрального рівня (близько 3%<sup>35</sup>) у 2021 році.

Відповідно облікова ставка знизиться до 8% у 2021 році. Найбільш стрімке зниження ставки очікується впродовж 2020 року разом з поверненням інфляції до цільового діапазону та покращенням інфляційних очікувань.

Реалізація проінфляційних ризиків може зумовити більш повільне зниження процентної ставки до 8%. Водночас за умов збільшення попиту нерезидентів на гривневі ОВДП та ревальваційного тиску можливе більш швидке зниження облікової ставки порівняно з базовим сценарієм. Детальніше про можливу реакцію облікової ставки на реалізацію окремих ризиків представлено в Розділі 3.5 "Ризики прогнозу".

Пом'якшення монетарної політики сприятиме стабілізації РЕОК гривні у 2020–2021 роках після його зміцнення в 2016–2019 роках. За оцінками НБУ обмінний курс узгоджується з фундаментальними чинниками, а прийнятний дефіцит поточного рахунку на прогнозному горизонті не створює суттєвих ризиків. Дотримання режиму плаваючого обмінного курсу разом з валютною лібералізацією знижує ймовірність накопичення валютних дисбалансів.

Зростання готівки в обігу та значні виплати уряду за зовнішніми боргами зумовлюють поступове звуження профіциту ліквідності банківської системи та перехід до дефіциту в 2021 році. Припускається, що фінансування зовнішніх виплат буде здійснено за рахунок залучення урядом коштів на внутрішньому ринку та подальшої купівлі валюти. Це частково компенсуватиметься купівлею НБУ іноземної валюти для поповнення резервів.

Подальший розвиток безготівкових розрахунків певною мірою компенсуватиме зростання транзакційного попиту на готівку. Тобто вона зростатиме повільніше ніж номінальні споживчі витрати, а співвідношення М0 до ВВП надалі знижуватиметься – до 9.5% на кінець 2019 року, що відповідає цілі щодо рівня готівки в економіці<sup>36</sup>, до 8.9% у 2021 році.

<sup>35</sup> Груй А., Лепушинський В., Ніколайчук С. Нейтральна реальна відсоткова ставка в умовах малої відкритої економіки: застосування для України // Вісник Національного банку України, № 243, 1/2018. <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=69524810>.

<sup>36</sup> Відповідно до "Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року".



## Вставка 5. Публікація прогнозу облікової ставки

У цьому Інфляційному звіті Національний банк розпочинає регулярну публікацію прогнозу облікової ставки. Цей крок є наступним (після оприлюднення [Підсумків дискусії членів КМП щодо рівня облікової ставки](#)) у підвищенні прозорості та передбачуваності монетарної політики. Раніше Національний банк надавав інформацію щодо можливих змін облікової ставки у описовій формі, повідомляючи про наміри своєї політики (forward guidance) в прес-релізах і Інфляційному звіті.

Національний банк започатковує регулярну публікацію прогнозу облікової ставки серед показників власного макроекономічного прогнозу. Це сприятиме підвищенню зрозумілості та передбачуваності монетарної політики для учасників ринку; посиленню дієвості впливу ключової ставки на ринкові процентні ставки та інфляцію; зменшенню премії за ризик. Про такі позитивні наслідки рішення щодо публікації прогнозу ключової ставки свідчить досвід семи центральних банків – таргетерів інфляції: Чехії, Грузії, Нової Зеландії, Ісландії, Ізраїлю, Норвегії, Швеції.

Публікація прогнозу ставки є наступним кроком після оприлюднення [Підсумків дискусії членів КМП щодо рівня облікової ставки](#) у підвищенні прозорості та передбачуваності монетарної політики. Раніше Національний банк надавав інформацію щодо можливих змін облікової ставки в описовій формі, повідомляючи про наміри своєї політики (forward guidance) в прес-релізах і Інфляційному звіті.

Відтепер майбутня очікувана траєкторія процентної ставки, що узгоджується з прогнозами інших макроекономічних змінних і насамперед інфляції, що прямує до своєї цілі, у явному вигляді відображатиметься в Інфляційному звіті та інших документах НБУ.

Це сприятиме:

- поліпшенню розуміння економічними агентами майбутньої монетарної політики Національного банку та його макроекономічних прогнозів. Відповідно за рахунок більшої поінформованості вони зможуть приймати виваженіші інвестиційні рішення;
- посиленню дієвості впливу ключової ставки на ринкові процентні ставки, вартість фінансових ресурсів та інфляцію. Так, володіючи ширшою інформацією щодо логіки прийняття монетарних рішень у центральному банку, учасники фінансового ринку зможуть адаптувати свої очікування стосовно майбутньої вартості фінансових ресурсів. У такий спосіб НБУ певним чином зможе впливати на всю криву дохідності;
- зменшенню премії за ризик у зв'язку з підвищенням рівня зрозумілості та передбачуваності монетарної політики;
- підвищенню якості процесу прийняття рішень у Національному банку в частині аналітичної підтримки та дискусії членів КМП з фокусуванням на формулювання середньострокового бачення монетарної політики.

Про такі позитивні наслідки рішення щодо публікації прогнозу ключової ставки свідчить досвід семи центральних банків – таргетерів інфляції: Чехії, Грузії, Нової Зеландії, Ісландії, Ізраїлю, Норвегії, Швеції.

Зокрема центральний банк Швеції (Ріксбанк), через десять років після початку публікації прогнозу ключової ставки підкреслював, що розкриття такої інформації сприяло покращенню розуміння учасниками ринку намірів монетарного регулятора, удосконаленню прогнозного процесу та процесу прийняття рішень у самому центральному банку. Важливо, що всі побоювання, які виникали перед початком оприлюднення прогнозу ключової ставки, не реалізувалися та були спростовані ([Riksbank Studies, June 2017](#)).

За оцінкою Holmsen, Qvigstad, Røisland and Solberg-Johansen (2008), оприлюднення прогнозу ключової ставки центральним банком Норвегії мало позитивний вплив на підвищення рівня довіри до монетарного регулятора та очікування учасників ринку щодо вартості фінансових ресурсів. Динаміка форвардних процентних ставок на строк до одного року майже повністю співпадає з прогнозом ключової ставки. Проте в довгостроковому періоді відхилення збільшується, що природно пояснюється зростанням невизначеності. Як наслідок, припущення учасників ринку відрізняються від припущень центрального банку, що призводить до зміщення траєкторії форвардних ставок. Однак, це не свідчить про відсутність довіри до монетарного регулятора, а доводить, що аналітики продовжують розробляти власні прогнози та не базують свої рішення виключно на оцінках центрального банку.

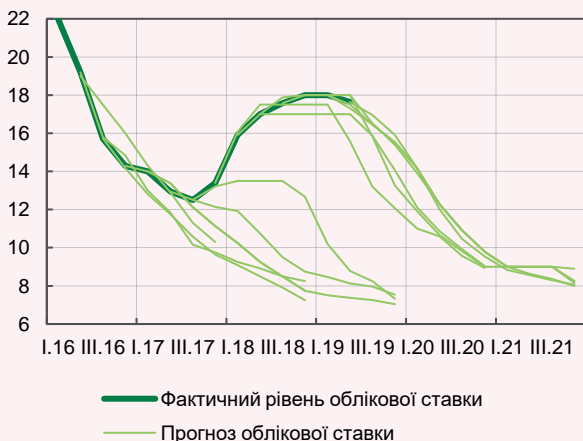
Аналогічний висновок робить і центральний банк Ісландії ([Monetary Bulletin, 2007-3](#)). Уже через пів року після першого оприлюднення прогнозу ключової ставки спостерігалась “заякореність” короткострокових очікувань учасників ринку.

Прикладом успішного досвіду публікації прогнозу ключової ставки серед країн із ринком, що розвивається, є центральний банк Грузії. Після публікації прогнозу ключової ставки виявилось, що раніше ринок переоцінював майбутню жорсткість монетарної політики та очікував вищі процентні ставки за цінними паперами в національній валюті. Як наслідок, інформація про наміри центрального банку сприяла перегляду учасниками фінансового ринку своїх очікувань і зниженню довгострокових процентних ставок. Крива дохідності за

державними цінними паперами змістилась донизу ([Monetary Policy Report, November 2016](#)).

Водночас багато монетарних регуляторів усе ще утримується від оприлюднення такої інформації. Їх зупиняє побоювання, що ринок може неправильно інтерпретувати прогноз ключової ставки – як зобов'язання центрального банку неухильно дотримуватися його. Відповідно відхилення від прогнозу підриватимуть довіру до монетарної політики.

**Графік 1. Ключова ставка НБУ: фактичний рівень та прогноз, середньоквартальна, %**



Джерело: НБУ.

Такого неправильного сприйняття прогнозу можливо уникнути шляхом налагодження ефективної системи комунікацій із фінансовим ринком. Важливо, щоб учасники ринку правильно інтерпретували прогноз облікової ставки та розуміли, що він не є зобов'язанням НБУ слідувати опублікованій траєкторії. Рішення Правління щодо рівня облікової ставки можуть відхилитися від опублікованої раніше її прогнозної траєкторії, що може зумовлюватися змінами в оцінці ризиків для досягнення цілей НБУ, передусім цілей з інфляції, появою внутрішніх та зовнішніх факторів, що не

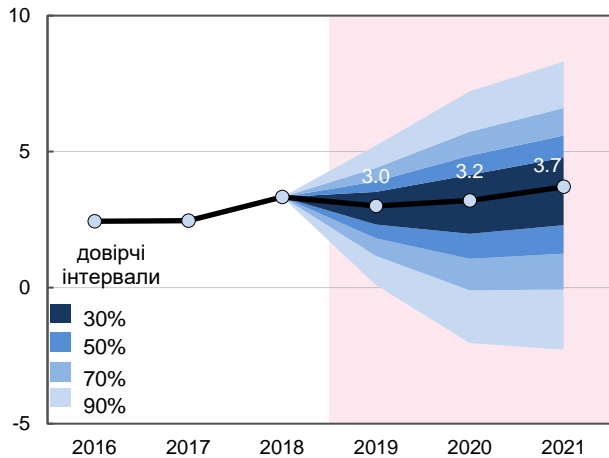
були передбачені у макроекономічному прогнозі, та спричиненим ними відповідним відхиленням інших показників від прогнозу.

Крім того, якщо змінюватимуться прогнозні припущення (а так відбувається у кожному прогнозному циклі), то для приведення інфляції до цілі Національний банк може переглядати і прогноз облікової ставки (графік 1). Наприклад, із третього кварталу 2017 року у зв'язку з наростанням інфляційного тиску прогнозна траєкторія облікової ставки переглядалася кожного кварталу в бік підвищення. Рішення щодо проведення більш жорсткої монетарної політики відповідали необхідності зниження інфляції та її наближення до цілі. Щоб підкреслити невизначеність та умовний характер прогнозу, Національний банк оприлюднюватиме прогноз облікової ставки у вигляді віялової діаграми (FanChart). Такий тип графіка вже використовується Національним банком для відображення прогнозу інфляції та ВВП та є знайомим учасникам ринку. Центральна лінія графіка показує прогнозну траєкторію облікової ставки з базового сценарію, а зони навколо цієї лінії є довірчим інтервалом. Інтенсивність кольору смуг довірчого інтервалу змінюється від найтемнішого (область навколо центральної лінії) до світлого та відображає ймовірність того, що фактичний рівень облікової ставки буде в межах певного діапазону значень.

Прогноз облікової ставки (середнє значення за квартал) разом із іншими макроекономічними показниками щокварталу анонсуватиметься в прес-релізі щодо прийнятих Правлінням НБУ рішень із питань монетарної політики та оприлюднюватиметься в прогнозній частині Інфляційного звіту. Крім того, позиція членів Комітету з монетарної політики щодо поточного та прогнозного рівнів ставки буде відображена в Підсумках дискусії членів КМП щодо рівня ключової ставки.

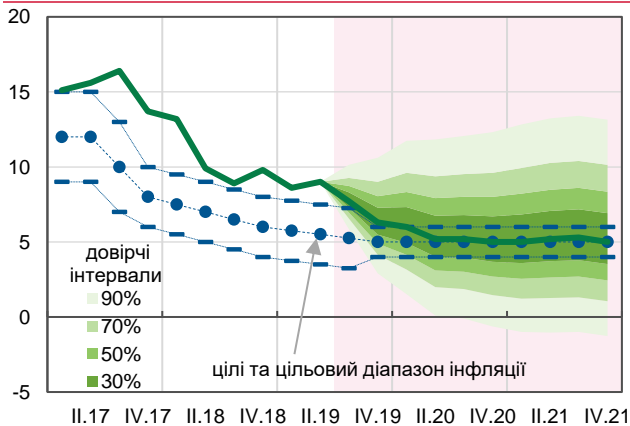
### 3.5. Ризики прогнозу

Графік 3.5.1. Прогноз реального ВВП, % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.5.2. Прогноз ІСЦ та інфляційні цілі, % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

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

Основним ризиком базового сценарію є подальше посилення загроз для макрофінансової стабільності, що безпосередньо пов'язане з можливим відтермінуванням підписання нового меморандуму з МВФ після формування нового уряду. Затримка у проведенні ключових реформ або кроки з нівелювання попередніх досягнень, наприклад через судові та законодавчі рішення, знижуватимуть імовірність своєчасного отримання офіційного фінансування. Це погіршуватиме курсові й інфляційні очікування та ускладнюватиме доступ до міжнародних ринків капіталу на тлі високих обсягів погашення зовнішніх боргів у наступних роках. *За таких умов НБУ буде змушений проводити жорсткішу політику (через повільніше зниження ставки), ніж передбачається згідно з базовим сценарієм, щоб значною мірою компенсувати тиск на валютний ринок та не дозволити інфляції суттєво відхилитися від цілі.*

Суттєвим ризиком є повне припинення транзиту газу з Росії територією України з початку 2020 року, зважаючи на відсутність прогресу з питань підписання нового контракту та будівництво обхідних газопроводів до Європи. Більш значне зниження валютних надходжень ніж у базовому сценарії підвищуватиме девальваційний тиск на гривню. Ситуація ускладнюватиметься зростанням спотових цін на газ на європейських газових торгових майданчиках і можливими технічними складнощами з імпортними поставками. Крім того, такий розвиток подій ймовірно призведе до погіршення перспектив економічного зростання та призупинення припливу капіталу. *Зважаючи на проінфляційний характер таких подій, НБУ проводитиме більш жорстку монетарну політику, ніж у базовому сценарії (через призупинення циклу пом'якшення).*

Зберігаються ризики, пов'язані з ескалацією військового конфлікту та новими торговельними обмеженнями з боку Росії. Реалізація цих ризиків погіршуватиме інвестиційний клімат та інфляційні й курсові очікування. *Ступінь жорсткості монетарної політики визначатиметься балансом впливу негативних ефектів цих подій на економічне зростання та інфляцію.*

Залишається ризик глибшого уповільнення світової економіки (через ескалацію торгових конфліктів) та відповідного падіння цін на світових товарних ринках. Зниження експортних надходжень підвищуватиме тиск на валютному ринку, який відповідно посилюватиметься погіршенням апетиту інвесторів до ризикованих активів. При цьому уповільнення економічної активності не компенсує в повній мірі відповідний інфляційний тиск. *У таких умовах монетарна політика буде також жорсткішою.* Детальніше про ймовірні наслідки для країн з ринками, що розвиваються, зі схожими до України характеристиками описані у Вставці 1 на стор.12.

Продовження зростання зацікавленості нерезидентів у ОВДП, номінованих у гривні підвищує ризики курсових коливань у випадку масового припливу чи відпливу капіталу. НБУ не виключає продовження купівлі нерезидентами ОВДП у національній валюті в значних обсягах, що матиме ефектом подальше зміцнення обмінного курсу. *За реалізації такого сценарію НБУ матиме можливість швидшого зниження ставки та накопичення міжнародних резервів порівняно з базовим сценарієм.*

Існує невизначеність, пов'язана з новими урядовими ініціативами щодо адміністрування тарифів на енергоносії для населення та утримання їх на рівнях нижчих за ринкові. Це відхилить траєкторію адміністративно-регульованих тарифів від базового сценарію та може бути перешкодою до успішної співпраці з МВФ. *Цей ризик скоріше нейтральний для монетарної політики, оскільки нижчі адміністративно-регульовані ціни будуть компенсовані підвищенням девальваційного тиску через ускладнення співпраці з МВФ. Реакція монетарної політики буде визначатися превалюючими ефектами такого розвитку подій на інфляційні очікування.*

Макроекономічний прогноз (Липень 2019)

Показники	2019				2020				2021												
	I	II	III	IV	поточний прогноз 4.2019	I	II	III	IV	поточний прогноз 4.2019	I	II	III	IV	поточний прогноз 4.2019	прогноз 4.2019					
<b>РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше</b>																					
Номінальний ВВП, млрд грн	2385	2984	3559	808	912	1119	1164	4003	3970	892	1002	1228	1268	4390	4342	974	1095	1343	1391	4803	4750
Реальний ВВП	2.4	2.5	3.3	2.5	3.0	3.2	3.1	3.0	2.5	3.2	3.1	3.2	3.3	3.2	2.9	3.4	3.6	3.7	4.0	3.7	3.7
Дефлятор ВВП	17.1	22.1	15.4	11.7	9.2	8.2	7.7	9.2	8.9	7.0	6.5	6.1	5.5	6.3	6.3	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
ІСЦ (середнє за період)	13.9	14.4	10.9	-	-	-	-	8.3	8.0	-	-	-	-	5.5	5.7	-	-	-	-	5.1	5.1
ІЦВ (середнє за період)	20.5	26.4	17.4	-	-	-	-	7.0	9.5	-	-	-	-	8.9	7.4	-	-	-	-	7.9	7.8
<b>ІСЦ (на кінець періоду)</b>	<b>12.4</b>	<b>13.7</b>	<b>9.8</b>	<b>8.6</b>	<b>9.0</b>	<b>7.7</b>	<b>6.3</b>	<b>6.3</b>	<b>6.3</b>	<b>6.0</b>	<b>5.2</b>	<b>5.2</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	<b>5.2</b>	<b>5.3</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>
Базова інфляція	5.8	9.5	8.7	7.6	7.4	7.0	5.5	5.5	5.0	5.3	4.7	3.9	3.8	3.8	3.7	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.7
Небазова інфляція	17.5	19.4	10.7	10.0	10.8	8.6	7.6	7.6	8.1	6.9	6.4	7.0	6.4	6.4	6.6	6.4	6.6	7.1	6.5	6.5	6.6
Сирі продтовари	1.2	23.5	3.3	3.6	7.8	5.2	3.8	3.8	3.6	1.4	0.4	2.5	3.1	3.1	3.1	3.5	4.0	3.6	3.0	3.0	3.0
Адміністративно регульовані ціни	34.6	16.1	18.0	18.7	17.0	15.7	12.8	12.8	13.9	12.1	11.7	11.3	9.8	9.8	9.9	9.4	9.4	9.9	9.6	9.6	9.7
<b>ІЦВ (на кінець періоду)</b>	<b>35.7</b>	<b>16.5</b>	<b>14.2</b>	<b>8.9</b>	<b>4.5</b>	<b>4.7</b>	<b>7.6</b>	<b>7.6</b>	<b>8.2</b>	<b>7.7</b>	<b>12.0</b>	<b>9.3</b>	<b>7.6</b>	<b>7.6</b>	<b>7.6</b>	<b>9.1</b>	<b>8.4</b>	<b>7.3</b>	<b>7.3</b>	<b>7.3</b>	<b>7.3</b>
Номінальна заробітна плата, (в середньому за період)	23.6	37.1	24.8	20.8	18.9	16.6	14.4	17.5	14.2	14.4	12.3	10.8	9.7	11.7	10.6	8.8	8.6	8.8	8.6	8.7	8.7
Реальна заробітна плата (в середньому за період)	9.0	19.1	12.5	10.9	8.9	7.6	7.3	8.6	5.8	7.7	6.7	5.0	4.4	5.9	4.6	3.6	3.3	3.2	3.4	3.4	3.5
Безробіття, % (МОП)	9.4	9.5	8.8	-	-	-	-	8.5	8.7	-	-	-	-	8.4	8.7	-	-	-	-	8.5	8.7
<b>ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР</b>																					
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	-54.8	-42.1	-67.8	-	-	-	-	-61.9	-61.5	-	-	-	-	-68.0	-67.2	-	-	-	-	-73.6	-73.6
% ВВП	-2.3	-1.4	-1.9	-	-	-	-	-1.5	-1.5	-	-	-	-	-1.5	-1.5	-	-	-	-	-1.5	-1.5
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд грн	-50.3	-37.0	-75.4	-	-	-	-	-61.5	-61.2	-	-	-	-	-68.0	-66.9	-	-	-	-	-74.4	-72.6
% ВВП	-2.1	-1.2	-2.1	-	-	-	-	-1.5	-1.5	-	-	-	-	-1.5	-1.5	-	-	-	-	-1.5	-1.5
<b>ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)</b>																					
Поточний рахунок, млрд дол	-1.3	-2.4	-4.3	0.0	-0.4	-2.5	-0.9	-3.8	-4.9	-0.7	-0.8	-1.7	-1.4	-4.6	-5.8	-1.1	-1.4	-2.2	-1.7	-6.3	-6.7
Експорт товарів та послуг, млрд дол	46.0	53.9	59.1	15.1	15.2	15.6	16.6	62.5	60.8	15.4	15.6	16.1	17.0	64.2	61.7	15.8	16.0	16.8	17.4	66.1	63.6
Імпорт товарів та послуг, млрд дол	52.5	62.5	70.4	16.9	18.0	19.8	19.5	74.2	72.7	18.2	18.6	19.7	20.6	77.2	75.1	19.1	19.7	20.8	21.4	80.9	78.2
Фінансовий рахунок, млрд дол	-2.6	-5.0	-7.1	-0.4	-1.0	-1.6	-1.6	-4.5	-4.6	-1.8	-1.5	-0.7	-0.8	-4.8	-5.6	-2.3	-1.5	-0.9	-1.2	-5.9	-6.0
<b>Зведений баланс, млрд дол</b>	<b>1.3</b>	<b>2.6</b>	<b>2.9</b>	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>	<b>-0.9</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>-0.3</b>	<b>1.1</b>	<b>0.7</b>	<b>-1.0</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.1</b>	<b>1.3</b>	<b>0.1</b>	<b>-1.3</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.7</b>
Валові резерви, млрд дол	15.5	18.8	20.8	20.6	20.6	19.1	21.7	21.7	21.2	22.3	23.9	22.4	22.8	22.8	21.9	23.4	24.5	22.6	23.0	23.0	21.8
Місяців імпорту майбутнього періоду	3.0	3.2	3.4	3.3	3.3	3.0	3.4	3.4	3.4	3.4	3.6	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4	3.6	3.3	3.3	3.3	3.2
<b>МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)</b>																					
Грошова база, %	13.6	4.6	9.2	-2.8	2.1	1.6	8.2	8.2	9.4	-3.4	0.9	0.7	6.5	6.5	6.5	-3.2	0.9	0.6	6.3	6.3	6.3
Грошова маса, %	10.9	9.6	5.7	-1.9	0.8	3.0	8.0	8.0	8.5	-1.6	1.4	3.6	8.6	8.6	8.4	-1.7	1.1	3.5	8.8	8.8	8.8
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	2.2	2.5	2.8	-	-	-	-	2.9	2.9	-	-	-	-	2.9	2.9	-	-	-	-	2.9	2.9



## Абревіатури та скорочення

БІСЦ	Базовий індекс споживчих цін	ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти
ВВП	Валовий внутрішній продукт	ОТП	Основні торговельні партнери
ВДВ	Валова додана вартість	ПДВ	Податок на додану вартість
ВДЕ	Відновлювальні джерела енергії	ПДФО	Податок та збір на доходи фізичних осіб
ВНОК	Валове нагромадження основного капіталу	ПІІ	Прямі іноземні інвестиції
ДГ	Домогосподарства	ППП	Податок на прибуток підприємств
ДС	Депозитні сертифікати	ПФУ	Пенсійний фонд України
ДСЗУ	Державна служба зайнятості України	РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ДССУ	Державна служба статистики України	РФ	Російська Федерація
ДФСУ	Державна фіскальна служба України	СЗДУ	Сектор загального державного управління
ДЦП	Державні цінні папери	СНД	Співдружність Незалежних Держав
ЕКР	Єдиний казначейський рахунок	США	Сполучені Штати Америки
ЄС	Європейський Союз	ТЕС	Теплова електростанція
ЄСВ	Єдиний соціальний внесок	ТОТ	Тимчасово окуповані території
ЄЦБ	Європейський центральний банк	ФРС	Федеральна резервна система США
ЖКГ	Житлово-комунальне господарство	ФСДС	Федеральна служба державної статистики Росії
ІВ	Іноземна валюта	ЦСЄ	Центрально-Східна Європа
ІДО	Індекс ділових очікувань	Brexit	Вихід Великобританії з ЄС
ІСН	Індекс споживчих настроїв	EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization, прибуток до вирахування відсотків, податків, зносу і амортизації
ІСЦ	Індекс споживчих цін	ЕСPI	Індекс зміни світових цін на товари українського експорту
ІТ	Інформаційні технології	EM	Emerging Markets, країни, ринки яких розвиваються.
ІЦВ	Індекс цін виробників	EMBI	Emerging Markets Bond Index, індекс облігацій країн, ринки яких розвиваються
ДКСУ	Державна казначейська служба України	PMI	Purchasing Managers' Index, індекс ділової активності
КМУ	Кабінет Міністрів України	UAWCPI	Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України
КМП	Комітет монетарної політики	UAWGDP	Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України
КПББ	Шосте видання Керівництва з платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції відповідно	UIRR	Індикатор рівня гривневих міжбанківських процентних
МВФ	Міжнародний валютний фонд	USDA	Міністерство сільського господарства США
МЗП	Мінімальна заробітна плата	WTOI	World Trade Outlook Indicator, випереджаючий індикатор світової торгівлі
МОП	Міжнародна організація праці		
МР	Маркетинговий рік		
МФУ	Міністерство фінансів України		
НБУ	Національний банк України		
НВ	Національна валюта		
НЕОК	Номінальний ефективний обмінний курс		
НФК	Нефінансові корпорації		
ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики		
ОЗДП	Облігації зовнішньої державної позики		
тис.	тисяча	п.	пункт
млн	мільйон	бар.	барель
млрд	мільярд	р/р	у річному вимірі, річна зміна, до відповідного періоду попереднього року
грн	гривня	кв/кв	до попереднього кварталу, у кварталному вимірі
долар, дол.	долар США	м/м	до попереднього місяця, у місячному вимірі
руб.	російський рубль	с/с	у сезонно скоригованому вимірі
МО	готівка поза банками	п.ш.	права шкала
МЗ	грошова маса		
в. п.	відсотковий пункт		
б. п.	базисний пункт		