



НАЦІОНАЛЬНИЙ  
БАНК  
УКРАЇНИ

# ІНФЛЯЦІЙНИЙ ЗВІТ



січень 2018

## ПЕРЕДМОВА

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

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

Прогнози інфляції та інших макроекономічних показників були підготовлені Департаментом монетарної політики та економічного аналізу і 25 січня 2018 року схвалені на засіданні Правління Національного банку України (далі – Правління), присвяченому питанням монетарної політики<sup>1</sup>. Прогнози макроекономічного розвитку, у тому числі інфляції, є основними, але не єдиними чинниками прийняття рішень Правлінням. Крім прогнозу інфляції та інших макроекономічних показників, члени Правління беруть до уваги нову інформацію, що з'являється після підготовки прогнозу. Оцінка членами Правління ризиків прогнозу чи макроекономічних взаємозв'язків може відрізнятися.

Аналіз в Інфляційному звіті ґрунтується на наявних макроекономічних даних на дату його підготовки, тому період аналізу для окремих індикаторів може бути різним. Остання дата оновлення даних у цьому звіті – 24 січня 2018 року.

---

<sup>1</sup> Рішення Правління Національного банку України від 25 січня 2018 року № 44-рш “Про схвалення Інфляційного звіту”.

## ЗМІСТ

АБРЕВІАТУРИ ТА СКОРОЧЕННЯ .....	3
1. ГОЛОВНЕ .....	4
2. ПОТОЧНА ЕКОНОМІЧНА СИТУАЦІЯ.....	7
2.1. ЗОВНІШНЄ СЕРЕДОВИЩЕ .....	7
Вставка: Особливості динаміки цін на базові продукти харчування в Росії та Білорусі .....	11
2.2. ВНУТРІШНЯ ЕКОНОМІКА .....	13
2.2.1. ІНФЛЯЦІЙНИЙ РОЗВИТОК .....	13
Вставка: Відхилення інфляції від цілі: вітчизняний та міжнародний досвід. ....	17
2.2.2. ПОПИТ І ВИПУСК .....	19
2.2.3. РИНОК РОБОЧОЇ СИЛИ ТА ДОХОДИ ДОМОГОСПОДАРСТВ.....	24
Вставка: Вплив міграційних процесів на ринок праці в Україні .....	28
2.2.4. ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР.....	31
Вставка: Основні параметри Державного бюджету України на 2018 рік .....	35
2.2.5. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС .....	37
Вставка: Економічні ефекти від створення зон вільної торгівлі: світовий досвід та уроки для України .....	43
2.2.6. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ .....	45
3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІЧНОЇ СИТУАЦІЇ В УКРАЇНІ .....	45
3.1. ПРИПУЩЕННЯ ПРОГНОЗУ .....	50
3.2. ЦІНИ.....	53
3.3. РЕАЛЬНА ЕКОНОМІКА.....	55
3.4. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС .....	58
3.5. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ .....	61
3.6. РИЗИКИ ПРОГНОЗУ .....	62

## АБРЕВІАТУРИ ТА СКОРОЧЕННЯ

АПК	Агропромисловий комплекс
АТО	Антитерористична операція
БІСЦ	Базовий індекс споживчих цін
ВВП	Валовий внутрішній продукт
ВДВ	Валова додана вартість
ДСЗУ	Державна служба зайнятості України
ДССУ	Державна служба статистики України
ДФС	Державна фіскальна служба
ЄС	Європейський Союз
ЄСВ	Єдиний соціальний внесок
ЄЦБ	Європейський центральний банк
ЖКГ	Житлово-комунальне господарство
ЗВТ	Зона вільної торгівлі
ІВБГ	Індекс виробництва базових галузей
ІСЦ	Індекс споживчих цін
ІЦВ	Індекс цін виробників
Казначейство, ДКСУ	Державна казначейська служба України
КМУ	Кабінет Міністрів України
КПБ5, КПБ6	П'яте і шосте видання Керівництва з платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції відповідно
МВФ	Міжнародний валютний фонд
МОП	Міжнародна організація праці
МР	Маркетинговий рік
МФУ	Міністерство фінансів України
МЗП	Мінімальна заробітна плата
НБУ	Національний банк України
НПЗ	Нафтопереробні заводи
НКТ	Неконтрольовані території (частини територій Донецької та Луганської областей, на яких органи державної влади України тимчасово не здійснюють свої повноваження)
НФУ	Небанківські фінансові установи
НЕОК	Номінальний ефективний обмінний курс
РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
ОЗДП	Облігації зовнішньої державної позики
ОЕСР	Організація економічного співробітництва і розвитку
ОПЕК	Організація країн-експортерів нафти
ОТП	Основні торговельні партнери
ПДВ	Податок на додану вартість
ПІІ	Прямі іноземні інвестиції
ППП	Податок на прибуток підприємств
РФ	Російська Федерація
СЗДУ	Сектор загального державного управління
СНД	Співдружність Незалежних Держав
США	Сполучені Штати Америки
ФГВФО	Фонд гарантування вкладів фізичних осіб
ФРС	Федеральна резервна система США
ЦСЄ	Центрально-Східна Європа
EFF	Extended Fund Facility, Механізм розширеного фінансування
FAO	Food and Agriculture Organization, Продовольча та сільськогосподарська організація
PMI	Purchasing Managers' Index
USDA	Міністерство сільського господарства США
млн	мільйон
млрд	мільярд
грн	гривня
дол. США	долар США
руб.	російський рубль
МО	готівка
МЗ	грошова маса
в. п.	відсотковий пункт
б. п.	базисний пункт
дол./бар.	доларів США за 1 барель
дол./т	доларів США за 1 тону
дол./євро	доларів США за 1 євро
руб./дол.	російських рублів за 1 долар США
р/р	у річному вимірі, річна зміна, до відповідного періоду попереднього року
кв/кв	до попереднього кварталу, у квартальному вимірі
м/м	до попереднього місяця, у місячному вимірі
с/с	у сезонно скоригованому вимірі



## 1. ГОЛОВНЕ

### Споживча інфляція у 2017 році прискорилася та перевищила ціль Національного банку

Інфляція становила 13.7% р/р і, таким чином, перевищила ціль Національного банку  $8\% \pm 2$  в. п. на кінець року, установлену Основними засадами грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу.

Прискорення інфляції (порівняно із 12.4% р/р у 2016 році) відбулося насамперед через дію чинників, на які інструменти грошово-кредитної політики мають обмежений вплив. Зокрема на показниках інфляції суттєво позначилося скорочення пропозиції окремих овочів та фруктів через несприятливі погодні умови в першій половині року, нестабільну ситуацію у тваринництві, зростання світових цін та зовнішнього попиту на вітчизняні продукти харчування (передусім м'ясні та молочні) та підвищення світових цін на нафту.

Також на зростанні цін відобразилося збільшення виробничих витрат, зокрема на оплату праці, та стрімке відновлення споживчого попиту. Вищі пенсії та збереження високих темпів зростання заробітних плат на тлі підвищення мінімальної заробітної плати (МЗП) та високого попиту на робочу силу як всередині країни, так і в сусідніх, зумовили відчутне прискорення зростання споживчого попиту наприкінці 2017 року. Відповідно посилювався й фундаментальний інфляційний тиск, що відобразилося в показнику базової інфляції, яка за підсумками 2017 року прискорилася до 9.5% р/р (порівняно з 5.8% р/р у 2016 році). На прискоренні базової інфляції також позначилися збільшення виробничих витрат, зокрема через вплив подорожчання сирих продуктів на вартість продуктів з високим ступенем переробки, а також певне погіршення інфляційних очікувань.

Крім того, високі показники інфляції в останні місяці року та суттєвіше відхилення інфляції від цілі ніж очікував Національний банк в Інфляційному звіті за жовтень 2017 року, були зумовлені погіршенням ситуації на валютному ринку у листопаді-грудні попри в цілому сприятливі зовнішні умови для української економіки. Зокрема економічне зростання в країнах – основних торговельних партнерах (ОТП) України прискорилося, цінова кон'юнктура загалом на товарних ринках поліпшилася завдяки збільшенню цін на сталь, добрива і пшеницю. Однак на пропозиції валюти позначилося сезонне зменшення надходжень від аграрного експорту, а також наявність значної гривневої ліквідності в експортерів від отримання відшкодування ПДВ. У результаті з кінця III кварталу 2017 року спостерігалось перевищення попиту на валюту над її пропозицією та зросла волатильність курсу гривні. Крім того, наприкінці року через зміцнення більшості валют країн – ОТП України до долара США на тлі його послаблення на світових ринках поглибилася девальвація номінального ефективного обмінного курсу гривні.

Зумовило посилення тиску на інфляцію і традиційне суттєве пом'якшення фіскальної політики наприкінці року, зокрема через різке підвищення пенсійних виплат та нерівномірне витрачання бюджетних коштів їх розпорядниками. Протягом усього року зростання видатків залишалося помірним, проте наприкінці року відбулося їх стрімке нарощення майже за всіма напрямками. При цьому зміщення виконання видатків державного бюджету на кінець року було більш суттєвим навіть порівняно з попередніми роками.

Однак за підсумками 2017 року уряд утримав дефіцит державного бюджету в цільових межах завдяки стриманій фіскальній політиці протягом більшої частини року. Високими темпами продовжували зростати доходи бюджету завдяки загальноекономічним факторам та податковим змінам. Також значний внесок мали неподаткові та інші надходження, зокрема перерахування до державного бюджету дивідендів державних компаній, прибуток Національного банку за минулий рік та конфісковані за рішенням суду кошти. Ураховуючи, що значна частина таких надходжень має несистемний характер, а спрямовуються вони на фінансування поточних витрат, це підвищує ризики для фінансової стійкості бюджету.

З огляду на посилення інфляційних ризиків у IV кварталі 2017 року НБУ перейшов до проведення більш жорсткої монетарної політики, двічі підвищивши облікову ставку на 100 б.п. – до 14.5% річних на кінець року. Підвищення ставки було реакцією на посилення ризиків затримки офіційного фінансування, прискорення зростання споживчого попиту внаслідок підвищення соціальних стандартів та суттєво вищі обсяги видатків, передбачені Законом про Державний бюджет на 2018 рік, порівняно із обсягами, закладеними в жовтневий прогноз Національного банку.

### Споживча інфляція уповільнюватиметься і досягне цільового рівня в середині 2019 року

Протягом 2018 – 2020 років інфляція поступово знижуватиметься. Це насамперед буде результатом жорсткої монетарної політики на прогнозованому горизонті. Однак Національний банк прогнозує, що у 2018 році інфляція залишатиметься високою: 8.9% загальна і 8.2% базова. Такий інфляційний тиск буде зумовлений низкою факторів:

- перенесення зростання цін сирих продуктів, що спостерігалось минулого року (насамперед, м'яса та молока), на продукти з високим ступенем обробки;
- активне зростання споживчого попиту, що зумовлюватиметься збільшенням доходів населення на тлі як підвищення соціальних стандартів, так і подальшого підвищення заробітної плати в приватному секторі через високий попит на робочу силу;
- підвищення зовнішньої вразливості економіки України через затримку у продовженні співпраці з МВФ, що ускладнює для України залучення капіталу з відповідним тиском на обмінний курс гривні;

- високі інфляційні очікування населення та бізнесу, спричинені поточними темпами зростання споживчих цін та волатильністю на валютному ринку в останні місяці;
- стрімке зростання світових цін на нафту, яке зумовлює подорожчання палива на внутрішньому ринку.

Надалі зниження інфляції зумовлюватиметься жорсткою монетарною політикою, збільшенням пропозиції продуктів харчування, продовженням уповільнення імпортованої інфляції. Відповідно знижуватимуться як темпи зростання цін сирих продовольчих товарів, так і базова інфляція, яка суттєво від них залежить. У результаті інфляція повернеться до цільового діапазону в середині 2019 року і становитиме 5.8% на кінець 2019 року. У 2020 році інфляція уповільниться до 5.0%, що відповідатиме центральному значенню цільового діапазону (5.0% ± 1 в. п.).

*Довідково: Річні цільові інфляційні показники та поквартальна траєкторія їх досягнення визначені [Основними засадами грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу](#).*

На прогнозованому горизонті серед компонент інфляції адміністративно регульовані ціни все ще демонструватимуть найвищі темпи зростання (близько 10% на рік). Це переважно відбудеться внаслідок очікуваного поступового підвищення світових цін на енергоресурси з відповідним перенесенням на внутрішні ціни та політики уряду, спрямованої на гармонізацію ставок тютюнових акцизів до рівнів акцизного навантаження в ЄС.

### **У 2017 році зростання ВВП оцінено у 2.1%**

У III кварталі 2017 року зростання реального ВВП становило 2.1% р/р та відповідало оцінкам НБУ, опублікованим в Інфляційному звіті за жовтень 2017 року. Основним рушієм зростання ВВП залишався внутрішній попит. Зростання інвестицій тривало високими темпами, чому сприяло поліпшення ділових очікувань підприємств та їх високі фінансові результати. Очікувано провідною стала роль споживання: незначне уповільнення приватного споживання було компенсоване відновленням зростання витрат сектору загального державного управління на тлі певного пом'якшення фіскальної політики.

Споживчий попит підтримувало збереження високих темпів зростання номінальної заробітної плати упродовж усього 2017 року, потужний імпульс якому було надано на початку 2017 року внаслідок двократного підвищення МЗП. Крім того, на ринку праці збереглися диспропорції між попитом і пропозицією та спостерігалось посилення міграційних процесів, що також стимулювало подальше зростання заробітних плат попри збереження високого рівня безробіття.

Зростання інвестицій та приватного споживання тривало й у IV кварталі. У промисловості спостерігалось збільшення обсягів виробництва в машинобудуванні, хімічній промисловості, у металургійному виробництві та виробництві готових металевих виробів. Це майже повністю компенсувало подальше падіння випуску в добувній промисловості та виробництві електроенергії, що насамперед відображало вплив від розриву виробничо-логістичних зв'язків з неконтрольованими територіями (НКТ) на початку року. Разом з тим нижча врожайність пізніх зернових та технічних культур та подальше зменшення обсягів виробництва у тваринництві зумовили спад у сільському господарстві. У результаті зростання реального ВВП у IV кварталі 2017 року уповільнилося, а в цілому за рік оцінено у 2.1%.

Значні обсяги імпорту енергоносіїв і продукції машинобудування та припинення торгівлі з НКТ (що вплинуло на експорт продукції металургії та нарощення імпорту вугілля) зумовили розширення дефіциту торгівлі товарами у 2017 році. Разом з тим це було компенсоване стійким зростанням приватних переказів. Від'ємне сальдо поточного рахунку залишилося на рівні 2016 року (3 млрд дол. США за 11 місяців 2017 року). Натомість чисті надходження за фінансовим рахунком збільшилися до 5.5 млрд дол. США за 11 місяців 2017 року. Цьому насамперед сприяли активні залучення валютних ресурсів урядом на зовнішньому та внутрішньому ринку. Також відчутним залишався внесок від надходжень ПІІ та зменшення готівкової валюти поза банками, хоча й у менших обсягах ніж у 2016 році. Завдяки профіциту зведеного платіжного балансу, який утримується третій рік поспіль, та отримання траншу від МВФ міжнародні резерви збільшилися з 15.5 млрд дол. США на початку року до 18.8 млрд дол. США, або 3.6 місяця імпорту майбутнього періоду, станом на кінець 2017 року.

### **Національний банк очікує на прискорення економічного зростання у 2018 році**

У 2018 році економічне зростання прискориться до 3.4%. Основним драйвером зростання економіки стане приватне споживання завдяки збереженню все ще високих темпів зростання реальних зарплат, а також інших доходів населення, у тому числі пенсій. Крім того цьому сприятиме пом'якшення фіскальної політики. Також збережеться активна інвестиційна діяльність підприємств. Негативний внесок чистого експорту суттєво скоротиться через сприятливі умови торгівлі, розширення доступу українського експорту на зовнішні ринки, а також зростання виробництва в окремих галузях промисловості, які в попередньому році зазнали втрат у зв'язку з обмеженням доступу до продукції підприємств, розташованих на НКТ.

У 2019 – 2020 роках зростання ВВП дещо уповільниться – до 2.9% через вичерпання ефектів фіскального пом'якшення у 2018 році та під впливом жорсткої монетарної політики, яка необхідна для повернення споживчої інфляції до цільового рівня на прогнозованому періоді. Крім того, повільний прогрес у структурних реформах стримуватиме підвищення довгострокового потенціалу економіки. Приватне споживання, як і раніше, залишиться основним рушієм економічного зростання. Високу інвестиційну активність продовжуватимуть демонструвати підприємства в галузях, що насамперед орієнтовані на експорт продукції (зокрема в сільському господарстві, переробній промисловості), а також залежних від

нарощування капітальних видатків бюджету. Зокрема продовження державної політики щодо оновлення дорожньої інфраструктури дасть змогу збільшити інвестиції в будівництво. Водночас на прогнозованому горизонті відновлення кредитування буде повільним, насамперед відображаючи високі ризики інституційного середовища, зокрема низький рівень захисту прав кредиторів.

Фіскальна політика у 2018 році матиме проінфляційний характер як внаслідок уже прийнятих урядових ініціатив стосовно збільшення видатків на соціальні напрями (підвищення пенсій у результаті пенсійної реформи, заробітних плат бюджетним працівникам, збільшення обсягів субсидій), так і з огляду на оголошені наміри з подальшого підвищення мінімальної заробітної плати після I кварталу поточного року.

Високий рівень соціальних видатків обмежуватиме можливості уряду для здійснення видатків розвитку з огляду на необхідність утримання дефіциту сектору загальнодержавного управління (СЗДУ) у відповідності до зобов'язань перед МВФ (у межах 2.5% ВВП). Проте, капітальні видатки, у тому числі на дорожню інфраструктуру, також очікуються достатньо високими. Вплив соціальних витрат на сальдо зведеного бюджету і бюджету СЗДУ значною мірою компенсуватиметься збільшенням надходжень від ЄСВ та податків, у тому числі за рахунок подальшої детінізації ринку праці, високих темпів зростання номінальної заробітної плати в економіці та високого внутрішнього попиту.

У 2018 – 2020 роках дефіцит поточного рахунку збережеться на рівні близько 3% ВВП. Зростання експорту на тлі сприятливих зовнішніх умов та активізації виробництва в окремих галузях промисловості компенсуватиметься подальшим нарощенням імпорту внаслідок підвищення внутрішнього споживчого і інвестиційного попиту. Крім того, зростатимуть надходження від трудових мігрантів через посилення міграційних процесів.

### **Ключовим припущенням макроекономічного прогнозу залишається подальша співпраця з Міжнародним валютним фондом**

Це дасть змогу зберегти доступ до офіційного фінансування і від інших організацій, а також до міжнародних ринків капіталу на прогнозованому горизонті.

У поточному році Національний банк очікує надходження близько 2 млрд дол. США від МВФ, а також отримання урядом кредитів від ЄС та Світового банку. Це дасть змогу збільшити міжнародні резерви до 20.5 млрд дол. США (або 3.7 місяця імпорту майбутнього періоду) на кінець 2018 року. Однак у 2019 та 2020 роках через пікові виплати за зовнішнім державним боргом очікується формування дефіциту зведеного платіжного балансу. Отже міжнародні резерви скорочуватимуться – до 18.6 млрд дол. США або 3.0 місяця імпорту майбутнього періоду.

Відповідно основним економічним ризиком для реалізації зазначеного прогнозного сценарію Національний банк вважає відсутність прогресу в проведенні структурних реформ, необхідних для збереження макрофінансової стабільності та подальшої співпраці з МВФ на тлі високих обсягів погашення зовнішніх боргів у наступних роках. У разі дострокового припинення програми з МВФ це може загрожувати погіршенням умов доступу на міжнародні фінансові ринки, що може призвести до посилення девальваційних та інфляційних очікувань, а також до зростання ймовірності проблем з обслуговуванням зовнішніх державних зобов'язань у найближчі роки. У 2018 – 2020 роках уряд та НБУ мають сплатити за зовнішніми боргами понад 16 млрд дол. США. Тому, на думку Національного банку, для збереження макрофінансової стабільності України критично важливим є продовження співпраці з МВФ у рамках не лише поточної, а й нової програми.

Також вагомим ризиком для уповільнення інфляції є проведення урядом більш м'якої фіскальної політики. Зокрема подальше збільшення соціальних видатків вищими темпами, ніж загальне зростання продуктивності праці в економіці, може посилити інфляційний тиск. У такому випадку Національний банк буде змушений сформулювати жорсткіші монетарні умови, ніж це передбачається базовим сценарієм.

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

З урахуванням окреслених ризиків та погіршення інфляційних очікувань 25 січня 2018 року Правління Національного банку України прийняло рішення підвищити облікову ставку до 16% річних з 26 січня цього року. Жорсткіша монетарна політика сприятиме поступовому зниженню споживчої інфляції до прогнозованих рівнів та її поверненню в цільовий діапазон у середині 2019 року, а також запобігатиме проінфляційному впливу з боку окреслених ризиків у разі їх реалізації.

Досвід застосування інфляційного таргетування в Україні і, зокрема досвід дворазового підвищення облікової ставки в жовтні – грудні минулого року свідчать, що монетарна політика досить результативно діє через канал процентних ставок. Підвищення ставок стимулюватиме приплив заощаджень у банківський сектор і відтак стримує споживчий попит. Також збільшиться привабливість фінансових інструментів у національній валюті порівняно з аналогами в іноземній валюті, що матиме позитивний вплив на майбутню інфляцію через канал обмінного курсу. Окрім того, жорстка монетарна політика спрямовується на упередження подальшого погіршення інфляційних очікувань.

Національний банк і надалі спрямовуватиме свою політику на уповільнення темпів зростання цін та досягнення цілей з інфляції. У разі відсутності суттєвих ознак зниження інфляційного тиску в найближчій перспективі, Національний банк може вдатися до подальшого підвищення облікової ставки для повернення інфляції до встановлених середньострокових цілей. Однак при цьому Національний банк, як і раніше, буде балансувати між необхідністю, з одного боку, знизити інфляцію та, з іншого боку, мінімізувати негативні короткострокові наслідки для економічного зростання та відновлення кредитування.

## 2. ПОТОЧНА ЕКОНОМІЧНА СИТУАЦІЯ

### 2.1. ЗОВНІШНЄ СЕРЕДОВИЩЕ

Зовнішні умови для української економіки продовжували поліпшуватися завдяки прискоренню економічного зростання в країнах – ОТП України, сприятливих у цілому ціновій кон'юктурі на товарних ринках та ситуації на світових фінансових ринках. Так у III кварталі 2017 року середньозважений показник річних темпів економічного зростання країн – ОТП України продовжив стрімко зростати. Цьому сприяло пожвавлення світової торгівлі та зростання внутрішнього споживання в країнах – ОТП України. Відповідно до наявних даних у IV кварталі 2017 року позитивні тенденції в цих країнах зберігалися, хоча й дещо послабилися.

У IV кварталі 2017 року індекс зміни світових цін на товари українського експорту ЕСPI<sup>2</sup> зріс завдяки збільшенню цін на сталь, алюміній і добрива. Крім того, у IV кварталі 2017 року на світовому ринку зерна ціни на пшеницю поволи зростали, тоді як ціни на кукурудзу коливалися у вузькому діапазоні на відносно низькому рівні. Натомість знизилися ціни на м'ясо та соняшкову олію. Також підвищилися ціни на нафту під впливом продовження дії угоди ОПЕК+ та послаблення бурової активності на тлі скорочення запасів нафти в США.

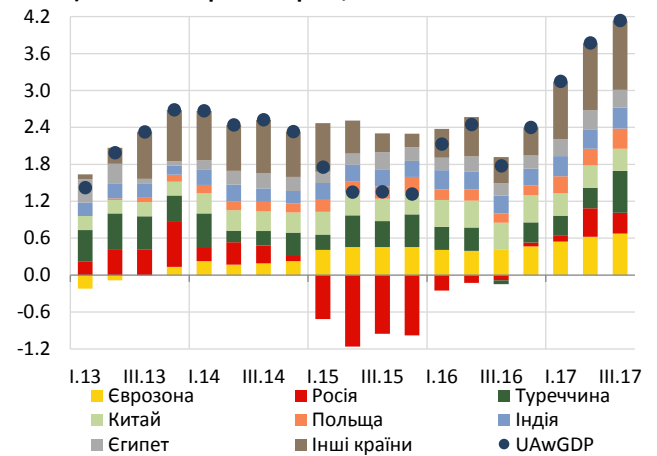
Прискорення зростання світової економіки та подальша нормалізація монетарної політики підтримували апетит до ризику інвесторів. Зберігався приплив капіталу до країн, ринки яких розвиваються, що на тлі послаблення долара США та зростання цін на сировинні товари зумовило зміцнення більшості валют країн, ринки яких розвиваються, наприкінці року, особливо валют країн ЦСЄ.

У III кварталі 2017 року середньозважені річні темпи економічного зростання в країнах – ОТП України (виражені динамікою індексу UAaGDP) продовжили прискорюватися, досягнувши максимального рівня за останні шість років, завдяки розширенню внутрішнього попиту, непрямій державній підтримці та активізації торгівлі. Так за даними WTO, індикатор зростання світової торгівлі (World Trade Outlook Indicator)<sup>3</sup> у III кварталі продовжив зростати і досягнув найвищого рівня з квітня 2011 року за рахунок збільшення обсягів експорту, нарощення авіа та контейнерних перевезень.

У США в III кварталі 2017 року зростання ВВП було максимальним за останні три роки завдяки стійкому зростанню внутрішнього споживання, прискоренню приватних інвестицій (ануалізований сезонно скоригований показник зріс на 51.9% кв/кв) та експорту (в умовах знецінення долара США на світових фінансових ринках). Безробіття залишалося нижче нормального рівня – 4.1% (за нормального 4.5 – 4.7%), а інфляція – у межах цільового орієнтуру.

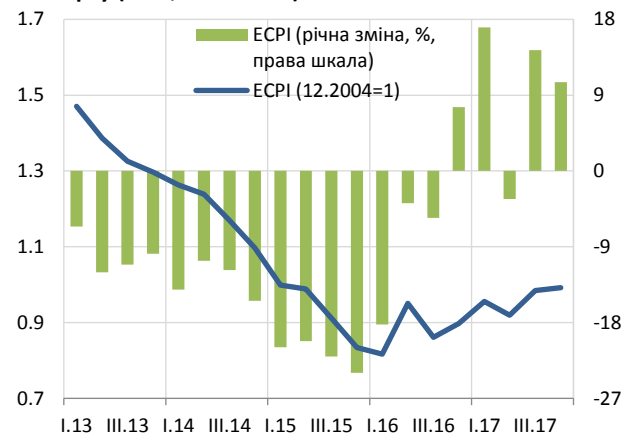
Також продовжувало прискорюватися зростання ВВП Єврозони. Збереження м'яких монетарних умов підтримало внутрішній попит і сприяло зменшенню боргового навантаження на бізнес та населення. Це сприяло зростанню інвестицій та приватного споживання, останнє також

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



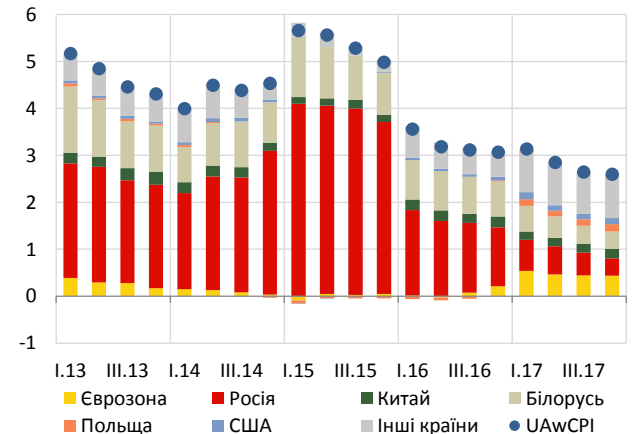
Джерело: розрахунки НБУ (попередні дані).

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



Джерело: розрахунки НБУ.

Індекс UAaCPI (% річна зміна) і внески окремих країн



Джерело: розрахунки НБУ.

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

<sup>3</sup> Випереджаючий індикатор світової торгівлі «World Trade Outlook Indicator» розраховується WTO на основі 6 ключових показників: експортних замовлень, міжнародних повітряних перевезень, контейнерообігу, автомобільного сектору, електронних компонентів, торгівлі сільськогосподарською сировиною.



стимулювалося подальшим зниженням рівня безробіття (нижче 9% на кінець III кварталу, що відбулося вперше з початку 2009 року), а загальне зростання світової економіки підтримало експорт.

Темпи економічного зростання країн СНД, за винятком Росії, прискорилися завдяки активізації в сільськогосподарському виробництві, добувній та обробній промисловості, нарощення експорту. Натомість зростання в Росії уповільнилося попри прискорення в сільськогосподарському виробництві. Це відбулося через падіння обсягів виробництва в обробній промисловості та зменшення темпів зростання в торгівлі внаслідок стриманого розширення внутрішнього попиту. Стейкі темпи зростання заробітних плат та, відповідно, збільшення внутрішнього попиту були вагомими факторами економічного зростання в країнах ЦСЄ, які входять до складу індексу. Додатковим фактором було зростання товарообороту в рамках ЄС.

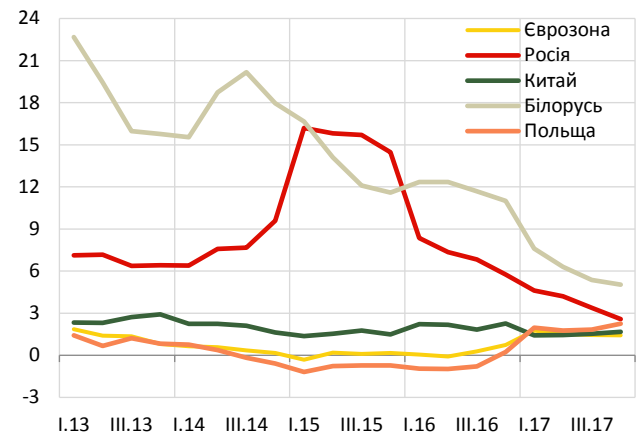
Зростання чистого експорту, споживчих витрат та інвестицій зумовили високі темпи зростання ВВП Туреччини та Індії. Темпи зростання економіки Китаю дещо уповільнилися через подальше послаблення темпів зростання інвестицій та промисловості.

Відповідно до наявних даних у IV кварталі 2017 року позитивні тенденції у країнах – ОТП України зберігалися, однак дещо послабилися. Так завдяки нарощенню обсягів світової торгівлі та значному внутрішньому попиту підтримувалося економічне зростання країн СНД (за винятком Росії) та ЄС. У Росії в грудні відбулося падіння в промисловості насамперед через скорочення обсягів видобування нафти на 2.2% р/р та зниження в обробній промисловості. Темпи зростання промислового виробництва Китаю продовжили уповільнюватися через зменшення обсягів виробництва в добувній галузі та високі витрати на модернізацію виробництва.

Інфляційний тиск з боку країн – ОТП України, виражений індексом UAwCPI<sup>4</sup>, у IV кварталі 2017 року продовжив послаблюватися. Інфляція як у розвинених, так і країнах, ринки яких розвиваються, продовжила рухатися в напрямі досягнення цільових орієнтирів. Причому найбільший внесок у зниження інфляційного тиску з боку країн – ОТП України мали показники інфляції в країнах СНД, зокрема Росії та Білорусі (див. вставку “Особливості динаміки цін на базові продукти харчування в Росії та Білорусі” на стор. 11-12). Країни ЦСЄ, у свою чергу, утримували інфляцію близькою до таргету – 2-3%.

У IV кварталі 2017 року зовнішні цінові умови для українських експортерів поліпшилися насамперед унаслідок збільшення цін на чорні метали. Ціни на сталь на початку IV кварталу скоригувалися після досягнення пікових значень за останні чотири роки. Це відбулося через тимчасове призупинення роботи китайських товарних та фінансових ринків на час святкування створення КНР, прискорення зростання обсягів світового виробництва<sup>5</sup> на тлі сезонного зменшення попиту з боку будівельної галузі в країнах Північної півкулі. Однак з листопада ціни на сталеву продукцію зростали, насамперед, через обмеження Китаєм виробництва з метою боротьби зі смогом (до березня 2018 року). Як наслідок падіння обсягів

#### Показники споживчої інфляції в країнах - ОТП України, %, річна зміна



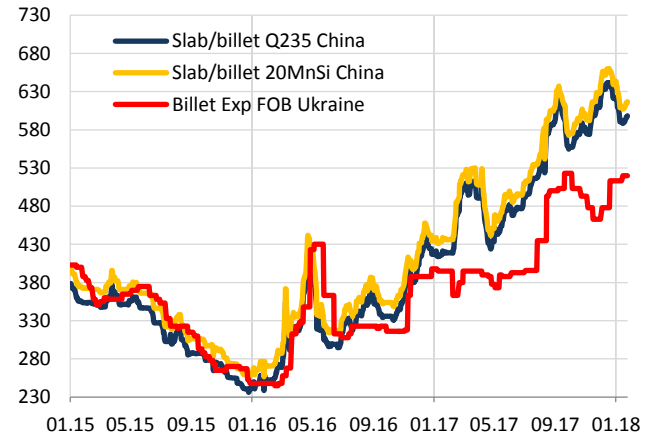
Джерело: Національні статистичні агенції.

#### Промислове виробництво окремих країн та регіонів світу, %, річна зміна



Джерело: Національні статистичні агенції.

#### Ціни Китаю та України на окремі сталеві напівфабрикати, дол./т, станом на 24.01.2018



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

<sup>4</sup> UAwCPI - індекс інфляції країн – ОТП України, зважений за обсягами імпорту Україною товарів та послуг з відповідних країн.

<sup>5</sup> За даними World Steel Association до 5.9% р/р у жовтні, у тому числі у країнах ЄС – до 3.4% р/р, США – до 12% р/р.

експорту сталі Китаю поглибилося до 34% р/р у листопаді, а її запаси в грудні зменшилися майже на 12% м/м. Додатковими факторами підвищення цін були попит з боку будівельної галузі Китаю (PMI у будівництві зріс у листопаді до 61.4% згідно з даними National Bureau of Statistics of China) та збільшення попиту з боку турецьких компаній (на які припадало за даними World Steel Association у 2016 році майже 50% експорту китайської сталі).

Незважаючи на зростання цін на залізну руду наприкінці кварталу, загалом у IV кварталі ціни на світових ринках знизилися через суттєве збільшення пропозиції з боку світових лідерів на тлі істотних запасів руди в Китаї<sup>6</sup>. Натомість збільшення попиту з боку Китаю на залізну руду високої якості після закриття старих потужностей та подальше нарощення запасів з огляду на очікувану активізацію виробництва сталі після зняття обмежень призвели до зростання цін на залізну руду наприкінці 2017 – початку 2018 років.

На світовому ринку зерна в IV кварталі 2017 року ціни на пшеницю поволі зростали. Підтримку цінам надали: очікуване зменшення врожаю пшениці в Австралії (на 42% р/р через несприятливі погодні умови); високий попит з боку окремих країн Північної Африки та Азії (зокрема Туреччини та Єгипту); погіршення очікувань щодо озимих у країнах Причорноморського регіону, Балтії та США. Натомість поліпшення оцінок щодо світового врожаю пшениці та поступове нарощення обсягів експорту США на тлі рекордних обсягів експорту Аргентиною стримували зростання цін.

Ціни на кукурудзу залишалися відносно стабільними майже всю другу половину року завдяки скороченню попиту за рахунок зменшення імпорту кукурудзи Китаєм (унаслідок державної програми скорочення обсягів стратегічних запасів) та зростанню обсягів експорту другого рекордного врожаю 2016/2017 МР Бразилією (підтримане девальвацією реала). Натомість очікуване зменшення світового виробництва кукурудзи у 2017/2018 МР на 3.1% за майже незмінних обсягів споживання та активізація попиту Мексикою, Південною Кореєю та Японією підтримували ціни.

Утримання цін на кукурудзу (що є основою комбікормів) на відносно низькому рівні на тлі зростання пропозиції дали змогу дещо зменшити світові ціни на м'ясо в IV кварталі.

Світові ціни на соняшникову олію знижувалися через здешевлення інших видів рослинних олій, зокрема пальмової та соєвої, викликаних великими обсягами пропозиції. Зокрема виробництво пальмової олії в Малайзії зросло до найвищого рівня з жовтня 2015 року. Кінцеві запаси пальмової олії також зросли до максимального рівня за останні 1.5 роки.

Ціни на нафту на світових ринках зростали внаслідок продовження дії угоди ОПЕК+ (за даними ОПЕК рівень виконання угоди в листопаді становив 122%, а в грудні – 129%), закриття на ремонтні роботи північноморського нафтопроводу Forties, страйків робітників нафтової галузі в Нігерії, падіння бурової активності та скорочення запасів у США, ескалацію політичної напруги на Близькому Сході.

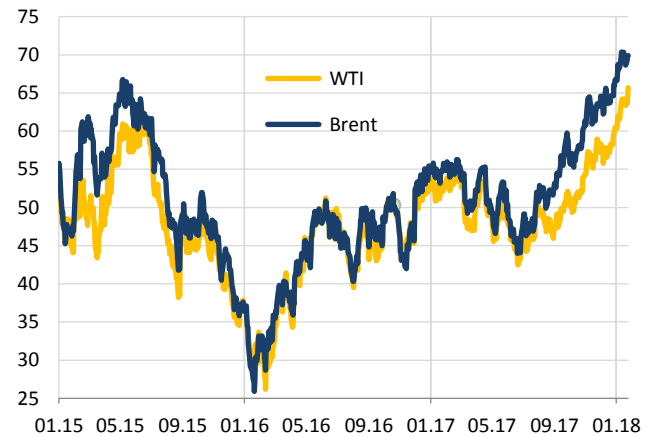
Ситуація на світових фінансових ринках у IV кварталі для країн, ринки яких розвиваються, залишалася сприятливою, а інтерес інвесторів до активів цієї групи країн зберігався. Водночас фондові індекси розвинених країн демонстрували

Світові ціни на зернові\*, дол./т, станом на 24.01.2018



\*Пшениця – Wheat K C Hard (HRW) National  
Кукурудза - US Yellow Corn Memphis  
Джерело: Thomson Reuters Datastream.

Ціни на нафту сортів Brent і WTI, дол./бар., станом на 24.01.2018



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

Індекси світового фондового ринку, 01.01.2014=100, станом на 24.01.2018



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

<sup>6</sup> За даними SteelHome - 143.6 млн т станом на 15.12.2017, що є найбільшим рівнем з 2004 року.

різноспрямовану динаміку: американські продовжували стрімко зростати, у той час як європейські – знизилися.

Зростання індексу S&P 500 із досягненням нового рекорду тривало попри посилення занепокоєння з приводу переоцінення акцій та негативних наслідків ігнорування інвесторами наявних ризиків. Основними факторами такої динаміки були:

- урахування в котируваннях ефекту від реалізації нової податкової реформи;
- зміщення акценту інвесторів з руйнівних наслідків ураганів на зростання обсягів відновлювальних робіт з позитивним впливом на економіку США та світову економіку;
- відновлення зростання котирувань банківських акцій в очікуванні підвищення ставки ФРС у грудні, яке має підвищити процентний дохід банків від кредитних операцій;
- продовження зростання корпоративних прибутків, хоча повільнішими темпами;
- переорієнтації інвесторів з ринку облігацій на ринок акцій;
- підвищення процентної ставки ФРС у грудні та очікування подальшого посилення монетарної політики ФРС;
- позитивних настроїв учасників ринку на тлі висунення на посаду голови ФРС Дж. Пауелла, від якого очікують наслідування монетарної політики Дж. Йелен.

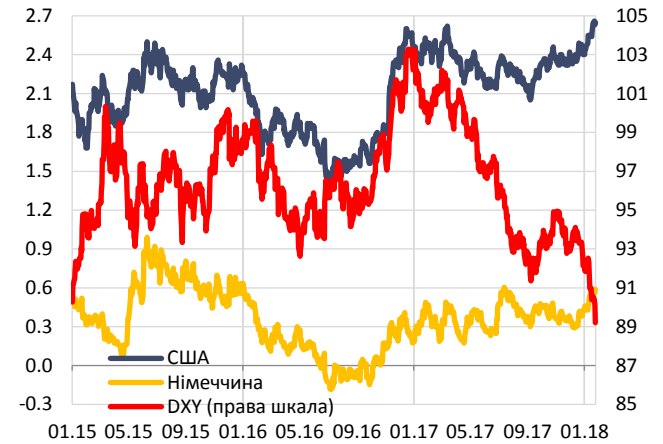
На тлі очікувань та фактичного підвищення ставки ФРС у грудні продовжилося зростання доходності довгострокових казначейських облігацій США.

Натомість політична невизначеність у ЄС, спричинена невдалими спробами створити коаліційний уряд у Німеччині, референдумом у Каталонії, складністю проведення переговорного процесу щодо Brexit (попри закінчення першого раунду), стримували зростання європейських індексів. І лише кращі за очікування квартальні результати корпоративної звітності (за даними Reuters, прибуток компаній ЄС за III квартал зростає на 4.5%), скорочення обсягів програми QE за результатами чергового засідання ЄЦБ, підвищення базової процентної ставки Банком Англії, позитивна макростатистика та результати проведення стрес-тестів банківських установ Банком Англії (які вперше з 2014 року не виявили потреби в додатковому капіталі для жодного з банків та зазначили стійкість банків у разі жорсткого сценарію Brexit) підтримали індекси.

Додаткову підтримку фондовому ринку надала [заява голів провідних центральних банків світу](#), що попри певні розбіжності у поточній монетарній політиці, зміни у використанні інструментів відбуватимуться поступово та залишатимуться зрозумілими для учасників ринків. Слідом за провідними центральними банками світу центральні банки більшості країн, ринки яких розвиваються, нормалізували свою монетарну політику. Зокрема, Банк Мексики та Банк Аргентини слідом за ФРС продовжили серію підвищень; Банк Росії та Банк Молдови – зменшували ставки внаслідок суттєвого зниження інфляції.

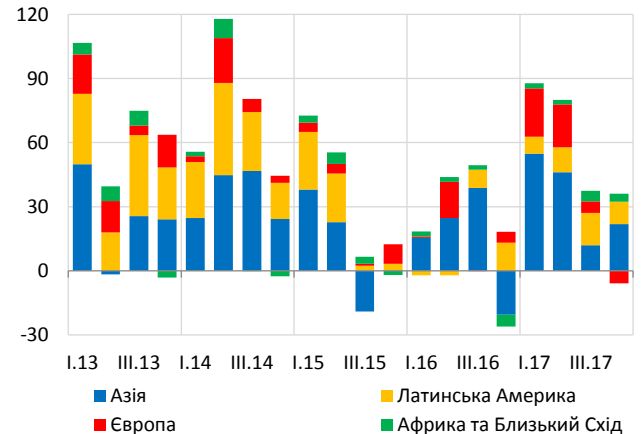
Індекс MSCI EM підвищився в умовах зростання глобальних фондових ринків та оптимізму інвесторів щодо економічних перспектив країн, ринки яких розвиваються. Також зберігався попит на облігації цієї групи країн. Основним чинником підтримки для облігацій країн, ринки яких розвиваються, залишається схильність іноземних інвесторів до ризиків в

**Дохідність 10-річних державних облігацій США та Німеччини, станом на 24.01.2018**



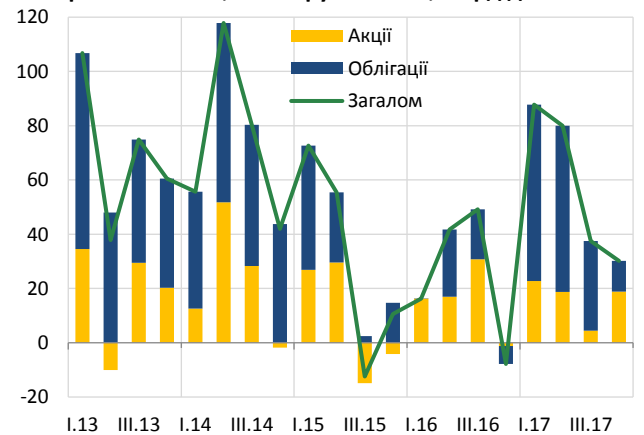
Джерело: Thomson Reuters Datastream.

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



Джерело: Institute of International Finance.

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



Джерело: Institute of International Finance.

умовах низьких або від’ємних ставок у розвинених країнах. У той же час суверенні облигації країн, ринки яких розвиваються, забезпечують високий рівень доходності, насамперед, облигації у національній валюті. На тлі сприятливих фінансових умов на зовнішніх ринках доступ до них отримали найбільш ризиковані групи країн. За даними агентства Dealogic станом на листопад, обсяг емісії суверенних паперів країнами з неінвестиційними рейтингами сягнув рекорду – 75 млрд дол. з початку 2017 року (зростання на 50% р/р).

На тлі суттєвих обсягів припливу капіталу до цієї групи країн та послаблення долара США наприкінці 2017 – початку 2018 років більшість валют країн, ринки яких розвиваються, особливо країн ЦСЄ, зміцнилися до долара США. У свою чергу стрімке знецінення долара США до кошика провідних валют, поміж іншого, відбулося через очікування учасників фінансового ринку згортання ЄЦБ програми QE, досягнення домовленості про створення коаліції в Німеччині, тимчасове припинення роботи уряду США.

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

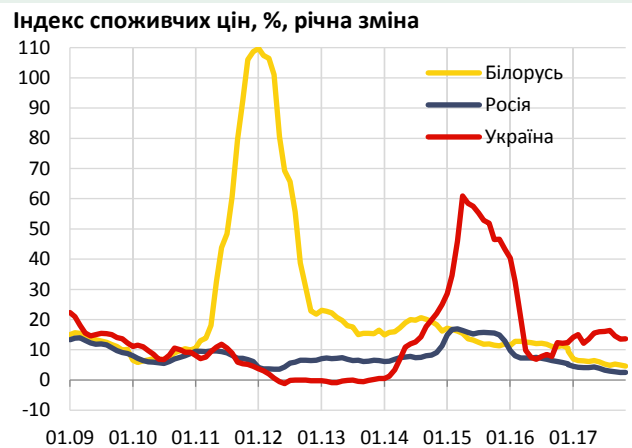


Джерело: Thomson Reuters Datastream, розрахунки НБУ, станом на 24.01.2018

**Вставка: Особливості динаміки цін на базові продукти харчування в Росії та Білорусі**

У післякризовий період з 2009 до 2013 роки в динаміці споживчої інфляції в Україні, Росії та Білорусі спостерігалася певна синхронність (за виключенням 2011 року, коли в Білорусі відбулося стрімке зростання цін через суттєву девальвацію національної валюти), що, поміж іншого, пояснювалося значними обсягами взаємного товарообороту. Натомість з 2014 року відбулася певна різнонаправленість у русі цін у цих країнах, а у 2017 році така тенденція лише посилилася. Так, у 2017 році інфляція в Росії та Білорусі уповільнилася (до 2.5% р/р та 4.6% р/р у грудні), натомість в Україні – прискорилося. Це, насамперед, відображало відмінності в динаміці цін на базові продукти харчування.

У свою чергу, різноспрямована динаміка цін на продукти харчування передусім пояснюється змінами в зовнішньоторговельних потоках, що відбулися протягом 2014 – 2017 років. Серед додаткових важливих чинників впливу на динаміку цін – ступінь задоволення внутрішнього попиту товарами власного виробництва, особливості розвитку сільського господарства (насамперед тваринництва), темпи зростання заробітних плат та курсова динаміка.



Джерело: Статистичні агенції відповідних країн

Росія є нетто-імпортером продуктів тваринництва, хоча обсяги виробництва м’яса поступово зростають (за 2015 – 2016 роки – на 9.5%). До 2014 року основним постачальником м’ясомолочних продуктів до Росії були країни ЄС (на них припадала майже третина усього імпорту м’ясної продукції та майже 60% молочної продукції). Після запровадження Росією в середині 2014 року продовольчого ембарго на продукти харчування низки країн, що ввели санкції по відношенню до Росії, у тому числі ЄС, основним постачальником імпортованих молочних продуктів в Росію стала Білорусь (майже 75%), а частка білоруських продуктів у імпорті м’ясних продуктів зросла з менш ніж 8% у 2013 році до 25% у 2016 – 2017 роках. Відповідно, ціни на м’ясомолочну продукцію в Росії та Білорусі протягом 2014 – початку 2015 року суттєво зросли. Додатковим фактором виступила девальвація обмінного курсу національних валют до долара США. Однак надалі зростання цін стримувалося взаємовигідною торгівлею між двома країнами.

Враховуючи розвиток тваринництва в Білорусі (зростання майже на 6% за 2015 – 2016 роки) та забезпеченість внутрішнього ринку, значні обсяги експорту продукції до Росії у 2016 – 2017 роках не створювали значного тиску на ціни на внутрішньому ринку Білорусі. Зокрема, обсяги виробництва м’ясних та молочних продуктів у Білорусі значно перевищують потреби внутрішнього споживання (наприклад, молочних продуктів – майже в три рази, м’яса та м’ясопродуктів – у 1.4 раза, за даними Національного статистичного комітету Республіки Білорусь). Тож значні обсяги продукції (яка до того ж є дешевшою порівняно з російською та європейською), країна експортує, насамперед до Росії (частка Росії в експорті окремих видів м’яса та м’ясних продуктів, молока та молочних продуктів сягає майже 100%).

Натомість в Україні, після суттєвого зростання цін у 2014-2015 роках на продукцію тваринництва, у 2016 році відбулося їх

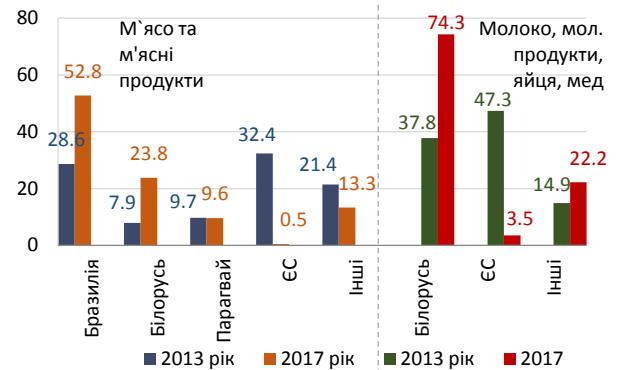


стримування через низку шоків, що призвело до збільшення пропозиції харчових продуктів на вітчизняному ринку. Так у 2016 році Росія поширила продовольче ембарго й на Україну та заборонила транзит українських товарів через свою територію. Частково Україна зуміла переорієнтуватися на інші ринки, у тому числі до країн ЄС. Однак переорієнтація за окремими видами продукції потребувала часу, а на окремих ринках (наприклад Білорусі) відносні ціни були нижчими, ніж на російському ринку. Додатковими чинниками були переорієнтація турецьких товарів з російського ринку, обмеження на експорт окремої продукції тваринництва через нестабільну епізоотичну ситуацію.

У 2017 році дія більшості цих факторів (крім російського ембарго та обмежень на транзит) поступово вичерпалася. Крім того, цей процес супроводжувався подальшим збільшенням фізичних обсягів експорту на тлі значного зовнішнього попиту та подальшого розширення експортних можливостей для українських виробників<sup>7</sup>. Так в Україні попри складну ситуацію в тваринництві<sup>8</sup> обсяги внутрішнього виробництва м'яса (за винятком свинини), молока та молочних продуктів перевищують внутрішні потреби. Однак з урахуванням обсягів експорту власного виробництва практично усіх продуктів тваринництва не вистачає на задоволення попиту (у структурі попиту на м'ясо та молочну продукцію питома вага експорту протягом останніх двох років зростає щодо яловичини та м'яса птиці – на близько 8 в. п. – до 18.6% та 21.3% за 10 місяців 2017 року відповідно, молока – на майже 3 в. п. – до 7.4%<sup>9</sup>). Додатковими факторами зростання цін в Україні стало стрімке зростання заробітних плат у останні декілька років, тоді як політика щодо заробітних плат у Росії та Білорусі залишалася відносно стриманою, а також послаблення гривні до долара США.

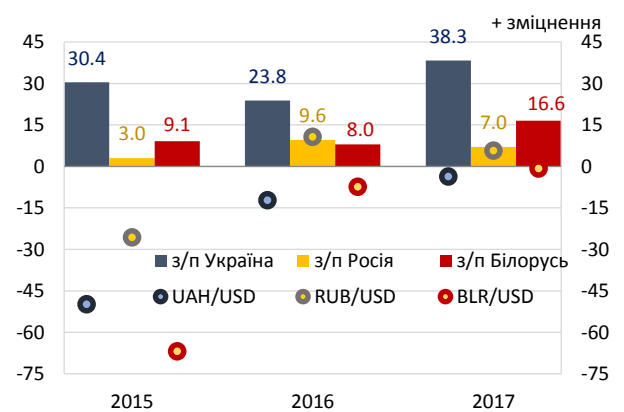
Вагомим чинником суттєвого зростання цін на м'ясо-молочну продукцію в Україні стало підвищення відповідних цін у Європі (тоді як ринок Росії залишився відносно закритим для цього впливу). У 2018 році на світових ринках продовольчих товарів очікується поступове уповільнення зростання цін, а за окремими товарами навіть зниження, завдяки нарощенню світової пропозиції на ринку, насамперед, європейському. Це, у свою чергу, враховуючи відкритість внутрішнього ринку, позитивно впливатиме й на динаміку цін на продовольчі товари в Україні.

**Структура імпорту окремих продуктів харчування РФ у 2013 році (до введення ембарго на продукти харчування з ЄС) та у 2017 році\*, %**



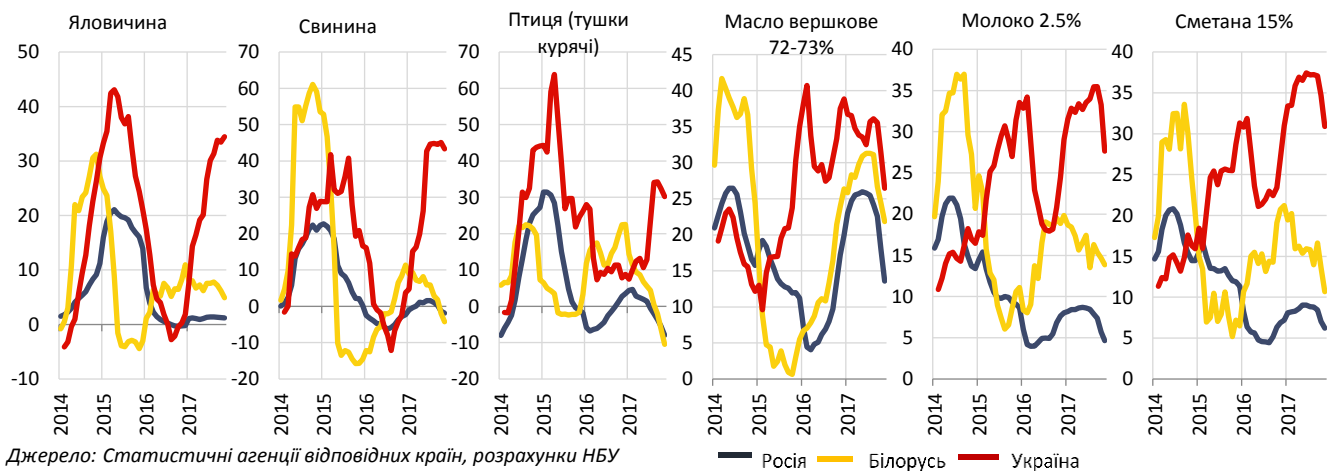
Джерело: International Trade Centre, \*за 9 місяців 2017 року

**Зміна номінальних заробітних плат та ринкових обмінних курсів на кінець періоду, %**



Примітка: зростання з/п за 11 місяців 2017 року (ліва шкала)  
Джерело: Статистичні агенції відповідних країн

**Річні темпи зростання цін на окремі продовольчі товари в Росії, Білорусі, Україні, %**



<sup>7</sup> Згідно з даними Держпродспоживслужби станом на листопад 2017 року право постачання харчової продукції до країн ЄС мали 109 компаній (станом на кінець 2016 року – 93). Протягом 2016 – 2017 років право на експорт до ЄС отримали 15 підприємств з виробництва молочної продукції. Також такі дозволи отримували компанії з виробництва яєць, м'яса птиці тощо.

<sup>8</sup> Згідно з даними ДССУ індекс виробництва продукції тваринництва скорочувався чотири роки поспіль (загалом протягом 2014 – 2017 років майже на 7%).

<sup>9</sup> Використано дані ДССУ за 2015 рік та оцінку на основі відкритих даних за 10 місяців 2017 року.

## 2.2. ВНУТРІШНЯ ЕКОНОМІКА

### 2.2.1. ІНФЛЯЦІЙНИЙ РОЗВИТОК

У 2017 році споживча інфляція становила 13.7% і, таким чином, перевищила ціль Національного банку  $8\% \pm 2$  в. п. на кінець року, установлену [Основними засадами грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу](#).

Прискорення інфляції у 2017 році порівняно з 2016 роком (12.4% р/р) відбулося передусім через дію чинників, вплив інструментів грошово-кредитної політики на які є обмеженим. Зокрема на показниках інфляції суттєво позначилися скорочення пропозиції окремих видів товарів через несприятливі погодні умови в першій половині року, нестабільна ситуація у тваринництві, зростання світових цін та зовнішнього попиту на вітчизняні продукти харчування (зокрема, м'ясні та молочні). Також на зростанні цін відобразилося збільшення виробничих витрат, зокрема на оплату праці, та швидке відновлення споживчого попиту.

Крім того, наприкінці року більш високі показники інфляції, ніж прогнозовані у жовтні, були зумовлені погіршенням ситуації на валютному ринку та суттєвішим пом'якшенням фіскальної політики (у тому числі за рахунок більш значних пенсійних виплат). Відповідно посилюється й фундаментальний інфляційний тиск, виражений показником базової інфляції. Водночас вплив від підвищення тарифів, що регулюються адміністративно, відповідав очікуванням.

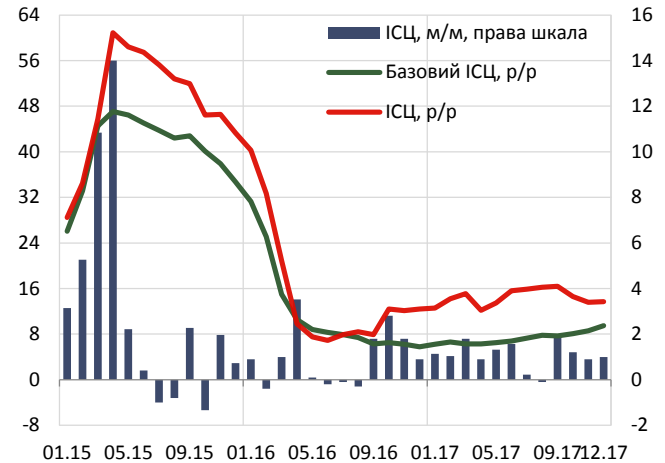
#### Базова інфляція

Базова інфляція за підсумками 2017 року прискорилося до 9.5% р/р порівняно з 5.8% р/р у 2016 році. Це відбулося внаслідок зростання собівартості товарів та послуг на тлі посилення впливу вторинних ефектів від високих цін на сирі продукти та збільшення інших виробничих витрат, а також поживлення споживчого попиту. Незначне посилення фундаментального інфляційного тиску підтверджується також усіма альтернативними розрахунками<sup>10</sup>.

У 2017 році відчутно прискорилося зростання вартості послуг, що входять до базової інфляції (до 14.6% р/р). Зокрема найбільший внесок у зростання вартості ринкових послуг мали послуги закладів швидкого харчування, вищої освіти, утримання прибудинкових територій. Прискорення зростання вартості таких послуг відбулося внаслідок підвищення виробничих витрат та поживлення споживчого попиту, у тому числі через підвищення мінімальної заробітної плати та пенсійних виплат. За оцінками НБУ, вплив підвищення соціальних стандартів на інфляцію у 2017 році проявився передусім через канал підвищення собівартості виробництва, зокрема внесок від двократного підвищення МЗП оцінений на рівні близько 2 в. п. у річний показник інфляції.

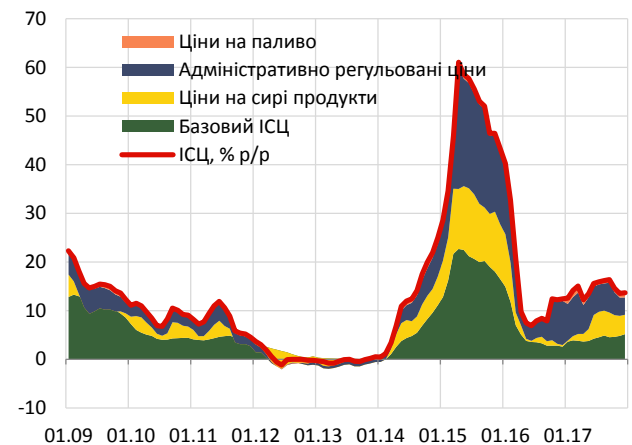
Також прискорилося зростання цін на продукти харчування з високим ступенем обробки (до 13.0% р/р), що відображало вторинні ефекти від підвищення цін на відповідні сирі продукти, а також значні обсяги експорту окремих продуктів харчування (наприклад масла вершкового). Зокрема високими

Індекси споживчих цін, %



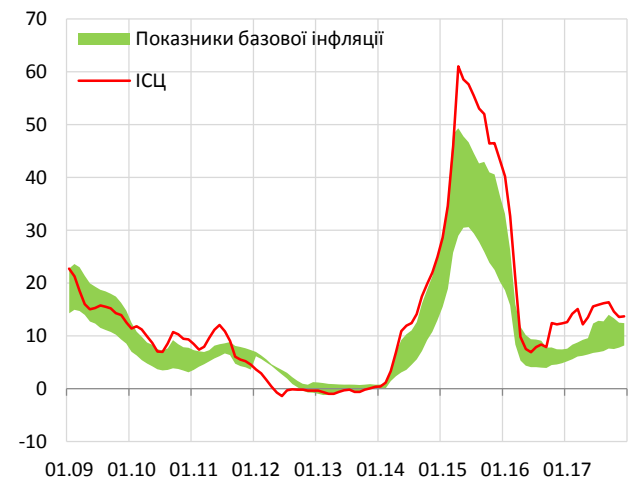
Джерело: ДССУ.

Внески компонентів до річної зміни ІСЦ, в. п.



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Основний інфляційний тренд, % річна зміна



\* Зелене поле – діапазон показників базової інфляції.

Джерело: розрахунки НБУ.

<sup>10</sup> Детальніше – в Інфляційному звіті за січень 2017 року (стор. 20 – 21).

темпами зростали ціни на м'ясні та молочні продукти з високим ступенем обробки (відповідно на 22.0% р/р та 22.1% р/р) на тлі зниження обсягів виробництва у тваринництві, значних обсягів експорту і вищих за українські світових цін. Крім того, через збільшення собівартості виробництва тривало прискорення зростання цін у виробництві хлібобулочних, борошняних та кондитерських виробів.

Водночас темпи зростання цін на непродовольчі товари, що переважно імпортуються, були нижчими, ніж у минулому році (3.3% р/р порівняно з 4.8% р/р). Це відбулося завдяки сприятливій ситуації на валютному ринку протягом більшої частини року та стриманій інфляції в країнах – ОТП. Зокрема суттєво уповільнилося зростання цін на одяг та взуття (до 0.9% р/р) оскільки більшість продавців здійснюють закупівлю товару за декілька місяців до початку сезону.

Однак через послаблення гривні відносно іноземних валют у жовтні-грудні незначно прискорилося зростання цін на окремі непродовольчі товари (насамперед на лікарські засоби, медичні товари, побутову техніку тощо).

З початку 2017 року інфляційні очікування усіх груп респондентів поступово знижувалися. Однак з вересня 2017 року вони почали погіршуватися під впливом ситуації на валютному ринку<sup>11</sup>, високих поточних показників зростання цін та оголошення урядом планів щодо підвищення соціальних стандартів. Зокрема згідно з результатами опитувань щодо ділових очікувань у IV кварталі 2017 року на думку підприємств посилюється вплив курсу гривні до іноземних валют, доходів населення та соціальних видатків бюджету на зростання споживчих цін. Відповідно, підвищилася частка підприємств, які очікують зростання цін на свою продукцію/послуги в наступні 12 місяців, у тому числі внаслідок посилення впливу факторів “вартість трудових ресурсів”, “ціни на енергоносії” та “курс гривні до іноземних валют”<sup>12</sup>.

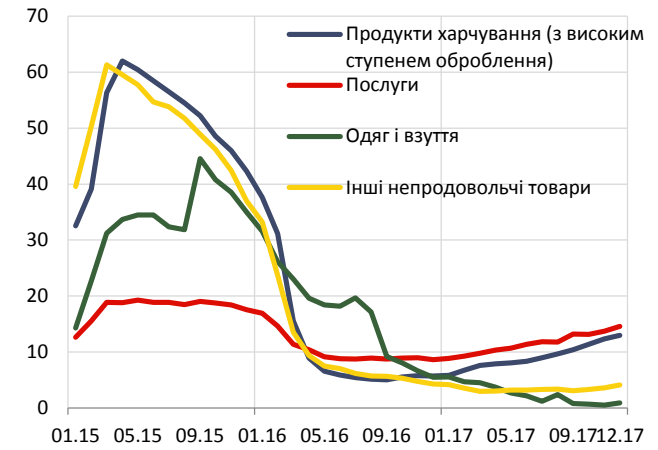
**Небазова інфляція**

Небазова інфляція прискорилося до 19.4% р/р (17.5% р/р у 2016 році). Насамперед показники 2017 року пояснюються високими темпами зростання цін на сирі продукти та паливо на відміну від 2016 року, коли основний внесок у небазову інфляцію зробили адміністративно регульовані ціни.

У 2017 році суттєво прискорилося порівняно з попереднім роком зростання цін на сирі продовольчі товари (до 23.5% р/р). Це було зумовлено переважно впливом факторів з боку пропозиції, також мала вплив поступова активізація споживчого попиту на продовольчі товари внаслідок підвищення доходів домогосподарств.

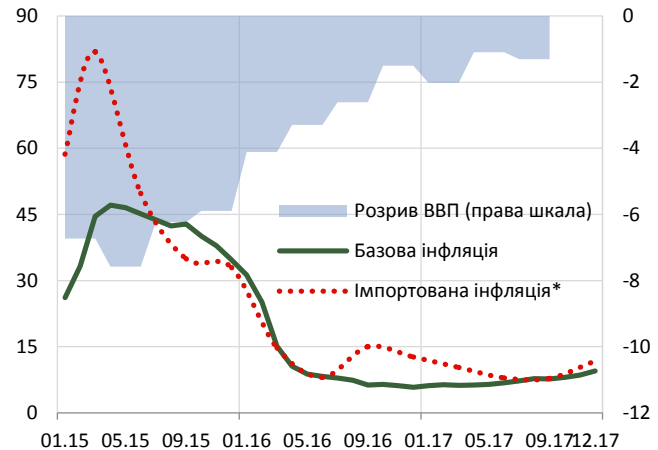
Зокрема високими темпами зростали ціни на сире м'ясо та молоко (відповідно на 30.3% р/р та 23.1% р/р), а також відновилося зростання цін на яйця (на 21.2% р/р). Така динаміка відображала суттєво вищі світові ціни на відповідні продукти та високий зовнішній попит, а також обмежену внутрішню пропозицію цих товарів на тлі зменшення поголів'я

**Основні компоненти БІСЦ, % річна зміна**



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

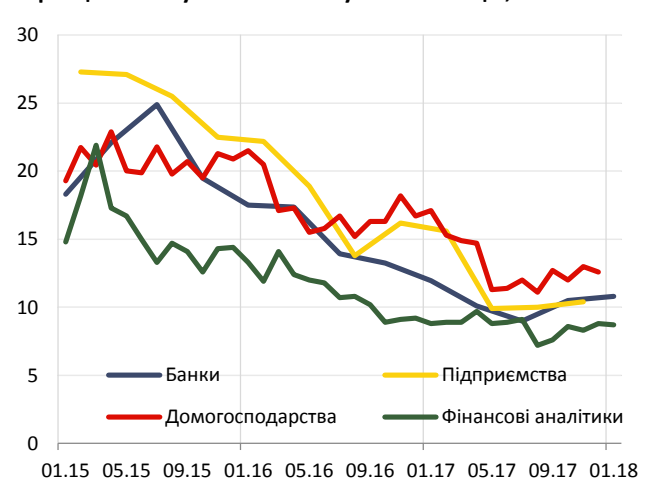
**Базова та імпортована інфляція, % річна зміна, та розрив ВВП, %**



\* Імпортована інфляція розрахована як квартальна зміна показника споживчої інфляції в країнах – ОТП (UAWCPI), скоригованого на зміну НЕОК гривні (детальніше – в Інфляційному звіті за квітень 2016 року, стор. 9).

Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

**Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %**



Джерело: НБУ; GfK Ukraine.

<sup>11</sup> Згідно з емпіричними дослідженнями [О.Квабїон та Ю.Городніченко \(2015\)](#) інфляційні очікування в Україні залежать не лише від поточного рівня інфляції, а й від зміни обмінного курсу гривні до долара США.

<sup>12</sup> Детальніше у [звіті “Ділові очікування підприємств України за IV квартал 2017 року”](#).

(крім птиці) та нестабільної епізоотичної ситуації. Відповідно з урахуванням обсягу експорту власного виробництва практично усіх продуктів тваринництва не вистачає для задоволення внутрішнього попиту<sup>13</sup>.

Крім того, у 2017 році відновили зростання ціни на овочі та фрукти (відповідно на 24.7% р/р та 34.5% р/р), що зумовлено низкою причин. По-перше, несприятливі погодні умови у першій половині року зумовили скорочення пропозиції окремих овочів та фруктів. Наприклад, ціни на ягоди та яблука, окремі овочі борщового набору (моркву та буряк) зросли майже в 1.5 раза. По-друге, у 2017 році вичерпалася дія факторів пропозиції, що стримували зростання цін на окремі овочі та фрукти у 2016 році. Зокрема унаслідок відміни торговельних обмежень з боку РФ для турецьких товарів скоротилася їх пропозиція на українському ринку.

Натомість тривало падіння цін на цукор (на 7.4% р/р) на тлі низьких світових цін та значної пропозиції на внутрішньому ринку, а гарний урожай продовжував зумовлювати падіння цін на гречану крупу (на 28.9% р/р).

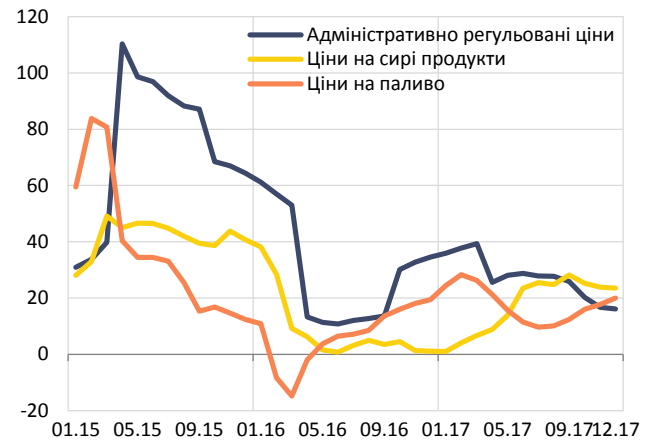
Зростання цін і тарифів, що регулюються адміністративно, очікувано уповільнилося (до 16.1% р/р). Це відбулося в тому числі завдяки сприятливій базі порівняння – у 2017 році на відміну від 2016 року підвищення тарифів на послуги ЖКГ відбувалося значно нижчими темпами. Через високу базу порівняння також суттєво уповільнилося зростання цін на алкогольні напої (до 11.7% р/р) – у 2016 році підвищення мінімальних цін на ці товари урядом було значно вищим, ніж у 2017 році. Натомість через підвищення акцизів та проблеми з дистрибуцією навесні 2017 року прискорилося зростання цін на тютюнові вироби (до 36.3% р/р). Також збільшилися темпи зростання цін на хліб (до 20.1% р/р) унаслідок зростання витрат, у тому числі на оплату праці та сировину. Зростання собівартості зумовило також підвищення вартості поштових послуг та послуг пасажирського транспорту, зокрема суттєво зросли тарифи на проїзд у міському транспорті та збільшилася вартість додаткових послуг залізничного транспорту.

Темпи зростання цін на паливо у 2017 році були такими ж високими (20.0% р/р), як і в попередньому році внаслідок підвищення цін на нафту та послаблення гривні до євро (акцизи на паливо встановлено в євро). Водночас уповільнилося зростання цін на скраплений газ (до 3.5% р/р) завдяки диверсифікації поставок наприкінці року.

**Індекс цін виробників**

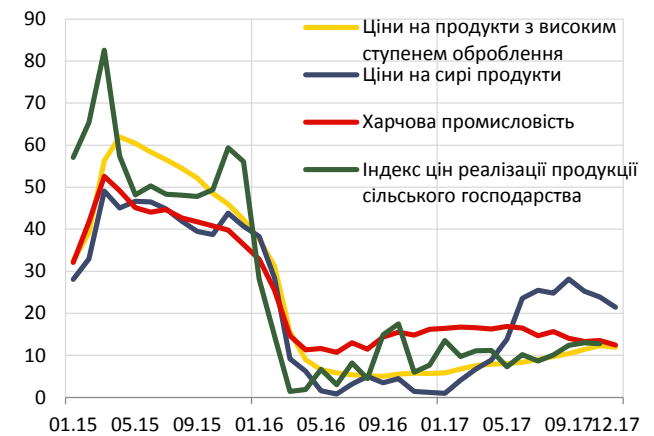
Темпи зростання індексу цін виробників у річному вимірі суттєво знизилися (до 16.5% р/р порівняно з 35.7% р/р у 2016 році). Так під впливом тенденцій на зовнішніх ринках у 2017 році суттєво знизилися річні темпи зростання цін у добувній промисловості. Зокрема зменшення темпів зростання світових цін на нафту сприяло уповільненню зростання у добуванні сирової нафти та природного газу (до 16.1% р/р), а нижчі світові ціни на залізну руду позначилися на уповільненні зростання цін у добуванні металевих руд (до 29.3% р/р). Водночас унаслідок

**Основні компоненти небазового ІСЦ, % річна зміна**



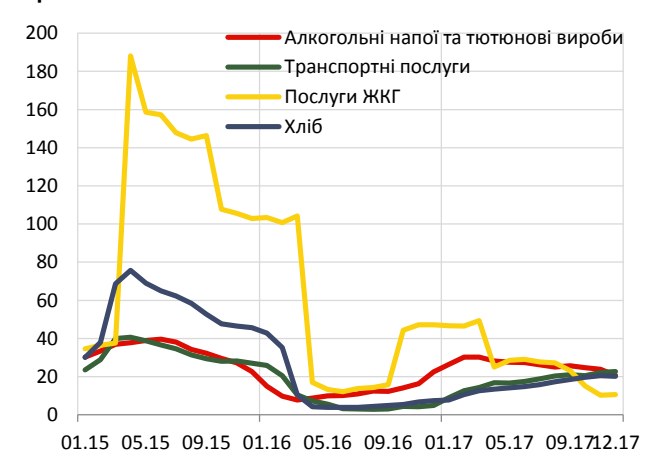
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

**Ціни на сирі продукти, продукти з високим ступенем оброблення, у харчовій промисловості та сільському господарстві, % річна зміна**



Джерело: ДССУ.

**Компоненти адміністративно регульованих цін і тарифів, % річна зміна**



Джерело: ДССУ.

<sup>13</sup> Детальніше про вплив ситуації в тваринництві на інфляцію див. Інфляційний звіт (жовтень 2017 року), стор. 22 – 23.



зростання зовнішніх цін відбулося прискорення зростання цін у добуванні кам'яного вугілля (до 47.8% р/р).

Цінові тенденції в добувній промисловості позначилися на динаміці цін у наступних ланках виробничого процесу. Зокрема знизилися темпи зростання цін у виробництві коксу та продуктів нафтоперероблення (до 43.0% р/р) та в металургійному виробництві (до 26.9% р/р).

Темпи зростання цін у харчовій промисловості у 2017 році (12.5% р/р) були нижчими, ніж у попередньому році, хоча цього року суттєво посилюється ціновий тиск з боку пропозиції окремих видів сільськогосподарської продукції. Так індекс цін реалізації продукції сільського господарства у 2017 році зріс до 12.8% р/р у листопаді (з 6.0% р/р у листопаді 2016 року). Передусім високими темпами зростали ціни на продукцію тваринництва – у грудні ціни у виробництві молочних продуктів зросли на 18.3% р/р, а у виробництві м'яса та м'ясних продуктів – на 29.0% р/р. Також прискорилося зростання цін у виробництві хліба та борошняних виробів (до 17.5% р/р) на тлі підвищення собівартості. Водночас уповільнення зростання цін у харчовій промисловості порівняно з 2016 роком відбулося за рахунок падіння цін у виробництві цукру (на 8.1% р/р) в умовах значного врожаю цукрових буряків та зниження світових цін на цукор, а також уповільнення зростання цін у виробництві напоїв (до 15.8% р/р).

Суттєво уповільнилося зростання цін у постачанні електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря (до 4.0% р/р). Це насамперед пояснюється збільшенням частки порівняно дешевшої атомної генерації у виробництві електроенергії. Крім того, низькі темпи зростання цін на електроенергію для промислових виробників пов'язані з поетапною ліквідацією перехресного субсидіювання та поступовим вирівнюванням цін на електроенергію для населення та інших споживачів. Додатковим чинником також було зниження середньої ціни електроенергії, яку виробляють на ГЕС, завдяки вищим, ніж у попередньому році, показникам водності річок та припливу до водосховищ.

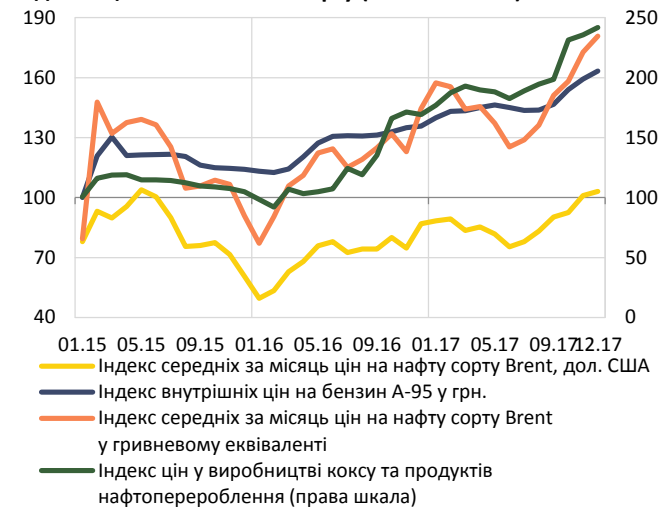
Водночас високими темпами зростали ціни у хімічній промисловості (до 21.9% р/р) після падіння у 2016 році насамперед за рахунок цін на добрива в умовах зростання світових цін, високого попиту з боку аграріїв та відновлення антидемпінгових мит на азотні добрива з РФ.

На тлі високого інвестиційного попиту тривало прискорення зростання цін у машинобудуванні (до 16.2% р/р). Разом з тим збільшення темпів зростання цін у виробництві електричного устаткування (до 21.2% р/р) може бути пов'язано з високим зовнішнім попитом на графітові електроди.

Збереження високих темпів приросту інвестицій у будівництво також позначилося на прискоренні зростання цін на будівельно-монтажні роботи (до 15.5% р/р у листопаді).

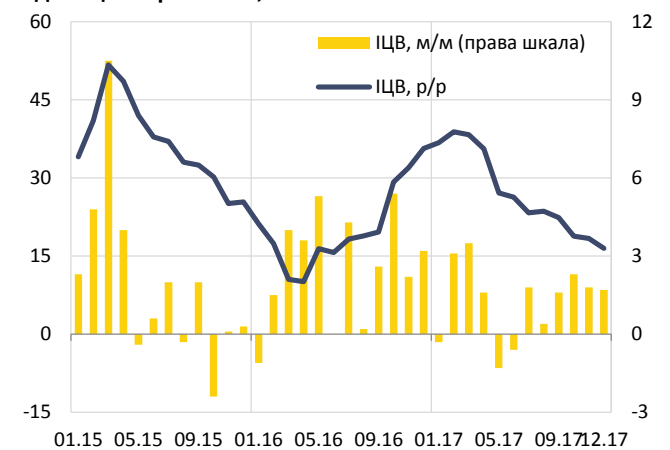
Зростання цін у різних видах економічної активності в цілому мало відносно незначний вплив на ціни споживачів. Загалом, за оцінками НБУ, лише динаміка цін у виробництві харчових продуктів, напоїв і тютюнових виробів має тісний взаємозв'язок з компонентою ІСЦ "продукти харчування та безалкогольні напої"<sup>14</sup>.

### Індекси цін на бензин та нафту (12.2014 = 100)



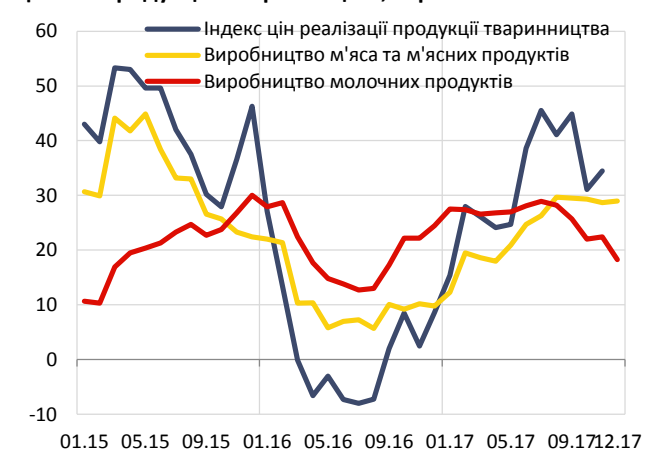
Джерело: ДССУ; Thomson Reuters Datastream.

### Індекс цін виробників, %



Джерело: ДССУ.

### Ціни на продукцію тваринництва, % річна зміна



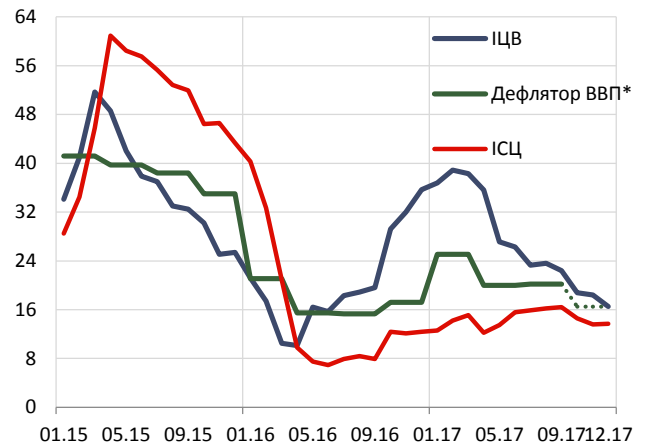
Джерело: ДССУ.

<sup>14</sup> Детальніше про вплив промислової інфляції на споживчі ціни див. Інфляційний звіт (липень 2016 року), стор. 16 – 17.

Показником, що агрегує вплив внутрішніх чинників інфляції з боку пропозиції, може виступати дефлятор ВВП. Зокрема тенденції зміни цін в різних видах економічної діяльності позначилися на зміні дефлятора ВВП. Так у III кварталі 2017 року уповільнення зростання цін у промисловості компенсувалося прискоренням їх зростання у будівництві та сільському господарстві. Завдяки цьому дефлятор ВВП у III кварталі 2017 року (20.2% р/р) залишався майже незмінним порівняно з попереднім кварталом.

За оцінками НБУ, у IV кварталі очікується нижчий показник дефлятора ВВП передусім завдяки сповільненню темпів зростання цін у промисловості. Однак за підсумками 2017 року очікуються вищі, ніж у попередньому році, значення дефлятора ВВП (20.5% р/р), що насамперед пов'язано із підвищенням витрат на оплату праці та прискоренням зростання експортних цін унаслідок високого зовнішнього попиту.

Показники внутрішньої інфляції, % річна зміна



\* Дані за IV квартал 2017 року – за оцінками НБУ.

Джерело: ДССУ.

### Вставка: Відхилення інфляції від цілі: вітчизняний та міжнародний досвід

За підсумками 2017 року споживчі ціни в Україні зросли на 13.7%, перевищивши як інфляційну ціль (8%±2 в. п.), так і прогноз інфляції, оприлюднений у Інфляційному звіті на початку 2017 року (9.1%). Враховуючи горизонт монетарної політики (9 – 18 місяців), ми аналізуємо відхилення від прогнозу 12-місячної давнини для визначення впливу різних факторів. Відхилення від прогнозу становило 4.6 в. п. Найбільший внесок (майже половину) у відхилення від прогнозу мали вищі темпи зростання цін на сирі продукти харчування, що передусім пояснюється низкою факторів з боку пропозиції на внутрішньому ринку. Крім несприятливих погодних умов, до таких чинників можна однозначно віднести суттєве збільшення експорту м'яса та молочної продукції на тлі зростання світових цін з відповідним зменшенням пропозиції на внутрішньому ринку.

Україна є країною з малою відкритою економікою та сировинним характером зовнішньої торгівлі, тож вона досить вразлива до шоків на світових товарних ринках. Водночас перехід до гнучкого курсоутворення дещо знизив ступінь такої чутливості до стану світових ринків (наприклад, зростання світових цін на метали створює тиск до посилення обмінного курсу гривні, зменшуючи тиск на ціни). У 2017 році світові ціни на м'ясо зросли майже на третину, що зумовило суттєве збільшення експорту цієї продукції з України. Однак, зважаючи на невелику частку м'яса у загальному експорті, це не забезпечило суттєвого збільшення експортних надходжень та не створило значного тиску у бік зміцнення курсу гривні.

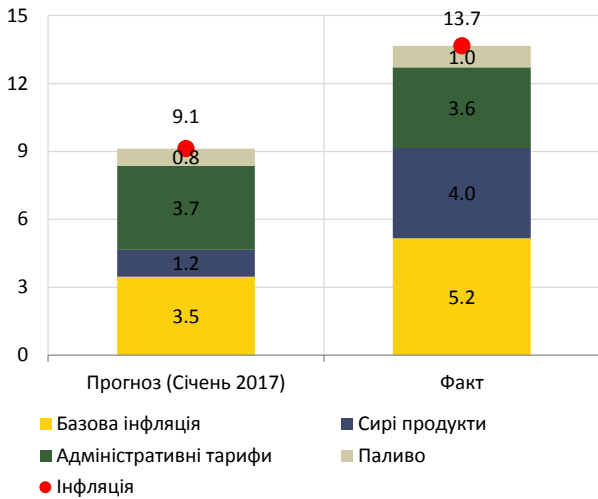
Прискорення зростання цін на сирі продукти харчування разом зі значним зовнішнім попитом позначилося також на більших, ніж очікувалося, темпах зростання цін на продукти харчування з високим ступенем оброблення, що входять до базової інфляції. Водночас темпи зростання адміністративних цін були близькими до прогнозованих (16.1% р/р порівняно 16.9% р/р у прогнозі). Так окремі фактори компенсували вплив один одного, зокрема більший внесок вищих темпів зростання цін на тютюнову продукцію був нівельований тим, що не відбулося підвищення тарифів на газ для населення.

Зазвичай центральні банки за режиму інфляційного таргетування (ІТ) зосереджуються на нівелюванні шоків попиту та незначно реагують на шоки пропозиції. Велика кількість ситуативних факторів можуть спричинити відхилення інфляції від цілі, особливо в короткостроковому періоді, коли вже немає часу на реакцію з боку центробанку. Реагувати на нього суттєво жорсткішою монетарною політикою, пригнічуючи економічну активність, було б недоцільно, оскільки економіка не перебувала в стані "перегріву". У таких випадках центральні банки дають змогу інфляції відхилитись від цілі.

Однак, у другій половині року на відхилення інфляції від прогнозу посилювався вплив збільшення виробничих витрат, зокрема на оплату праці, та швидке відновлення споживчого попиту. Зокрема вплив зростання мінімальної зарплати виявився більш значним, ніж попередньо очікувалося. Так якщо на початку 2017 року НБУ оцінював вплив на споживчу інфляцію від підвищення мінімальної заробітної плати удвічі на рівні 1 – 1.5 в. п., то згідно з уточненими оцінками він виявився вищим (близько 2 в. п.) оскільки підвищення заробітних плат було підхоплене приватним сектором в умовах високого попиту на робочу силу та посилення міграційних процесів. Насамперед це проявилось у прискоренні зростання цін на послуги, що входять до базового ІСЦ. Вищі за прогнозовані показники зростання споживчих цін також визначалися більшими темпами імпортованої інфляції наприкінці року.

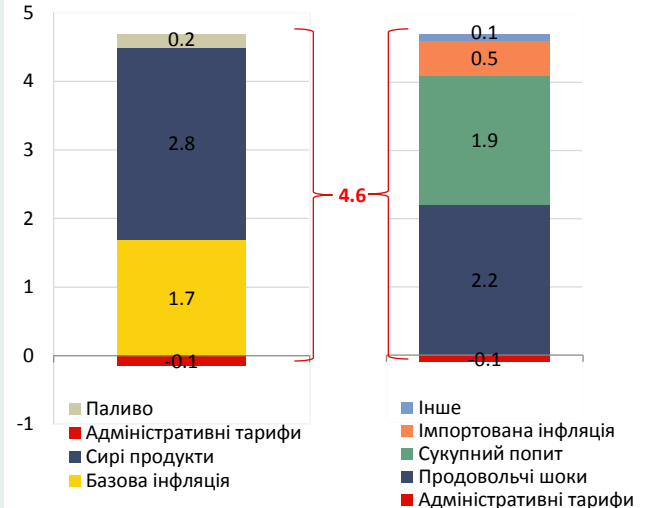
На посилення інфляційних ризиків НБУ відреагував жорсткішою монетарною політикою. Загалом у 2017 році монетарна політика була досить стриманою – показники реальної процентної ставки (тобто з урахуванням інфляційних очікувань) коливалися протягом року на рівні 5 – 7%. Однак жорсткість монетарної політики не змогла повністю нівелювати дію проінфляційних факторів. Це було зумовлено тим, що, по-перше, монетарна політика впливає на економіку із

**Річні внески в інфляцію за компонентами, в. п.**



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

**Похибка прогнозу річної зміни ІСЦ за основними компонентами та факторами, в. п.**



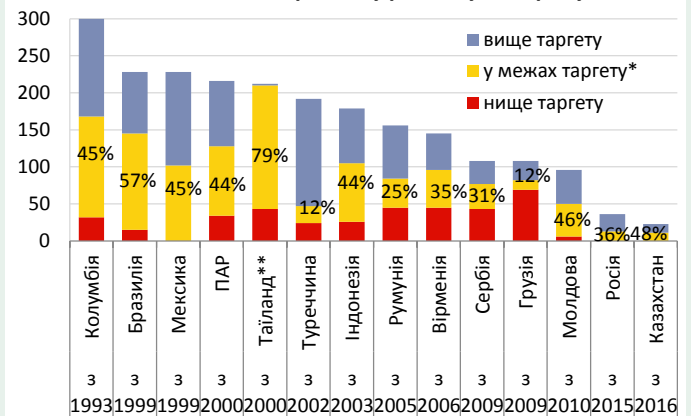
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

затримкою. Відповідно для нейтралізації проінфляційних факторів, що реалізувалися переважно в другій половині року, НБУ повинен був почати підвищувати облікову ставку ще з II кварталу минулого року. Однак на той час на прогнозному горизонті формувалися чинники для пом'якшення політики (відновлення співпраці з МВФ, ревальваційний тиск на гривню, уповільнення адміністративно регульованої інфляції). І головне – продовжували поліпшуватися інфляційні очікування. По-друге, перехід до жорсткішої монетарної політики різкіше та в більш стислі строки могло б спровокувати погіршення очікувань у період, коли реалізація ризиків була ще неочевидною, та зумовити невідповідні втрати в економічному зростанні. Досвід інших країн – таргетерів інфляції свідчить, що центральний банк свідомо може дати змогу інфляції тимчасово відхилитися від цілі. Це відбувається в кількох випадках. По-перше, коли шоки пропозиції є занадто стрімкими та потужними, однак не створюють загроз для повернення інфляції до цілі в середньостроковій перспективі. По-друге, коли, за оцінками центрального банку, різкий перехід до жорсткішої монетарної політики матиме занадто негативні ефекти для економічної активності.

Іншою причиною відхилення від цілі може бути похибка прогнозу. Вона в свою чергу може обумовлюватись як похибкою модельного інструментарію (неточно імітує поточну структуру економіки), похибкою припущень, що закладаються в прогноз (наприклад імпортована інфляція виявилась вищою, ніж очікувана) та неточною оцінкою ефектів окремих нерегулярних подій в економіці (наприклад двократне підвищення МЗП).

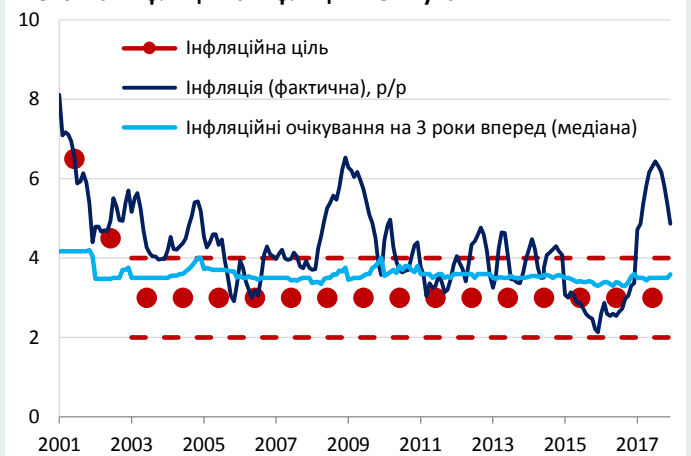
По факту в багатьох країнах інфляція часто відхиляється від цілі. Однак це не означає, що режим ІТ не працює, адже він має на меті стабілізацію інфляційних очікувань, які можуть бути досить сильно заякорені навіть під час суттєвих коливань інфляції. Це обумовлюється насамперед тим, що економічні агенти розуміють, що центральний банк докладатиме максимум зусиль для повернення інфляції до цілі. Звичайно в прийнятних межах, адже, намагаючись утримувати інфляцію дуже близько до цілі через реагування на всі шоки, центральний банк може невідповідно збільшити економічні втрати.

**Кількість місяців, коли інфляція у річному вимірі була:**



\* у разі точкового таргету для розрахунку використовувався діапазон  $\pm 1\%$   
 \*\* таргетує базову інфляцію  
 Джерело: Центральні банки відповідних країн.

**Мексика: інфляція та інфляційні очікування**



Джерело: Банк Мексики.  
 Згідно інформації Банку Мексики інфляція в країні вийшла за межі коридору в 2017 році внаслідок девальвації мексиканського песо, лібералізацій цін на паливо та підвищення МЗП в січні 2017 року.

## 2.2.2. ПОПИТ І ВИПУСК

У III кварталі 2017 року зростання реального ВВП становило 2.1% р/р та відповідало оцінкам НБУ, опублікованим в Інфляційному звіті за жовтень 2017 року. Внутрішній попит залишався основним драйвером зростання вітчизняної економіки. Зростання інвестицій тривало високими темпами, хоча й дещо нижчими, ніж у попередніх кварталах. Подальшому нарощенню інвестицій сприяли покращення ділових очікувань підприємств та їх високі фінансові результати у III кварталі. Очікувано домінуючою стала роль споживання: незначне уповільнення приватного споживання було компенсоване відновленням зростання витрат сектору загального державного управління на тлі певного пом'якшення фіскальної політики.

Темпи зростання фізичних обсягів експорту прискорилися внаслідок сприятливої зовнішньої цінової кон'юнктури, високих перехідних запасів зернових та олійних та пристосування металургійних підприємств до нових умов роботи після припинення торгівлі з НКТ. Водночас пошавлення внутрішнього попиту, зокрема інвестиційного, стимулювало більш швидке зростання імпорту, наслідком чого стало збереження від'ємного внеску чистого експорту в зміну ВВП (3.8 в. п.).

У IV кварталі, за оцінками НБУ, зростання ВВП сповільнилося до близько 1.5% у річному вимірі. Це насамперед було зумовлене суттєвим спадом у рослинництві через нижчу врожайність пізніх зернових та технічних культур. Водночас спостерігалось збільшення обсягів виробництва в переробній промисловості, зокрема в машинобудуванні, хімічній та металургійному виробництві. Це майже повністю компенсувало подальше падіння випуску в добувній промисловості та виробництві електроенергії, що насамперед відображало вплив від розриву виробничо-логістичних зв'язків з НКТ на початку року.

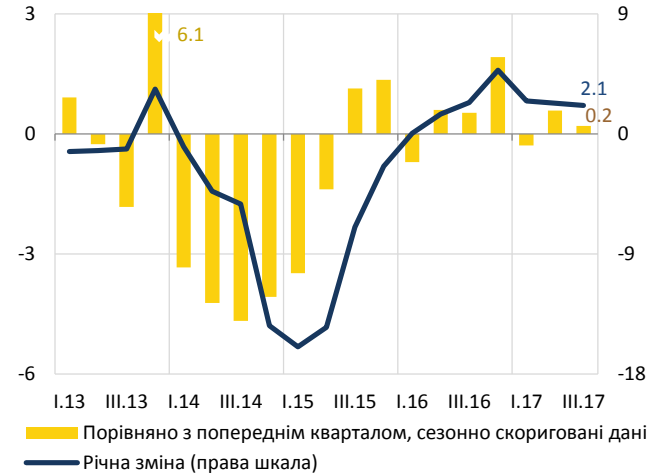
Загалом зростання реального ВВП у 2017 році оцінено у 2.1%. При цьому, за оцінками НБУ, негативний вплив від припинення торгівлі з НКТ на реальний ВВП у 2017 році виявився нижчим, ніж очікувалося на початку року (0.9 в. п. порівняно з 1.3 в. п. відповідно), завдяки більш швидкій переорієнтації металургійних підприємств на нові джерела постачання сировини на тлі поліпшення зовнішньої кон'юнктури та зростання внутрішнього попиту.

### Внутрішній попит

У III кварталі зростання економіки України продовжило уповільнюватися, що відповідало оцінкам Національного банку, опублікованим у Інфляційному звіті за жовтень 2017 року. Так порівняно з відповідним кварталом минулого року реальний ВВП зріс на 2.1%, а порівняно з попереднім кварталом – на 0.2% с/с. У цілому за 9 місяців 2017 року за оцінками НБУ реальний ВВП збільшився на 2.3% р/р.

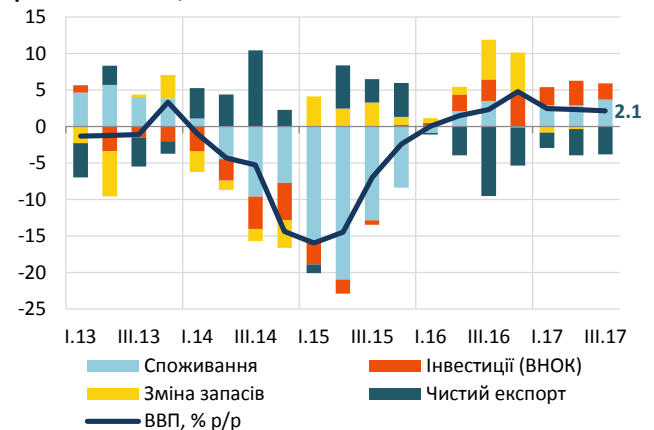
Інвестиції продовжили зростати високими темпами, хоча темпи зростання валового нагромадження основного капіталу дещо уповільнилися (до 15.8% р/р) насамперед унаслідок ефекту високої бази порівняння минулого року. Підтримували нарощення інвестицій у III кварталі 2017 року покращення ділових очікувань підприємств, які сягнули найвищого рівня з

Реальний ВВП, %



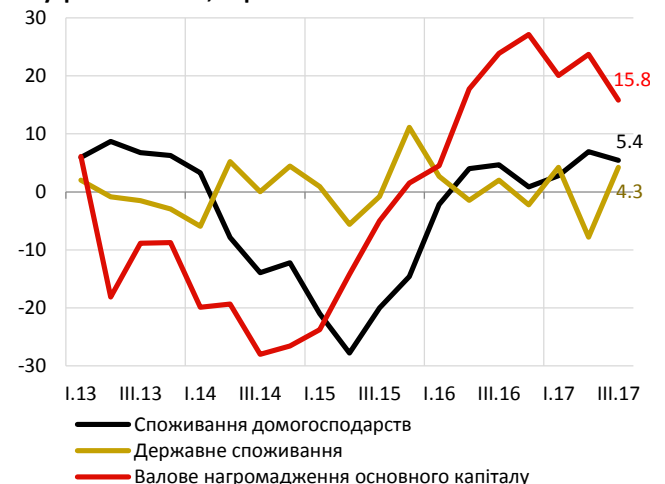
Джерело: ДССУ.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Внутрішній попит, % річна зміна



Джерело: ДССУ.



середини 2013 року. Іншими вагомими чинниками стали подальше поліпшення фінансових результатів підприємств та суттєві надходження від експорту на тлі сприятливої зовнішньої кон'юнктури.

Як і раніше, лівова частка капіталовкладень (більше 70%) фінансувалася за рахунок власних коштів підприємств. Порівняно з попереднім роком зросла частка інвестицій за рахунок бюджетних коштів (до 8.7% за січень – вересень 2017 року з 5.9% за відповідний період 2016 року), відображаючи суттєве зростання (особливо в першому півріччі) капітальних бюджетних видатків на інвестиційні програми та проекти регіонального розвитку, у тому числі на об'єкти дорожньо-транспортної інфраструктури. Натомість у структурі джерел фінансування інвестицій дещо зменшилася частка коштів населення на будівництво житла (до 8.5% за січень – вересень 2017 року). Роль банківського кредитування та іноземного інвестування як джерел фінансування інвестицій залишалися незначними.

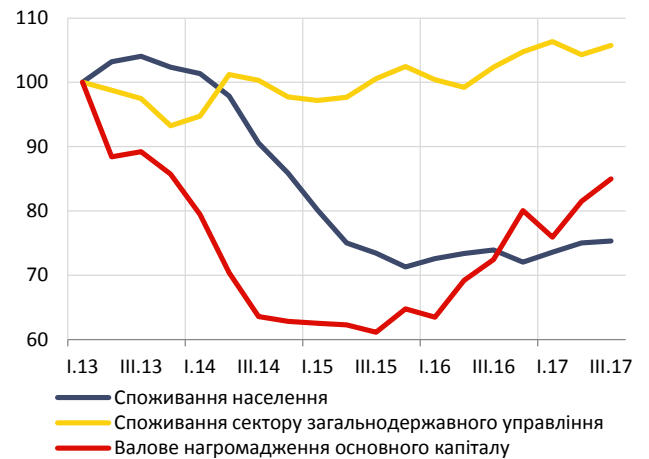
У III кварталі 2017 року найвищими темпами продовжили зростати інвестиції в машини та обладнання, незважаючи на подальше уповільнення до 26.1% р/р. Серед інших видів активів відновилася зростання інвестицій у продукти інтелектуальної власності, зокрема комп'ютерне програмне забезпечення та бази даних, що, серед іншого, могло бути пов'язано зі збільшенням витрат (як підприємств, так і центральних органів державного управління) на інформаційну безпеку.

Основними споживачами капітальних інвестицій залишалися сільське господарство, промисловість (зокрема для переоснащення енергопідприємств), торгівля та транспорт. Приріст інвестицій за цими напрямками в річному вимірі становив 20% – 30% р/р. Продовжилося зростання інвестицій високими темпами в секторі послуг – в освіту (75.4% р/р), професійну, наукову та технічну діяльність (53.9% р/р), а також охорону здоров'я (65.7% р/р) через їх суттєву недоінвестованість у попередні роки. Також високими темпами зростали інвестиції в сектор "Державне управління й оборона" (47.8% р/р).

Споживчий попит населення в III кварталі помітно зростав (на 5.4% р/р) та був підтриманий високими темпами зростання реальної заробітної плати та поліпшенням споживчих настроїв домогосподарств<sup>15</sup> (останні знаходилися на значно вищому рівні, ніж рік тому). Разом з тим порівняно з попереднім кварталом зростання приватного споживання дещо уповільнилося, що могло бути зумовлено сповільненням темпів зростання реальних наявних доходів населення в умовах прискорення інфляції.

Зокрема уповільнилося зростання витрат на продукти харчування (до 1.8% р/р), алкоголь та тютюн (до 0.2% р/р). Натомість прискорилося зростання витрат населення на товари домашнього вжитку (до 28.3% р/р) внаслідок задоволення відкладеного попиту попередніх років. Продовжили зростати високими темпами витрати на охорону здоров'я (до 27.9% р/р), що зокрема пов'язано з реалізацією програми «Доступні ліки».

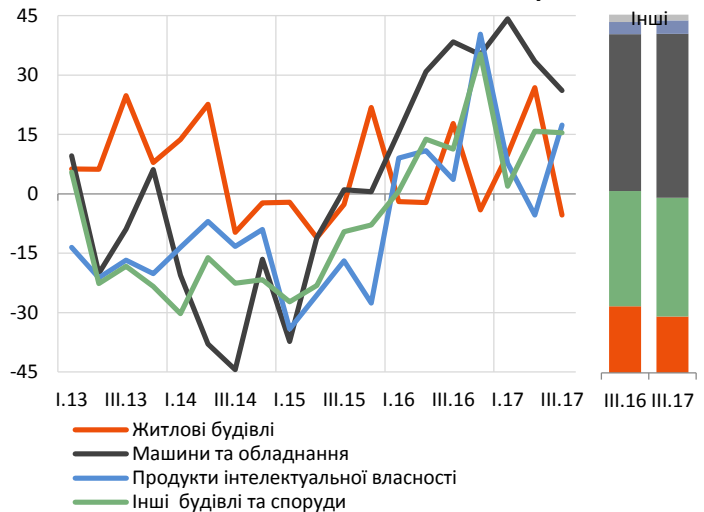
**Інвестиції та споживання**  
(сезонно скориговані індекси: I.2013=100)



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

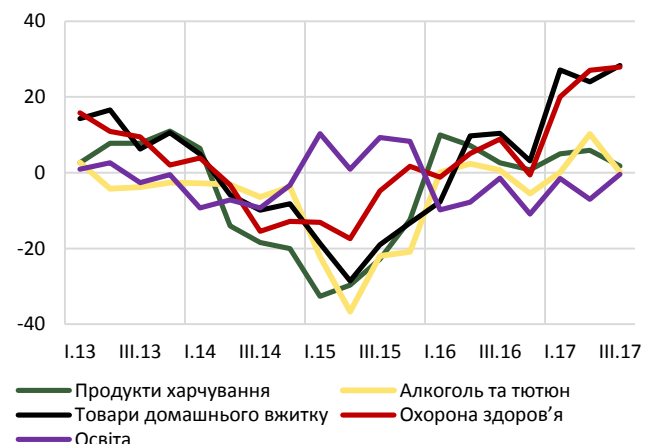
**Валове нагромадження окремих видів основного капіталу, % річна зміна**

**Структура валового нагромадження основного капіталу, в. п.**



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

<sup>15</sup> За опитуваннями GfK Ukraine.

Споживчі витрати сектору загальнодержавного управління (як індивідуальні, так і колективні витрати) відновили зростання (на 4.3% р/р) на тлі певного пом'якшення фіскальної політики. Це також позначилося на уповільненні спаду ВДВ сектору "Державне управління та оборона".

Також відновилося зростання експорту (до 6.9% р/р) на тлі сприятливої зовнішньої кон'юнктури, значних перехідних запасів зернових та олійних культур та високого врожаю окремих с/г культур (пшениці, ріпаку). Зокрема прискорилося зростання фізичних обсягів експорту жирів та олії, суттєво збільшилися поставки насіння олійних культур (насамперед ріпаку) за кордон, а також уповільнилося падіння фізичних обсягів експорту чорних металів. Крім того, прискорилося зростання фізичних обсягів транзиту газу. Проте зростання імпорту також прискорилося (до 13.2% р/р) через нарощення енергетичного імпорту (насамперед вугілля та нафтопродуктів). У результаті від'ємний внесок чистого експорту збільшився до 3.8 в. п.

### Випуск

Переважно всі види діяльності демонстрували позитивну динаміку розвитку у III кварталі.

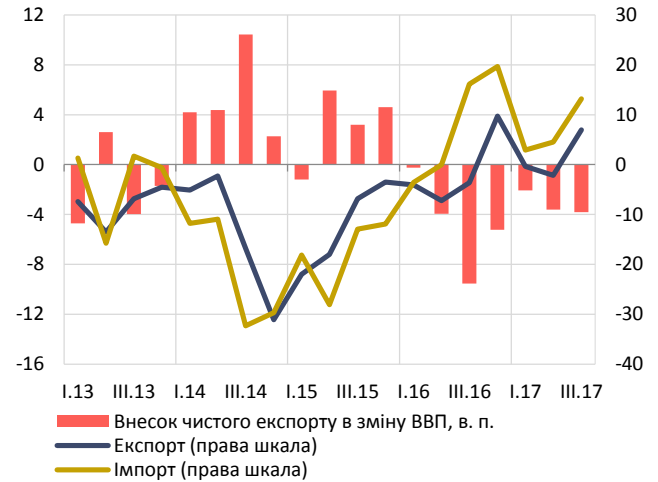
Насамперед поліпшилися показники як у переробній промисловості (зростання до 4.8% р/р), так і в енергетиці (падіння уповільнилося до 5.1% р/р). Зокрема в металургійному виробництві відбулося уповільнення темпів зниження обсягів виробництва чавуну, сталі та феросплавів, зокрема внаслідок відновлення роботи або збільшення завантаженості металургійних підприємств<sup>16</sup> на тлі сприятливої зовнішньої кон'юнктури та швидшої, ніж очікувалося, переорієнтації на альтернативні джерела постачання сировини. Надшвидкими темпами зростало хімічне виробництво внаслідок відновлення роботи підприємств, які до цього часу простоювали<sup>17</sup>.

Інші галузі переробної промисловості більшою мірою демонстрували уповільнення темпів зростання. Темпи зростання обсягів машинобудування уповільнилися, у тому числі через випуск комп'ютерів, електронної і оптичної продукції (зокрема представленої товарами військового призначення), а також автотранспортних засобів.

Падіння добувної промисловості поглибилося (до 6.5% р/р) більшою мірою через зупинку видобутку антрациту та за рахунок статистичної бази порівняння<sup>18</sup>.

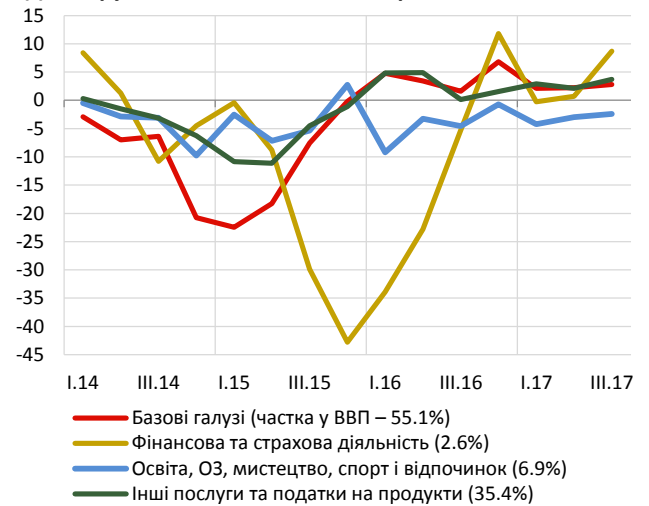
У сільському господарстві відбулося зменшення падіння ВДВ до 0.1% р/р внаслідок проведення активної фази жнив у III кварталі, надолуження пізнього початку збиральної кампанії порівняно з минулим роком, а також гарним урожаєм пшениці, бобових та картоплі. Додатковим позитивним фактором для сільського господарства стало незначне поліпшення ситуації у

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



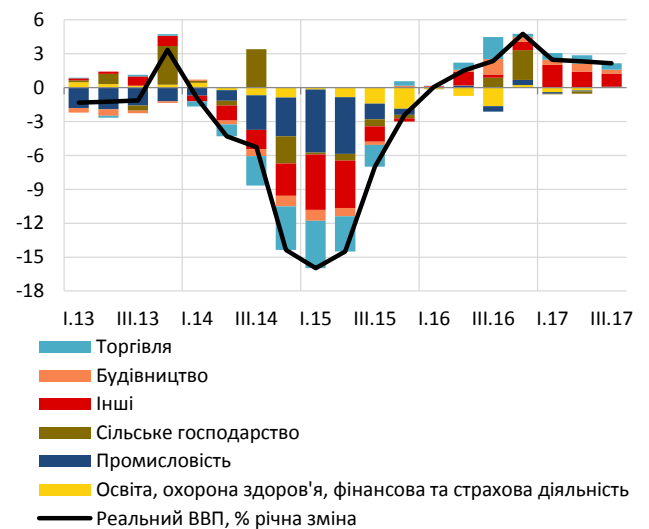
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

<sup>16</sup> У липні відновив роботу Дніпровський металургійний комбінат, який суттєво зменшив обсяги випуску та навіть часом зупинявся з початку 2017 року.

<sup>17</sup> У червні після п'ятирічного простою відновлено роботу заводу "Карпатнафтохім", який випускає етилен, поліетилен і ПВХ. Крім того, у III кварталі підприємства-виробники добрив нарощували виробництво після проведення капітальних ремонтів окремих виробничих цехів.

<sup>18</sup> За даними Мінпаливенерго України в III кварталі 2016 року рядового антрациту було видобуто 2.2 млн т, в той час як у II кварталі його видобуток становив лише 1.5 млн т. У II та III кварталах 2017 року антрацит не видобувався.

тваринництві, насамперед за рахунок вирощування птиці та виробництва яєць.

Переважно позитивні результати у промисловості, а також активний експорт сільськогосподарської продукції підтримували зростання обсягів ВДВ у торгівлі та транспорті.

Найвищі темпи зростання ВДВ продовжувало демонструвати будівництво (25.2% р/р), хоча ці темпи дещо уповільнилися.

У сфері послуг за всіма видами діяльності, окрім освіти, яка переважно фінансується видатками бюджетів різних рівнів, також спостерігалися позитивні зміни, підтримані високим рівнем зростання реальної заробітної плати. Зокрема відбулося подальше зростання ВДВ у готельному господарстві, уповільнилося падіння в мистецтві, спорті, розвагах та відпочинку. Також суттєво прискорилося зростання у фінансовій та страховій діяльності, підтримане нарощенням кредитування банками.

### Оцінки IV кварталу 2017 року

У IV кварталі, за оцінками НБУ, зростання реального ВВП сповільнилося (до 1.5% р/р) насамперед внаслідок суттєвого спаду в рослинництві через нижчу врожайність пізніх зернових та технічних культур.

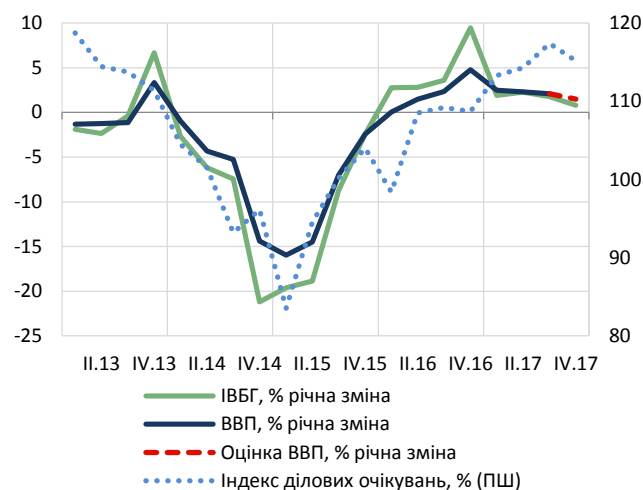
Внутрішній попит, як інвестиційний, так і споживчий, залишився основним чинником економічного зростання. Очікуване покращення фінансового стану підприємств підтримувало зростання інвестицій. Разом з тим, з огляду на дію ефекту високої бази порівняння та незначне послаблення інвестиційних очікувань підприємств, у IV кварталі тривало уповільнення зростання інвестиційного попиту.

Споживчий попит, за оцінками Національного банку, прискорив зростання в річному вимірі з огляду на стійкий приріст роздрібного товарообороту. Цьому сприяли подальше покращення споживчих очікувань домогосподарств<sup>19</sup> на тлі зростання реальної заробітної плати та підвищення пенсій. Високими залишилися також темпи зростання споживчих витрат сектору загальнодержавного управління на тлі подальшого пом'якшення фіскальної політики.

У IV кварталі прискорилося зростання експорту в основному завдяки нарощенню поставок чорних металів. Одночасно з цим темпи зростання імпорту істотно не змінилися, у результаті чого внесок чистого експорту став додатним.

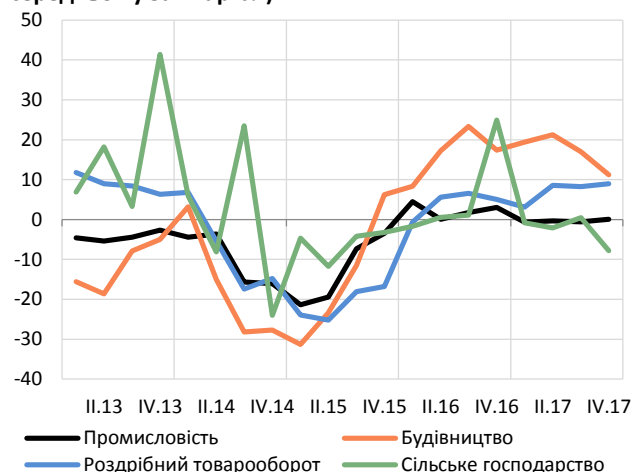
У промисловості показники випуску були дещо вищими за минулорічні також і внаслідок продовження нарощення випуску окремими хімічними підприємствами після простою. Темпи зростання обсягів виробництва в машинобудуванні збільшилися. Найбільше зростання випуску і надалі спостерігалось в автомобільному та залізничному машинобудуванні, що на тлі прискорення темпів падіння експорту даної продукції вказує на стійкий внутрішній попит. Харчове виробництво продовжувало збавляти темпи через скорочення обсягів виробництва олії та тваринних жирів, м'яса, хліба та хлібобулочних виробів, а також боршона.

### ІВБГ, ВВП та ділові очікування



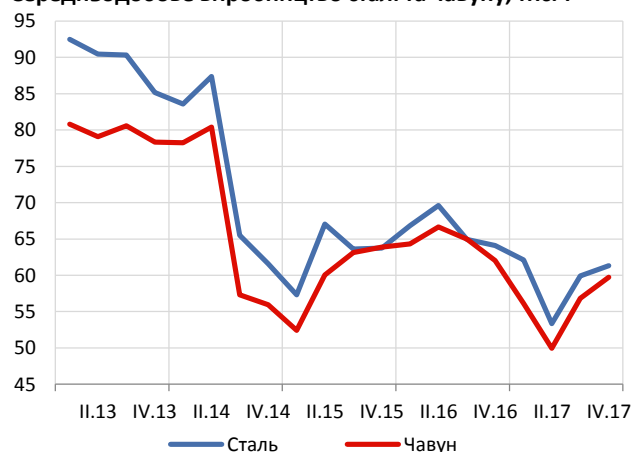
Джерело: ДССУ; розрахунки та опитування НБУ.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

### Середньодобове виробництво сталі та чавуну, тис. т\*



\*Середньодобові показники за місяць, які надано об'єднанням "Укрметалургпром", усереднено для кожного кварталу.

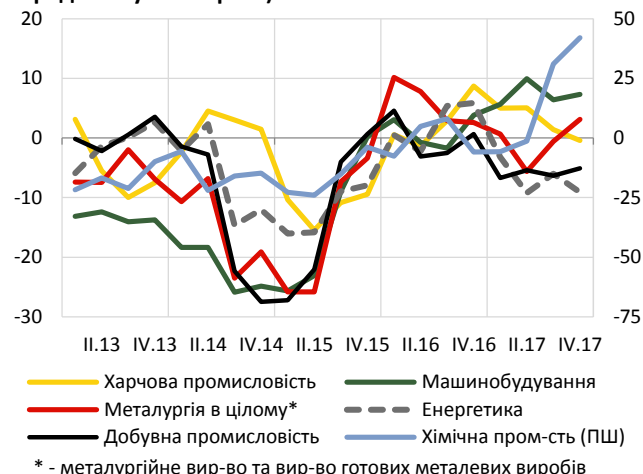
Джерело: Укрметалургпром; розрахунки НБУ.

<sup>19</sup> За опитуваннями GfK Ukraine.

У IV кварталі обсяги сільськогосподарського виробництва істотно зменшилися через нижчий врожай пізніх зернових і технічних культур, зокрема кукурудзи через посуху в період вегетації цієї культури. Водночас у тваринництві падіння обсягів виробництва дещо сповільнилося за рахунок збільшення обсягів виробництва молока та яєць (у тому числі завдяки значному зовнішньому попиту), а також незначного уповільнення падіння поголів'я свиней.

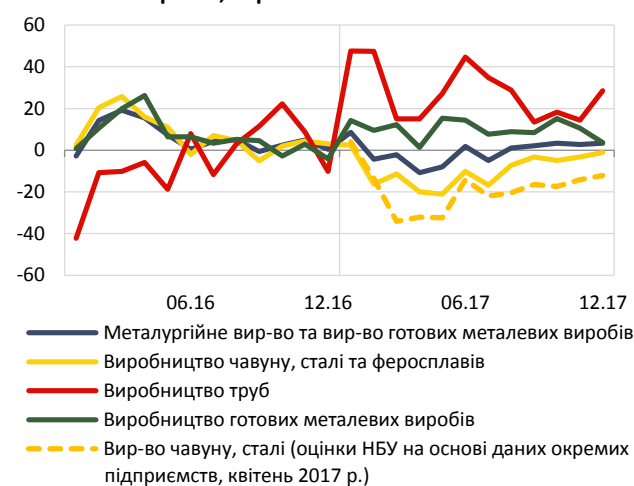
Загалом зростання реального ВВП у 2017 році оцінено у 2.1%, що перевищує прогноз НБУ, оприлюднений у квітні 2017 року з урахуванням оцінки втрат економіки України від розриву виробничо-торгівельних зв'язків з НКТ. Результати металургійної промисловості та низки суміжних з нею галузей перевищили очікування за рахунок швидшої переорієнтації металургійних підприємств на альтернативні джерела постачання сировини на тлі поліпшення цінової кон'юнктури на зовнішніх ринках та зростання внутрішнього попиту (у тому числі з боку будівництва та машинобудування). Окремі металургійні підприємства навіть наростили випуск сталі та чавуну порівняно з минулим роком. Відповідно, дещо кращими, ніж очіувалося, були показники й у окремих суміжних секторах (добувній промисловості, транспорті тощо). Це компенсувало гірші за очікування показники у виробництві електроенергії (що частково відображало теплішу погоду наприкінці 2017 року) та виробництві коксу. Таким чином, за уточненими оцінками Національного банку, негативний вплив заборони торгівлі з НКТ на зміну реального ВВП в 2017 році становив 0.9 в. п. (порівняно з попередньою оцінкою на рівні 1.3 в. п.).

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

#### Металургійне виробництво та виробництво готових металевих виробів, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.



### 2.2.3. РИНОК РОБОЧОЇ СИЛИ ТА ДОХОДИ ДОМОГОСПОДАРСТВ

У 2017 році тривало зростання попиту на робочу силу, хоча в другій половині року річні темпи зростання кількості вакансій уповільнилися. Високий попит на робочу силу генерувався поживленням економічної активності, поліпшенням фінансових результатів та ділових очікувань підприємств, а також посиленням міграційних процесів. Ці ж фактори зумовили збереження високих темпів зростання номінальної заробітної плати упродовж усього 2017 року, потужний імпульс якому було надано на початку 2017 року внаслідок двократного підвищення мінімальної заробітної плати.

Однак рівень безробіття за методологією МОП у III кварталі 2017 року в сезонно скоригованому вимірі залишився на високому рівні, а в середньому за дев'ять місяців 2017 року навіть зріс порівняно з відповідним періодом попереднього року. Це пояснюється збереженням диспропорцій між попитом і пропозицією на ринку праці (регіональні, за видами економічної діяльності, кваліфікаційними вимогами).

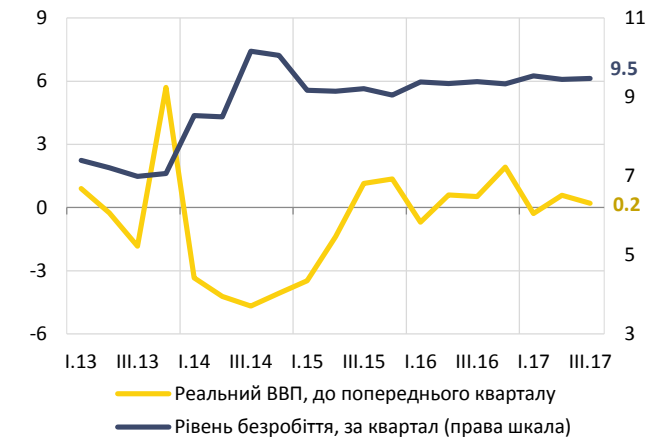
Так завдяки зростанню номінальних заробітних плат та соціальних трансфертів в натурі (субсидій) у III кварталі 2017 року прискорилося зростання номінальних доходів населення (до 20.2% р/р). Однак інші види номінальних доходів населення (від ведення бізнесу та власності, соціальні допомоги) демонстрували помірне зростання. На тлі прискорення споживчої інфляції (та враховуючи, що соціальні трансферти в натурі не є частиною наявних доходів) зростання реальних наявних доходів населення залишалося млявим (0.2% р/р). Збереження високих темпів зростання заробітної плати та соціальні ініціативи уряду, зокрема осучаснення пенсій, за оцінками НБУ, зумовили відчутне прискорення зростання споживчого попиту в IV кварталі 2017 року.

#### Ринок праці

У 2017 році тривало зростання попиту на робочу силу. Про це свідчили як дані ДСЗУ, так і сайтів пошуку роботи в мережі Інтернет. За даними ДСЗУ, зростання кількості вакансій частково може бути пов'язано зі збільшенням кількості роботодавців, які співпрацювали з центрами зайнятості (на 11%). Разом із тим за професійними групами найвищі темпи зростання були серед найпростіших професій, робітників з обслуговування, експлуатації та контролю за роботою технологічного устаткування. Згідно з даними сайтів пошуку роботи в мережі Інтернет кількість вакансій у 2017 році також зросла. Зокрема, зростання відбулося в більшості видів діяльності, окрім сфери нерухомості та сфери страхування. Найбільше зростання спостерігалось серед робочих спеціальностей, у фінансово-банківській сфері (на тлі повернення банківської системи до прибутковості та поживлення роздрібного кредитування), сфері бухгалтерії та аудиту, транспорту та логістики.

Про збільшення попиту на робочу силу в 2017 році свідчили й результати опитувань щодо ділових очікувань підприємств. Зокрема очікування підприємств щодо зміни кількості працівників у наступні 12 місяців поліпшувалися протягом

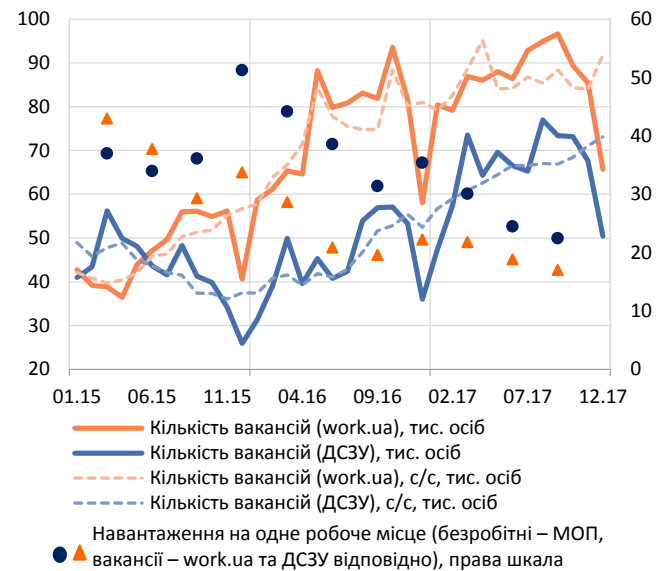
Рівень безробіття за методологією МОП\* та реальний ВВП, с/с, %



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

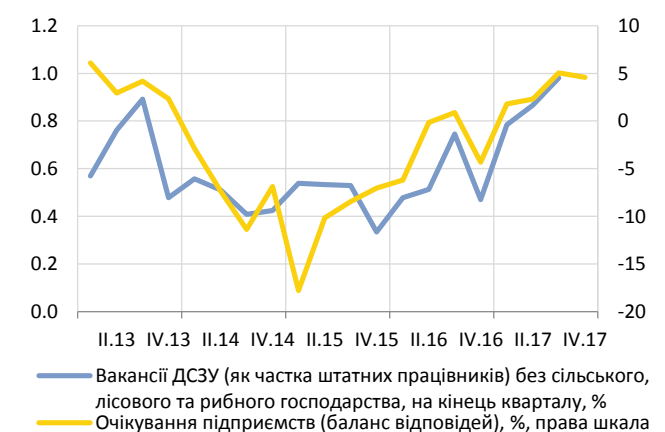
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Кількість вакансій у ДСЗУ та на work.ua, навантаження на одне вільне робоче місце



Джерело: ДССУ; work.ua; розрахунки НБУ.

Вакансії ДСЗУ (як частка штатних працівників) без сільського, лісового та рибного господарства та очікування підприємств щодо зміни кількості працівників у наступні 12 місяців



Джерело: ДССУ; ДСЗУ; розрахунки НБУ; Опитування щодо ділових очікувань підприємств НБУ.

2017 року<sup>20</sup> (найбільше в торгівлі та переробній промисловості, а також серед середніх підприємств, що мають від 50 до 250 працівників). Це насамперед вплинуло на зростання кількості вакансій у цих видах діяльності.

Високий попит на робочу силу зумовив уповільнення темпів падіння кількості штатних працівників (до 7.7 млн осіб у листопаді 2017 року), які становлять майже половину всіх зайнятих та належать до юридичних осіб та їх відокремлених підрозділів із кількістю найманих працівників 10 і більше осіб. Це передусім свідчить про пристосування цих підприємств до структурних змін, якими на початку року були зростання МЗП та припинення торгівлі з підприємствами на НКТ. Кількість зареєстрованих ФОП після масового закриття наприкінці 2016 – на початку 2017 року з лютого 2017 року стабілізувалася на рівні 1.7 – 1.8 млн осіб (за даними Opendatabot<sup>21</sup>).

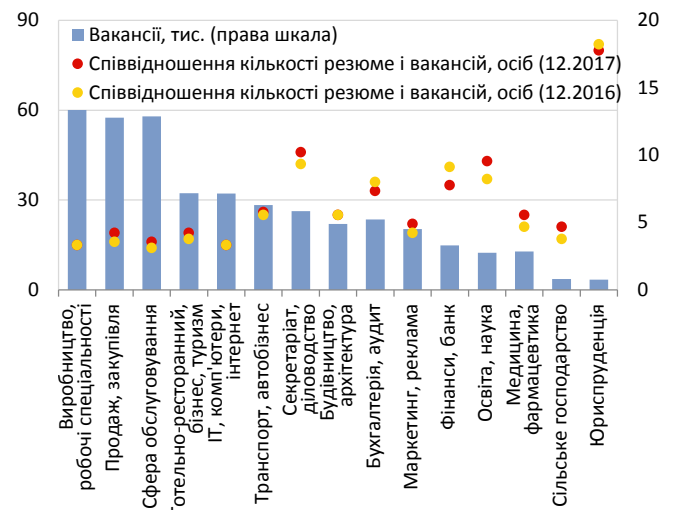
Разом з тим у 2017 році попит на ринку праці не був задоволений пропозицією. Крім демографічних причин, це може пояснюватися збереженням регіональних та кваліфікаційних диспропорцій на ринку праці, а також посиленням міграційних процесів (див. вставку “Вплив міграційних процесів на ринок праці в Україні” на стор. 28 – 30).

У III кварталі 2017 року чисельність економічно активного населення і далі скорочувалася (на 0.5% р/р до 18 млн осіб). Значною мірою це пояснювалося демографічними процесами, тоді як сезонно скоригований рівень економічної активності майже не змінився. Це може пояснюватися поверненням частини раніше неактивного населення<sup>22</sup> до активного пошуку роботи під впливом зростання заробітних плат та оголошених змін до пенсійного забезпечення (збільшення необхідного страхового стажу для призначення пенсій). Зокрема зростання економічно активного населення зафіксоване у віці 30 – 34 роки та 40 – 49 років у середньому за дев'ять місяців 2017 року (у цілому на 1.7% р/р) як серед жінок, так і серед чоловіків.

Чисельність зайнятого населення також скорочувалася (на 0.6% р/р у III кварталі 2017 року до 16.4 млн осіб). Причому зниження відбулося насамперед серед чоловіків (на 1.3% р/р), що могло бути спричинено як поширенням трудової міграції, так і зменшенням робочих місць в деяких видах діяльності, зокрема в добувній промисловості (у III кварталі кількість штатних працівників зменшилася на 8.5% р/р). Натомість серед жінок другий квартал поспіль відбувалося зростання зайнятого населення (у II та III кварталах на 0.8 р/р та 0.2% р/р відповідно).

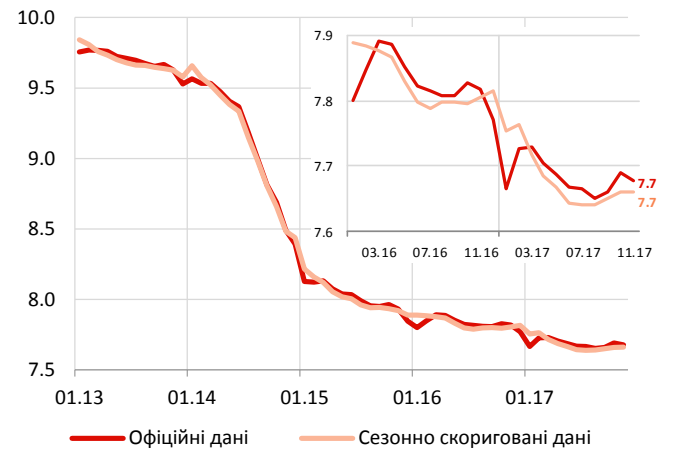
Рівень безробіття за методологією МОП (у % до економічно активного населення у віці 15 – 70 років) у III кварталі 2017 року як і в минулому кварталі в результаті сезонного зростання попиту на робочу силу (насамперед у транспорті і сільському господарстві) зменшився до 8.9%. У сезонно скоригованому вимірі рівень безробіття не змінився і залишився на високому рівні – 9.5%. Водночас у середньому за дев'ять місяців

**Вакансії на Work.ua та співвідношення кількості резюме і кількості вакансій за сферами діяльності (грудень 2017)**



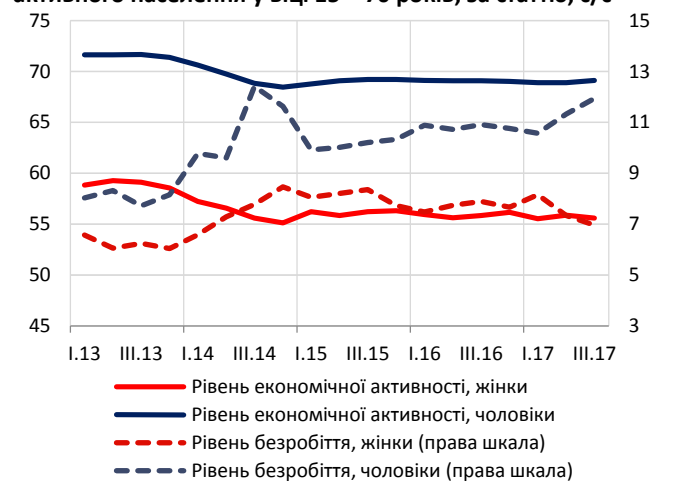
Джерело: work.ua; розрахунки НБУ.

**Середньооблікова кількість штатних працівників, млн осіб**



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

**Рівень економічної активності, % до всього населення у віці 15 – 70 років, та рівень безробіття, % до економічно активного населення у віці 15 – 70 років, за статтю, с/с**



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

<sup>20</sup> Баланс очікувань щодо зайнятості у IV кварталі 2017 року становив 4.6%, а в середньому за рік зріс до 3.4% порівняно зі зниженням у середньому у 2016 році на 2.4%.

<sup>21</sup> Дані Opendatabot можуть відрізнятися від даних ДССУ за 2017 рік, що будуть опубліковані у листопаді 2018 року (відповідно до Проекту плану державних статистичних спостережень на 2018 рік).

<sup>22</sup> До складу цієї категорії входять особи, які не бажають працювати, тому що не мають потреби (пенсіонери, студенти, особи, які виконують домашні обов'язки); особи, які зневірилися у можливості знайти роботу, а також ті, хто вважає, що немає підходящої роботи та не знає де і як її шукати. Детальніше про структуру населення див. вставку “Рівень безробіття населення за методологією МОП” в Інфляційному звіті (вересень 2015 року), стор. 24 – 25.

2017 року рівень безробіття зріс на 0.2 в. п. порівняно з аналогічним періодом минулого року та становив 9.4%.

Про збереження диспропорцій на ринку праці свідчили нерівномірність співвідношення між кількістю резюме та кількістю пропонувананих вакансій за різними сферами діяльності. За даними сайтів пошуку роботи у IV кварталі 2017 року таке співвідношення залишалося найвищим у сфері юриспруденції (76 осіб), секретаріату і діловодства (44 особи), в освіті й науці (40 осіб), у фінансовій та банківській сферах (33 особи). Диспропорції ринку праці були підсилені, з одного боку, недостатньо високим рівнем запропонованої заробітної плати пошукачам роботи<sup>23</sup>, а з іншого боку – високими кваліфікаційними вимогами, які висувають роботодавці до кандидатів на зайняття відповідних посад. Найвищий рівень безробіття (18.9%) за дев'ять місяців 2017 року зафіксовано серед молоді віком 15 – 24 роки через складнощі в працевлаштуванні після навчання. У регіональному розрізі – найвищий рівень безробіття залишався в Луганській та Донецькій областях (відповідно 16.4% та 14.5%). За даними ДСЗУ, станом на кінець грудня 2017 року понад 40% наявних вакансій припадало на м. Київ, Львівську, Київську та Дніпропетровську області.

**Доходи домогосподарств і заощадження**

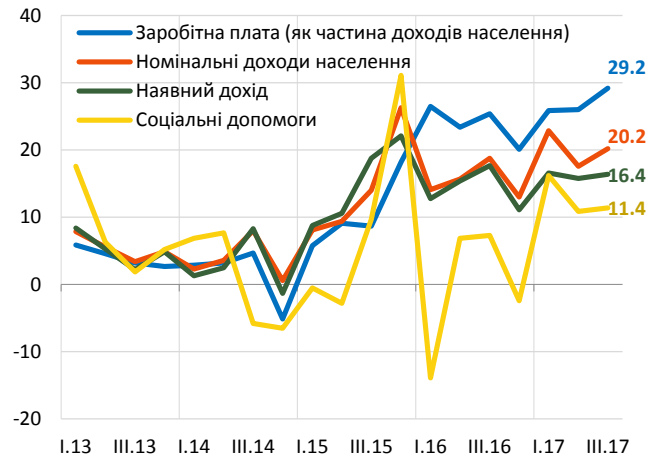
У III кварталі 2017 року зростання номінальних доходів населення прискорилося (до 20.2% р/р). Насамперед це відбулося за рахунок їх найбільшої складової – заробітної плати<sup>24</sup>, частка якої зростає порівняно з аналогічним періодом минулого року на 3.1 в. п. – до 43.3%. Водночас у III кварталі 2017 року суттєво прискорили зростання соціальні трансферти в натурі (темп їх зростання прискорився майже вдвічі порівняно з попереднім кварталом – до 37.1%). Це було пов'язано із вирішенням технічних проблем, пов'язаних із нарахуванням субсидій у попередньому кварталі в умовах змін до програми надання субсидій домогосподарствам на оплату послуг ЖКГ.

Номінальні доходи населення від ведення бізнесу (прибуток та змішаний дохід) незначно прискорили своє зростання – до 9.8% р/р, що відбулося через зростання доходів від здійснення роздрібно торгівлі та сільськогосподарської діяльності. Разом із тим доходи від власності продовжували знижуватися, проте меншими темпами, ніж у попередніх кварталах (на 0.8% р/р).

Відповідно на тлі помірного зростання наявного доходу населення (16.4% р/р) та прискорення споживчої інфляції в III кварталі 2017 року уповільнилося зростання реальних наявних доходів населення (до 0.2% р/р).

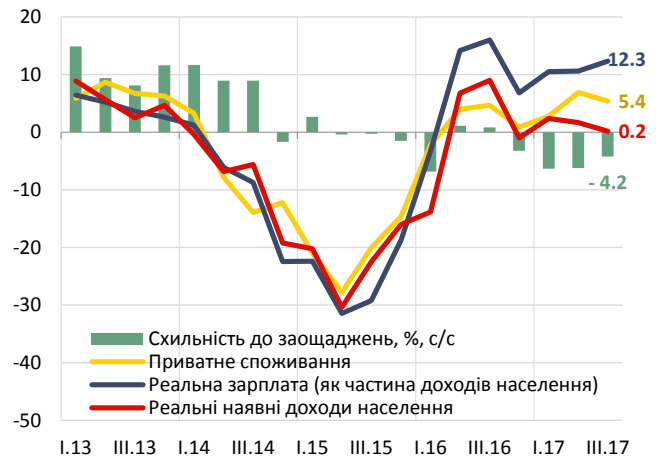
Водночас, незважаючи на низькі темпи зростання реальних наявних доходів населення, споживання товарів і послуг зростало швидше. Цьому сприяло насамперед підвищення заробітних плат. Також відбувалося помірне зростання грошових вкладів домогосподарств. Це разом зі зростанням

**Номінальна зарплата та доходи населення, % річна зміна**



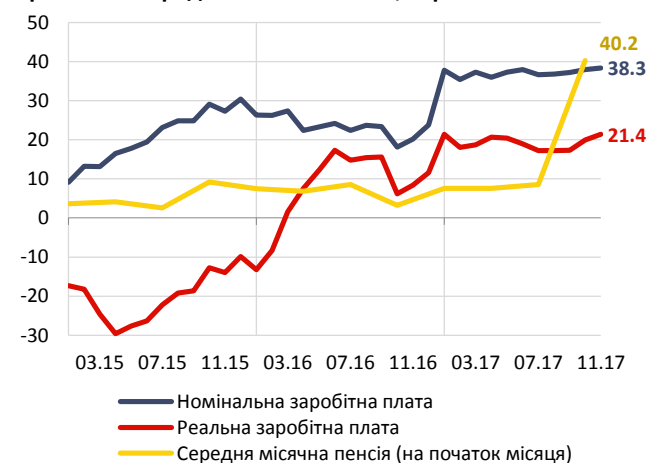
Наявний дохід = Номінальний дохід – соціальні трансферти в натурі – доходи від власності (сплачені) – поточні податки на доходи та майно.  
Джерело: ДССУ.

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



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

**Зарплата та середня місячна пенсія, % річна зміна**



Джерело: ДССУ.

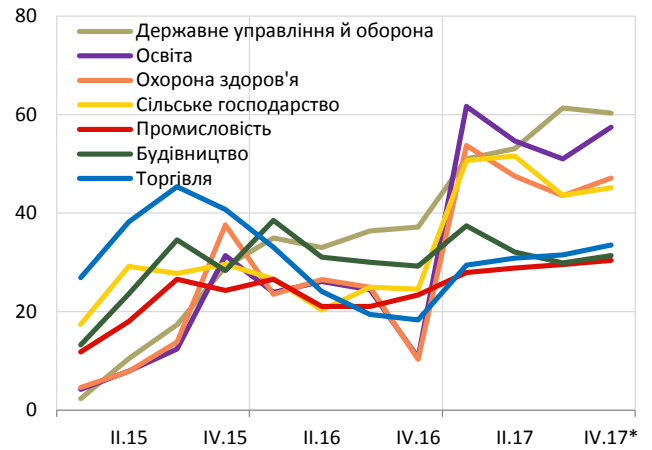
<sup>23</sup> Згідно з даними ДСЗУ, у 27% вакансій, що були актуальними на кінець листопада 2017 року, пропонувалася мінімальна заробітна плата; 41% вакансій – від мінімальної до 5 тис. грн, у 21% вакансій – від 5 до 7 тис. грн та лише в 11% вакансій запропонована зарплата перевищувала 7 тис. грн.

<sup>24</sup> Темпи зростання номінальної середньої заробітної плати (нарахованої в розрахунку на одного штатного працівника) та заробітної плати в структурі доходів відрізняються внаслідок методологічних особливостей під час здійснення відповідних розрахунків. Так розрахунки заробітної плати як частини доходів населення здійснюються на основі розширеної вибірки, зокрема враховується грошове забезпечення кадрових військових та вільнонайманого персоналу, виплати, що здійснюються в разі тимчасової втрати працездатності, заробітна плата фізичних осіб-підприємців та інші виплати, які не враховуються під час розрахунку номінальної середньої заробітної плати (нарахованої в розрахунку на одного штатного працівника).

нефінансових активів насамперед домогосподарств, зайнятих у сільському господарстві (що є традиційним для III кварталу), сприяло зростанню заощаджень (3 млрд грн). Попри це, схильність населення до заощаджень у сезонно скоригованому вимірі залишалася від'ємною, що і надалі містить ризики подальшого посилення тиску на інфляцію з боку споживчого попиту.

Підвищення з початку 2017 року мінімальної зарплати в два рази стало причиною прискорення зростання середньої заробітної плати (нарахованої в розрахунку на одного штатного працівника) як в номінальному, так і в реальному вимірі (у січні – листопаді 2017 року до 37.1% р/р та 19.1% р/р відповідно). Зростання заробітних плат було широкомасштабним за секторами економіки. Найвищими темпами очікувано зростали зарплати в секторах, що фінансуються за рахунок бюджетних коштів. Водночас високими темпами зростали зарплати й у приватному секторі протягом усього року, оскільки початковий імпульс до зростання, наданий підвищенням МЗП на початку року, надалі був підтриманий наявними диспропорціями між попитом і пропозицією. Разом із цим проведення перерахунку пенсій відповідно до пенсійної реформи надаватиме підтримку споживчому попиту як наприкінці 2017 року, так і на початку 2018 року.

#### Середня номінальна заробітна плата за видами діяльності, % річна зміна



\* за жовтень-листопад 2017 року

Джерело: ДССУ.



**Вставка: Вплив міграційних процесів на ринок праці в Україні<sup>25</sup>**

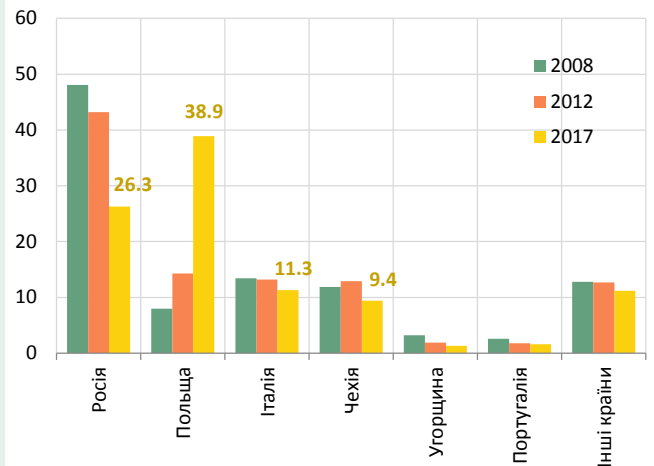
Міжнародна трудова міграція є вагомим чинником економічного розвитку як країн-реципієнтів, так і країн-донорів, оскільки її масштаби та інтенсивність суттєво впливають на стан та розвиток ринку праці, рівень зайнятості, а відтак – і на зміну як потенційного, так і фактичного ВВП. В останні роки через різний соціально-економічний розвиток та відкритість кордонів країн Європи, деякі з них, у тому числі і Україна, стикаються з проблемою відпливу робочої сили. В Україні посилення як внутрішньої, так і зовнішньої трудової міграції також було зумовлене військовою агресією, макроекономічною кризою та погіршенням добробуту домогосподарств, високим рівнем молодіжного безробіття.

У грудні 2017 року ДССУ опублікував Бюлетень “Зовнішня трудова міграція населення (за результатами модульного вибіркового обстеження)” (далі – Обстеження). Обстеження з цієї тематики також було проведено у 2008 та 2012 роках у рамках проекту ЄС “Ефективне управління трудовою міграцією та її кваліфікаційними аспектами”, що реалізується МОП разом з тресторонніми партнерами України та Молдови, Міжнародною організацією з міграції та Світовим банком, ДССУ спільно з Інститутом демографії та соціальних досліджень ім. Птухи НАН України. Відповідно до Обстеження кількість трудових мігрантів<sup>26</sup> у віці 15 – 70 років становила 1.3 млн осіб (4.5% населення відповідного віку), що на 10.3% більше, ніж за минулий період Обстеження (у 2010 – 2012 роках). За даними останнього Обстеження, майже половину всіх трудових мігрантів становили короткострокові мігранти<sup>27</sup>, 43.2% – особи, які повернулися до України, 8.3% – працівники-емігранти, які працювали за кордоном 12 місяців і більше. Найбільше українців впродовж обстежуваного періоду виїжджали на заробітки до Польщі, Росії, Італії та Чехії. Причому в останні роки потоки українських мігрантів до Польщі суттєво зросли (на тлі зростаючої економіки Польщі, спрощення правил працевлаштування, надання низки переваг та можливостей для українців, що мали карту поляка<sup>28</sup>, зрештою спрощення перетину кордону через введення безвізового режиму з країнами ЄС<sup>29</sup>). Натомість міграція до Росії зменшилася, у тому числі через складні міждержавні відносини.

Серед трудових мігрантів переважали чоловіки (70%) та особи, які мали професійно-технічну та повну загальну середню освіту (64%). Проте останнім часом спостерігається зростання кількості осіб з повною вищою та базовою або неповною вищою освітою (на 17% та 25% відповідно порівняно з минулим опитуванням).

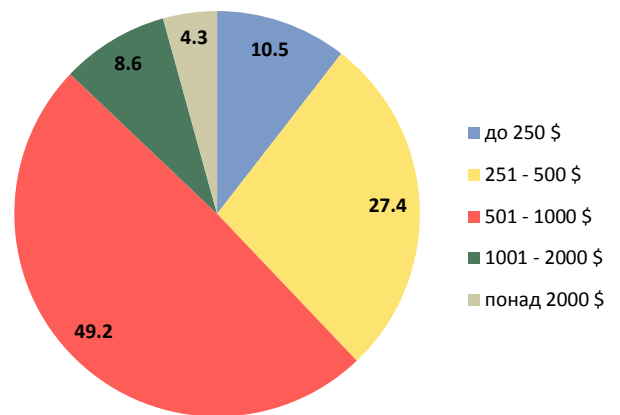
Загалом основним рушієм трудових міграційних процесів є можливість отримати за кордоном заробітну плату в 2 – 3 рази більшу, ніж в Україні. Так, за даними Обстеження, середньомісячний заробіток одного трудового мігранта становив 722 дол. США, а зарплата одного штатного працівника, зайнятого в економіці України в 2016 році – 200 дол. США (у січні – листопаді 2017 року – 262 дол. США<sup>30</sup>). Проте лише деякі мігранти за кордоном можуть знайти роботу, що відповідає їх рівню кваліфікації. За даними Обстеження, лише

**Структура трудових мігрантів за країнами перебування, % від загальної кількості**



Джерело: ДССУ.

**Трудові мігранти за розміром середньомісячного заробітку (2015-2017 роки), %**



Джерело: ДССУ.

<sup>25</sup> Аналіз здійснювався за останніми наявними даними на тлі відсутності єдиної вичерпної системи збору даних про трудову міграцію в Україні. На сьогоднішні статистичні дані про трудову міграцію збирають різні установи, а дані, отримані на рівні країн, часто суперечливі й істотно відрізняються в різних джерелах ([http://www.iom.org.ua/sites/default/files/mom\\_migraciya\\_yak\\_chynnyk\\_rozvytku\\_v\\_ukrayini.pdf](http://www.iom.org.ua/sites/default/files/mom_migraciya_yak_chynnyk_rozvytku_v_ukrayini.pdf)).

<sup>26</sup> Трудові мігранти – особи, які з 01.01.2015 до 18.06.2017 працювали або шукали роботу за кордоном.

<sup>27</sup> Короткострокові мігранти – це особи, які у визначений період спостереження були хоч раз відсутні в домогосподарстві менше року (з очікуванням на повернення впродовж наступних 12 місяців) через виконання або пошук роботи за кордоном (не включаються прикордонні маятникові мігранти та особи, які працюють та отримують заробітну плату в Україні та у зв'язку з виробничими потребами здійснюють поїздки за кордон).

<sup>28</sup> Закон “Про карту поляка” набув чинності ще у вересні 2007 року. Водночас на початку 2016 року були внесені зміни, що стосувалися фінансової підтримки зі сторони країни.

<sup>29</sup> Після введення в Україні безвізового режиму з країнами ЄС, Польща, а пізніше Угорщина надали можливість українцям влаштуватися на роботу без оформлення документів на проживання або робочої візи. Тобто громадянин України може приїхати до країни за біометричним паспортом та знайти роботу на місці. Відповідно до опитування, проведеного порталом [rabota.ua](http://rabota.ua), 41% опитаних використовує безвізовий режим для знайомства з потенційним роботодавцем.

<sup>30</sup> За середнім курсом гривні до долара США за відповідний період.

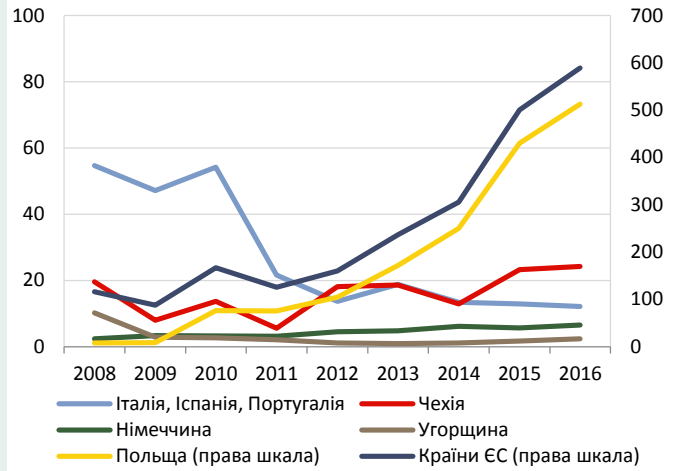
26.8% трудових мігрантів працювали за кордоном згідно з отриманою кваліфікацією, 36% трудових мігрантів працювали на роботах, що не потребували кваліфікації, майже 30% – в іншій сфері, ніж мали кваліфікацію вдома. Більшість трудових мігрантів, незалежно від рівня освіти, займалися низько кваліфікованими видами діяльності: чоловіки задіяні в будівництві, жінки – як домашні робітниці. Крім того, значна частина українських мігрантів зайнята в сільському господарстві, а саме в сезонних сільськогосподарських роботах. Однак, незважаючи на це, кількість бажаючих виїхати з України в пошуках кращої роботи і більшого заробітку досить суттєва та має тенденцію до зростання<sup>31</sup>.

**Трудові мігранти за видами економічної діяльності (2015 – 2017 роки), %**



Джерело: ДССУ.

**Кількість дозволів на проживання в ЄС, що отримали українці, тис.**



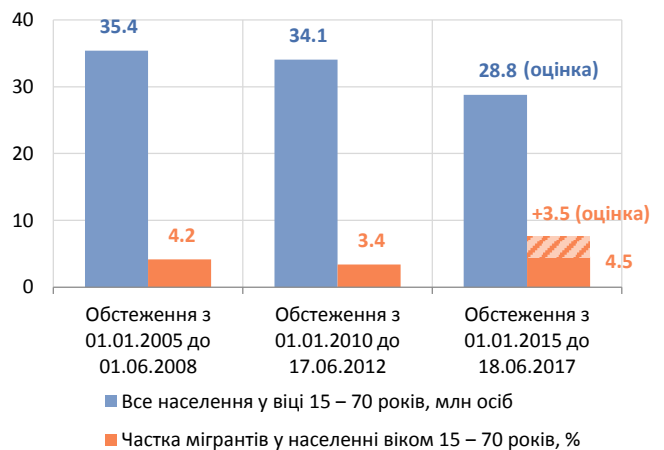
Джерело: Eurostat.

За даними Eurostat, у 2016 році українці отримали найбільшу кількість дозволів на проживання в ЄС (589 тисяч, 17.6% усіх дозволів), що на 17.8% більше, ніж у 2015 році. 87% із них надала українцям Польща, 4.1% – Чехія, що становить 87.5% та 30.3% усіх дозволів відповідної країни. 82.7% усіх дозволів українці отримали з метою працевлаштування, 4.4% – з приводу навчання, 5.5% – за сімейними обставинами. За даними Міністерства сім'ї, праці та соціальної політики Польщі, у першому півріччі 2017 року кількість заяв українських громадян, зареєстрованих службами зайнятості Польщі, становила 905 тисяч (95.5% загальної кількості всіх дозволів на працевлаштування, виданих Польщею).

Разом із тим масштаби трудової міграції можуть бути набагато більші, ніж це фіксується офіційною статистикою. Згідно з результатами дослідження, проведеного Соціологічною групою «Рейтинг» у грудні 2016 року 35% опитаних працювали за кордоном офіційно, 61% – неофіційно, 4% – не дали відповіді. За заявами експертів Інституту демографії та соціальних досліджень ім. Птухи НАН, України кількість українських трудових мігрантів можна оцінити на рівні 2.2 – 2.3 млн осіб (або 8% усього населення віком 15 – 70 років).

Міграційні процеси можуть посилитися в найближчі роки. За попередніми розрахунками Союзу підприємців і роботодавців Польщі для підтримання зростання економіки країни необхідно залучити додатково 5 млн трудових мігрантів (з усіх країн). З 01 січня 2018 року в Польщі були введені нові правила, які дають змогу громадянам України, Білорусії, Вірменії, Грузії, Молдови та Росії працювати в Польщі дев'ять місяців протягом року. Відкритість кордонів Польщі для трудових мігрантів пов'язана з великою кількістю вакансій на ринку праці, основними причинами чого, крім зростаючої економіки, є

**Усе населення у віці 15 – 70 років та частка українських мігрантів**



\* З 2014 року – без АР Крим та м. Севастополь, з 2015 року – також окремих районів Донецької та Луганської областей.

Джерело: ДССУ; Інститут демографії та соціальних досліджень ім. Птухи НАН України.

<sup>31</sup> За даними проведеного опитування порталу [rabota.ua](http://rabota.ua) на початку 2016 року, кількість бажаючих виїхати з України в пошуках кращої роботи становила 19% усіх опитаних, за даними Українського інституту соціологічних досліджень – 25%. Відповідно до дослідження, проведеного Соціологічною групою «Рейтинг» у вересні 2017 року, кількість бажаючих отримати роботу за кордоном становила 44% усіх респондентів та зроста порівняно з минулим роком на 3 в. п., а кількість бажаючих поїхати за кордон на постійне місце проживання зростає за рік на 5 в. п. до 35%.

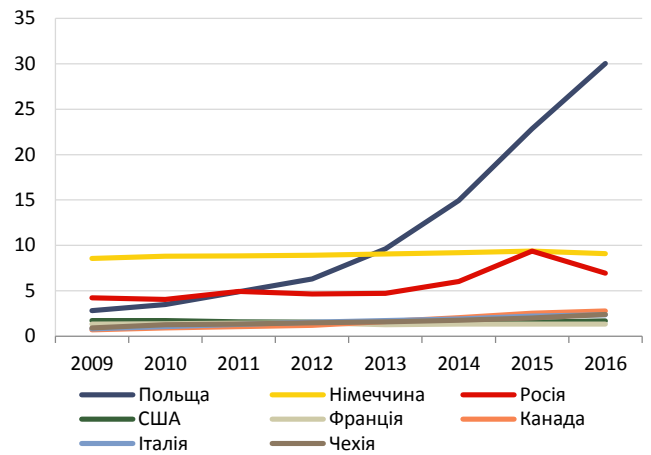
трудова міграція поляків до країн Європи (найбільше до Великобританії, Німеччини та Ірландії<sup>32</sup>). За даними звіту польської компанії Personnel Service “Барометр трудової міграції”<sup>33</sup>, за перше півріччя 2017 року 16% усіх опитаних компаній наймали або наймають українців на роботу, а українські працівники становили в основному до 5% усіх працівників польських компаній, однак у 8% компаній українці становили 26 – 50% усіх працівників. Водночас кожна п’ята компанія мала намір найближчим часом шукати працівників з України.

Додатковим ризиком активізації трудової міграції з України є збільшення кількості студентів, що здобувають освіту за кордоном. За попередніми даними центру CEDOS<sup>34</sup> кількість українських студентів в іноземних університетах у 2016/2017 навчальному році збільшилась на 56% (порівняно з 2012/2013 навчальним роком, коли розпочалося стрімке зростання кількості українців в іноземних університетах<sup>35</sup>) та становила 72 тисячі, із них більше 46% (або 33.4 тисячі) навчалась у Польщі (іншими найбільш бажаними для навчання іноземними країнами для української молоді були Німеччина та Росія).

Трудова міграція містить вагомий ризик для розвитку ринку праці та економіки в цілому, хоча може мати й позитивні наслідки. По-перше, скорочення робочої сили є суттєвим фактором зменшення рівня потенційного ВВП, що звужує можливості економічного зростання надалі. По-друге, непродуктивними стають витрати державного бюджету на навчання, розвиток та підтримку осіб, які в подальшому виїжджають за кордон. По-третє, посилюються проблеми, пов’язані зі старінням населення (особливо за умов солідарної пенсійної системи), оскільки виїжджають насамперед люди працездатного віку. Також може посилитися тиск на інфляцію з боку зростання заробітних плат, оскільки українські роботодавці для залучення нових кваліфікованих працівників або утримання наявних будуть змушені наближувати заробітні плати до рівня європейських на тлі помірніших темпів зростання продуктивності. Разом із тим трудова міграція (див. [Yavuz KÜL, 2007](#)) зменшує напругу на ринку праці (через зменшення чисельності осіб, які не можуть знайти роботу на батьківщині, див. [Oleksii Pozniak, 2012](#)), поліпшує добробут сімей заробітчанин та зменшує рівень бідності, стимулює приватне споживання. Також приватні перекази є вагомим джерелом надходження валюти в країну та можуть стати джерелом збільшення інвестицій у разі спрямування переказів трудових мігрантів на цілі розвитку бізнесу.

Згідно з економічними дослідженнями (наприклад, [M. Clemens, 2014](#)) міграційні процеси можуть послаблюватися після досягнення країною певного рівня ВВП на одну особу за паритетом купівельної спроможності. Однак хоча повернути назад міграційний потік у короткостроковому періоді достатньо складно, країни-донори вживають заходів з розвитку ринку праці (див. [A. Brown, 2012](#)), на додачу до заходів, що стимулюватимуть активне економічне зростання. У багатьох країнах Європи проводяться урядові компанії, спрямовані на переконання громадян, особливо молодих людей, повернутися на батьківщину. Наприклад, у Польщі для повернення громадян була впроваджена програма Powroty (“Повертайся”), яка надає допомогу в знаходженні житла, роботи і медичного забезпечення. У Румунії створено спеціальне об’єднання підприємств та університетів, що пропонує громадянам, які повернулися, безкоштовне навчання і привілеї під час працевлаштування, у Латвії надаються робочі місця в державному секторі тощо. Важливим елементом таких заходів є перенавчання та перекваліфікація осіб, чий професійні навички не користуються попитом, зменшення диспропорцій на ринку праці, у тому числі за рахунок забезпечення пропозиції робочої сили, яка відповідатиме потребам роботодавців, зокрема за рахунок подальшого реформування освіти. З огляду на посилення міграційних процесів з України, питання розвитку ринку праці України набуватиме все більшої актуальності.

Кількість українських студентів, які навчаються в закордонних університетах, тис. осіб



Джерело: Аналітичний центр CEDOS.

<sup>32</sup> Після вступу Польщі до ЄС у 2004 році з країни виїхало більше 2 млн осіб. Опитування соціологічного інституту IBRIS <https://www.ibris.pl/> показало, що тільки 6% працюючих поляків у Великобританії мають намір повернутися назад до Польщі. Водночас поляки очікують повернення деяких польських іммігрантів після виходу Великобританії із ЄС ([Інфляційний звіт Польщі, 07.2016](#)), проте протягом наступних двох років принаймні дві третини польських громадян, які працюють у Великобританії, будуть мати право на постійне проживання.

<sup>33</sup> [Звіт польської компанії Personnel Service](#), що спеціалізується на залученні та найму працівників з України для потреб роботодавців у Польщі “Барометр трудової імміграції”.

<sup>34</sup> [Аналітичний центр CEDOS – організація](#), що збирає та аналізує дані щодо кількості українських громадян, які навчаються у закордонних університетах (33 країни Європи, Північної Америки та Австралії).

<sup>35</sup> Зростання кількості українських студентів за кордоном найбільше прискорилося у 2014/2015 та 2015/2016 навчальних роках (за рахунок їх стрімкого зростання в Польщі – на 52.7% та 31.6% відповідно).

## 2.2.4. ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР<sup>36</sup>

Наприкінці 2017 року фінансова політика традиційно пом'якшилася. При цьому пом'якшення було суттєвішим порівняно з попереднім роком. Утім протягом більшої частини року фінансова політика визначалася стриманістю, тому за підсумками 2017 року зберігся суттєвий первинний профіцит, а загальний дефіцит зведеного бюджету залишився помірним. Значною мірою такий результат досягнуто завдяки державному бюджету (останній до листопада включно мав кумулятивний профіцит, а за рік сформувався суттєво нижчий дефіцит, ніж у 2016 році).

Протягом 2017 року доходи зведеного бюджету демонстрували високі темпи зростання, які однак у IV кварталі сповільнилися. Якщо в першій половині року стрімке збільшення доходів забезпечили неподаткові надходження<sup>37</sup> (насамперед кошти від спецконфіскації та дивіденди від господарських товариств), то починаючи з III кварталу драйвером зростання стали податкові надходження. Збільшення останніх відбулося передусім завдяки макроекономічним факторам (серед них – поживлення внутрішнього попиту на тлі поліпшення фінансового стану підприємств та зростання номінальних доходів населення).

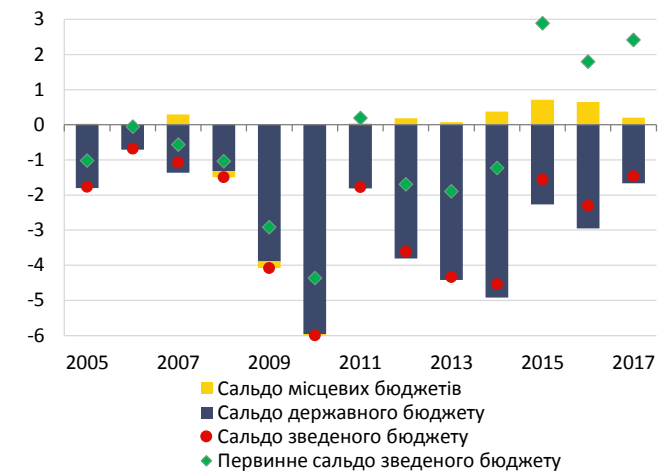
Наприкінці року відбулося стрімке нарощення видатків майже за всіма напрямками, у той час як протягом більшої частини року вони притримувалися. Однак за підсумками року темпи зростання видатків виявилися доволі помірними.

Державний і гарантований державою борг з початку 2017 року зріс на 11% до 2 142 млрд грн станом на кінець року. Зростання передусім було пов'язане з поверненням України на міжнародний борговий ринок (розміщення 15-річних ОЗДП у вересні), надходженням коштів від міжнародних партнерів та новими розміщеннями державних цінних паперів на внутрішньому ринку. Однак загалом зростання боргу було помірним, серед іншого через нижчі, ніж очікувалося на початку року, обсяги офіційного фінансування та вищі розміри погашення.

### Доходи

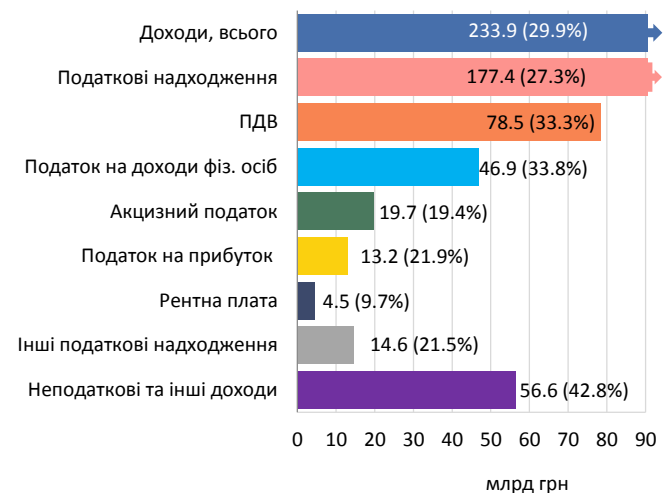
У 2017 році доходи зведеного бюджету зросли на 29.9% попри суттєве сповільнення їх темпів зростання в IV кварталі. Основною причиною сповільнення стало скорочення неподаткових надходжень (на 34% р/р). Це насамперед пов'язано з відмінностями в графіках перерахувань частини прибутку Національного банку у 2017 році порівняно з 2016 роком – увесь обсяг прибутку Національного банку за 2015 рік був перерахований трьома траншами саме в IV кварталі 2016 року, тоді як у 2017 році перерахування здійснювалися порівняно рівномірно протягом року. Водночас неподаткові надходження зберегли суттєвий внесок у зростання доходів за підсумками 2017 року. Цьому сприяли більший обсяг коштів, які перерахував Національний банк<sup>38</sup> у 2017 році як частину свого прибутку за попередній рік, значні обсяги дивідендів від господарських товариств, у статутному капіталі яких є частка держави, за результатами їх діяльності у

### Сальдо зведеного бюджету, % від ВВП



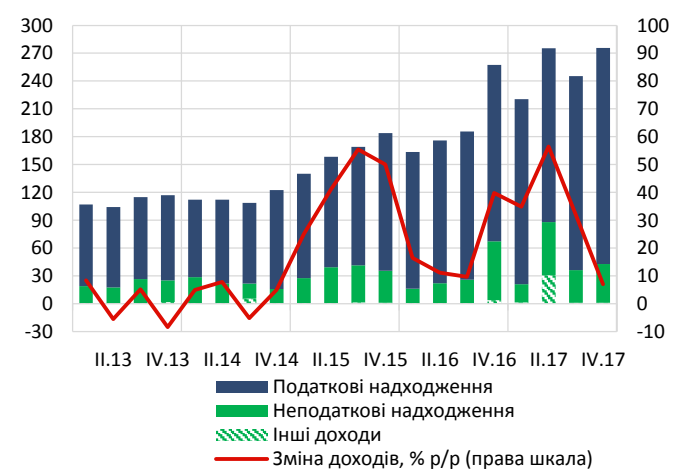
Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

### Абсолютна та відносна річні зміни доходів зведеного бюджету в 2017 році, млрд грн (% р/р)



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

<sup>36</sup> Під час розрахунків співвідношення фінансальних показників до ВВП за 2017 та 2018 роки використано оцінку номінального ВВП та прогноз НБУ.

<sup>37</sup> У аналітичних цілях неподаткові надходження включають безпосередньо неподаткові надходження за класифікацією доходів бюджету, доходи від операцій з капіталом, цільові фонди та інші доходи.

<sup>38</sup> У 2016 році НБУ перерахував до бюджету 38.2 млрд грн, тоді як у 2017 році – 44.4 млрд грн (або 5.6% доходів державного бюджету у 2017 році).



2016 році (насамперед НАК “Нафтогаз України”, який перерахував до державного бюджету дивіденди за 2016 рік у сумі 13.3 млрд грн), а також одноразові надходження – конфісковані кошти за рішенням суду.

Податкові надходження залишилися ключовим джерелом збільшення доходів зведеного бюджету як у цілому за 2017 рік, так і в IV кварталі. Високі темпи зростання були забезпечені насамперед економічними чинниками – поліпшенням фінансових результатів підприємств, зростанням номінальних заробітних плат та поживленням споживання. Так протягом усього року значними темпами зростали надходження від податку на доходи фізичних осіб. Також за підсумками року зросли надходження від податку на прибуток підприємств, що передусім зумовлено помітним поліпшенням фінансового стану підприємств, у тому числі державних (особливо НАК “Нафтогаз України”). Водночас у IV кварталі темпи зростання надходжень від податку на прибуток підприємств стрімко знизилися. Це насамперед пов’язано із змінами в його адмініструванні – у 2017 році він сплачувався виключно на кварталній основі, тоді як у листопаді-грудні 2016 року підприємства ще сплачували авансові платежі з цього податку<sup>39</sup>.

У IV кварталі збереглися високі темпи зростання надходжень від ПДВ (34.3% р/р), підтримані поживленням внутрішнього попиту, значними обсягами імпорту, у тому числі енергетичного, посиленням девальваційного тиску на гривню наприкінці року. Обсяги відшкодування ПДВ також залишилися суттєвими, хоча їх темпи зростання відчутно сповільнилися (до 6% р/р), що насамперед пов’язано з ефектом бази порівняння. У цілому за 2017 рік загальна сума відшкодованого ПДВ збільшилася на 27.2% р/р до 120 млрд грн, а завдяки запровадженню електронного реєстру (з квітня 2017 року) помітно зменшилася помісячна волатильність обсягів відшкодування. Водночас залишок сум, заявлених до відшкодування, на кінець 2017 року зріс.

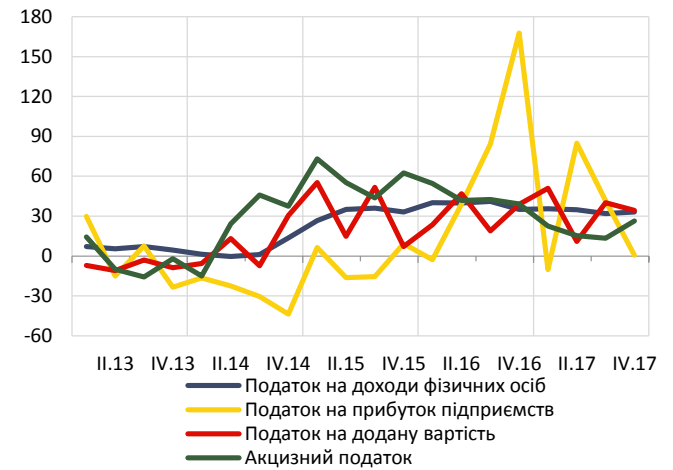
Зростання надходжень до зведеного бюджету від акцизного податку в IV кварталі відчутно прискорилося (до 26.4% р/р) унаслідок поживлення виробництва окремих підакцизних товарів та роздрібної торгівлі, послаблення гривні наприкінці року та значних обсягів імпорту. Останні фактори також вплинули на надходження від податків на міжнародну торгівлю, зростання яких прискорилося. Водночас за підсумками року податки на міжнародну торгівлю та акцизний податок мали помірні темпи зростання, останній, серед інших чинників, через зниження обсягів внутрішнього виробництва підакцизних товарів (алкогольних напоїв та тютюнових виробів) у першому півріччі.

Серед найбільших податків у IV кварталі лише рентна плата знизилася порівняно з відповідним кварталом попереднього року. Однак у цілому за рік надходження від рентної плати зросли, у тому числі через індексацію ставок та збільшення видобутку власного газу.

**Видатки**

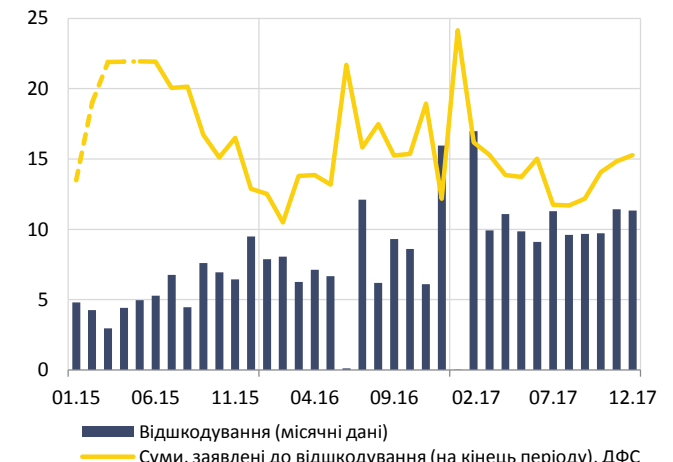
Через зміщення фінансування видатків зведеного бюджету на кінець року, їх зростання в річному вимірі в IV кварталі 2017

**Основні бюджетоутворюючі податки, %, річна зміна**



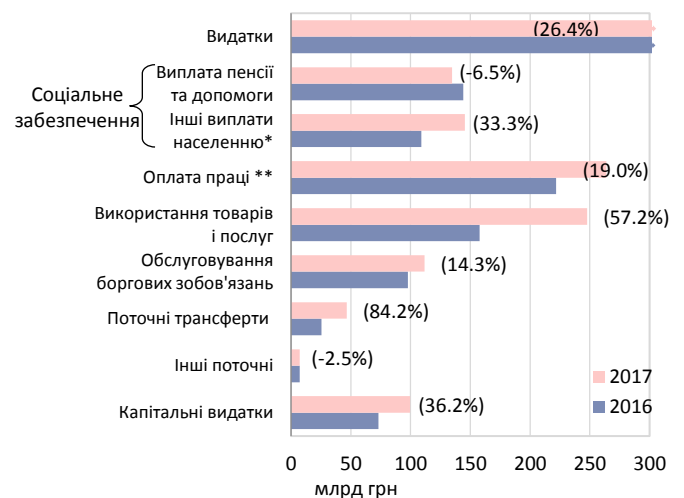
Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

**Відшкодування ПДВ та залишок сум, заявлених до відшкодування, млрд грн**



Джерело: ДКСУ, ДФС, розрахунки НБУ.

**Видатки зведеного бюджету, економічна класифікація, млрд грн (річна зміна 2017 року, %)**



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

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

Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

<sup>39</sup> Згідно зі змінами до Податкового кодексу, що набрали чинності на початку 2016 року, підприємства протягом перших трьох кварталів 2016 року сплачували податок за результатами попереднього кварталу, а в IV кварталі – авансовий внесок у сумі, що еквівалентна 2/9 сплаченого податку за перші три квартали року.

року прискорилося (до 28% р/р) попри значну базу порівняння. Це відбулося за рахунок як поточних, так і капітальних видатків.

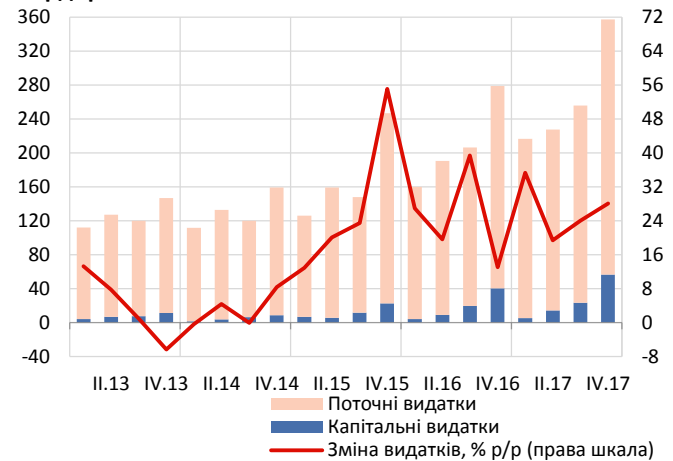
Зростання соціально спрямованих видатків прискорилося, утім дуже помірно. Так під впливом пенсійної реформи обсяги трансфертів Пенсійному фонду були найбільшими в IV кварталі 2017 року. Але їх річний обсяг залишився в межах законодавчо затверджених показників завдяки високим власним надходженням Пенсійного фонду через стрімке зростання номінальних заробітних плат. Крім того, підвищені трансферти Пенсійному фонду в IV кварталі компенсовані меншими обсягами витрат на пільги та субсидії. Попри понадпланове фінансування, видатки на надання пільг та субсидій населенню на оплату послуг ЖКГ у IV кварталі були меншими, ніж торік. Це зумовлено зростанням номінальних доходів домогосподарств на тлі помірного зростання тарифів на послуги ЖКГ у цьому році, а також зміною правил та підходів до нарахування субсидій<sup>40</sup>. Утім загалом ці видатки за підсумками року значно перевищили минулорічні обсяги. Витрати на оплату праці цього кварталу дещо прискорили зростання, однак у цілому за рік зростання було стриманим.

Серед інших напрямів поточних видатків витрати на використання товарів та послуг разом з поточними трансфертами підприємствам зберегли високі темпи і мали суттєвий внесок у загальне зростання видатків і в IV кварталі, і за підсумками року. Зростання витрат на використання товарів і послуг у цьому кварталі дещо сповільнилося, однак залишилося суттєвим (47.6% р/р), зокрема за рахунок витрат на продукти харчування та фінансування заходів із реалізації державних (регіональних) програм. Натомість витрати на поточні трансферти підприємствам, які серед інших напрямів включають надання дотацій сільськогосподарським виробникам, у IV кварталі продовжували зростати прискореними темпами та за підсумками року продемонстрували суттєве зростання.

У IV кварталі очікувано високими були обсяги витрат на обслуговування боргових зобов'язань, однак у річному вимірі зростання було помірним як цього кварталу, так і за підсумками року. У IV кварталі унаслідок проведеного правочину з ОВДП ([репрофайлінгу](#)), які були в портфелі НБУ, у жовтні разом з плановими платежами сплачено нарахований дохід за облігаціями, що підлягали правочину (відповідно до процедури репрофайлінгу). Водночас уже в листопаді-грудні обсяги витрат на обслуговування внутрішнього боргу передбачувано зменшилися. Витрати на обслуговування зовнішніх зобов'язань також помірно збільшилися в IV кварталі.

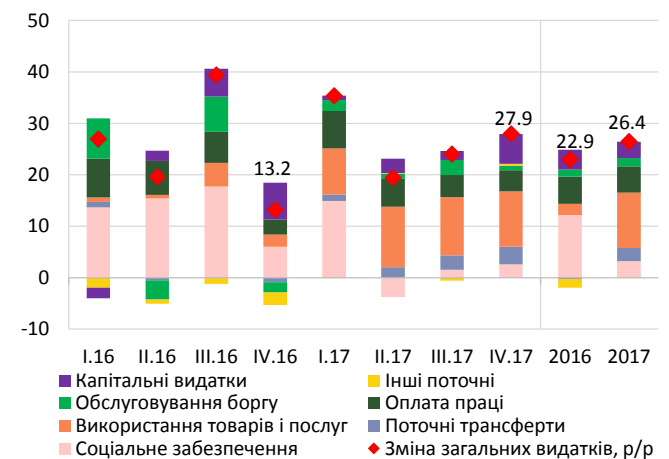
Зростання капітальних видатків у IV кварталі прискорилося навіть на тлі високої бази порівняння. Капітальні видатки здійснювалися передусім за рахунок місцевих бюджетів, зокрема кошти спрямовувалися на поліпшення дорожньої інфраструктури. У цілому за 2017 рік темпи зростання капітальних видатків були на високому минулорічному рівні (36.2% р/р), зокрема завдяки коштам від митного

**Видатки зведеного бюджету, економічна класифікація, млрд грн**



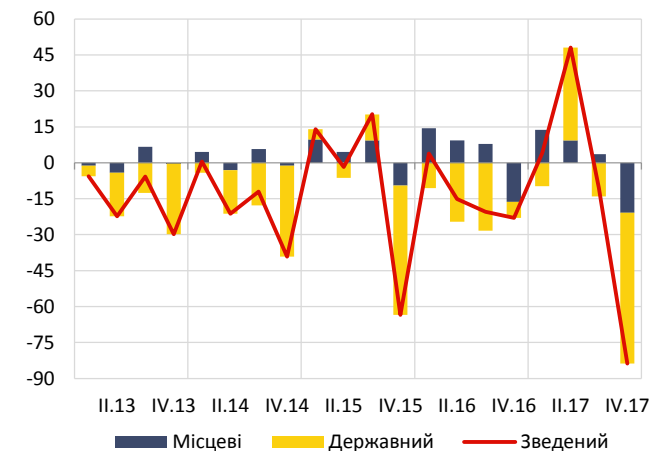
Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

**Внески в зростання видатків зведеного бюджету, в. п.**



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

**Показники сальдо зведеного бюджету, млрд грн**



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

<sup>40</sup> Згідно з постановою КМУ від 26.04.2017 № 300 "Про внесення змін до деяких постанов Кабінету Міністрів України", що набрала чинності 01 травня 2017 року, збільшено соціальну норму житла для домогосподарств, що складаються з однієї або двох непрацездатних осіб, а також ураховуються доходи для призначення субсидії не за попередній календарний рік, а за чотири квартали перед зверненням.

експерименту<sup>41</sup>, і їх частка в загальних видатках підвищилася (до 9.4% у 2017 році з 8.7% у 2016 році).

У цілому, попри традиційне нарощення наприкінці року, річні темпи зростання видатків були досить стриманими (на 26.4%) та помірно перевищили обсяг 2016 року.

**Сальдо**

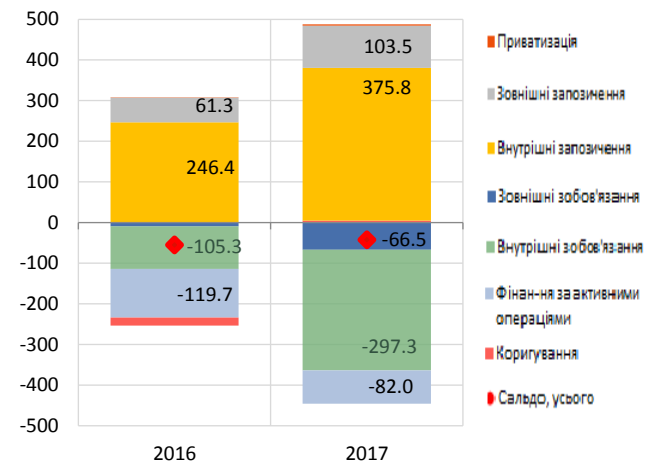
У IV кварталі від’ємне сальдо зведеного бюджету передбачувано збільшилося (до 83.7 млрд грн) насамперед унаслідок стрімкого надолуження виконання видатків. Від’ємне сальдо як державного, так і місцевих бюджетів у цьому кварталі сягнуло найбільших значень порівняно з попередніми роками.

До листопада включно зберігався високий кумулятивний профіцит зведеного бюджету (33.9 млрд грн), сформований бюджетами усіх рівнів. Однак у грудні утворився надвисокий дефіцит зведеного бюджету (76 млрд грн), що було зумовлено надолуженням фінансування видатків та незначним зростанням доходів. Утім, незважаючи на значний грудневий дефіцит, у цілому за 2017 рік від’ємне сальдо зведеного бюджету було помірним та нижчим, ніж у 2016 році (42.1 млрд грн та 54.8 млрд грн відповідно). Також зведений бюджет мав суттєве первинне сальдо (біля 70 млрд грн за 2017 рік).

Основним джерелом фінансування дефіциту залишалися кошти, залучені за борговими операціями, хоча у 2017 році збільшилося фінансування за рахунок приватизаційних надходжень – 3.4 млрд грн (однак вони становили лише біля 20% від запланованого). Левову частку запозичень на внутрішньому ринку становили папери зі строком обігу від одного до трьох років. Тривало розміщення ОВДП, номінованих в іноземній валюті (1.8 млрд дол. США у 2017 році). Крім цього, здійснено випуски ОВДП для формування статутного капіталу банків. Також у 2017 році отримані кошти від зовнішніх боргових операцій (розміщення ОЗДП у вересні та співпраця з міжнародними партнерами). Водночас у 2017 році суттєво збільшилися обсяги погашення як за внутрішніми, так і зовнішніми зобов’язаннями.

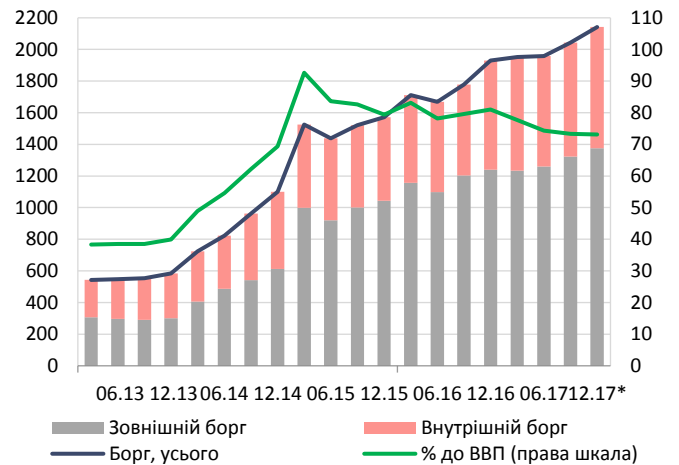
Ураховуючи усі боргові операції, що проведені протягом року (у тому числі проведений правочин з ОВДП, які були в портфелі НБУ), державний та гарантований державою борг збільшився відносно початку року на 11% станом на кінець грудня 2017 року. Натомість завдяки швидшому зростанню номінального ВВП та помірній волатильності курсу гривні співвідношення боргу до ВВП упродовж року поступово знижувалося.

**Фінансування дефіциту зведеного бюджету, млрд грн**



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

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



\* ВВП за 2017 рік – оцінка НБУ.  
Джерело: МФУ; ДССУ; розрахунки НБУ.

<sup>41</sup> Експеримент із фінансового забезпечення реалізації заходів щодо розвитку автомобільних доріг відбувається згідно з пунктом 33 розділу VI Прикінцеві та перехідні положення Бюджетного кодексу України. Він полягає в спрямуванні 50% перевиконання загального обсягу щомісячних індикативних показників надходжень митних платежів (мити, акцизний податок та ПДВ із ввезених товарів), визначених у розписі державного бюджету за загальним фондом, до спецфондів місцевих бюджетів з метою фінансування реконструкції, поточного ремонту автомобільних доріг. Зазначені кошти зараховуються до загального фонду державного бюджету, а потім спрямовуються до спецфондів місцевих бюджетів.

### Вставка: Основні параметри Державного бюджету України на 2018 рік

Державний бюджет на 2018 рік розроблено на основі макроекономічних показників (зростання реального ВВП на 3%, споживча інфляція на кінець року – 9.0%), які близькі до значень, прогнозованих НБУ. Законом<sup>42</sup> передбачено стримане зростання доходів, передусім за рахунок неподаткових та інших надходжень. Водночас видатки зростатимуть швидше, ніж доходи. Це зумовить розширення дефіциту порівняно з показниками 2017 року – до 2.4% ВВП, хоча первинне сальдо залишиться додатним та становитиме 1.5% ВВП. Ураховуючи методологічні розбіжності щодо врахування в доходах бюджету коштів від спеціальної конфіскації<sup>43</sup>, дефіцит може перевищувати цільовий показник МВФ. Крім того, за оцінками НБУ, існують ризики неповного виконання доходів бюджету, перегляду видатків у бік збільшення та недоотримання ресурсів за неборговими джерелами фінансування. У цілому, фіскальна політика у 2018 році носитиме проінфляційний характер, хоча й надасть певного фіскального стимулу економічному зростанню через активізацію споживчого попиту та продовження фінансування видатків розвитку.

Згідно з законом, доходи бюджету зростуть на 15.7% порівняно з фактичним виконанням дохідної частини державного бюджету в 2017 році. Таке відносно помірне зростання відбудеться передусім через нижчі темпи зростання неподаткових та інших надходжень, зокрема через суттєво менші надходження коштів від конфіскації (4.7 млрд грн порівняно з 29.7 млрд грн у 2017 році). Крім того, зростання неподаткових надходжень відображає закладені в бюджет підвищені обсяги перерахувань НБУ<sup>44</sup>, чистий прибуток та дивіденди від господарських товариств, у статутному капіталі яких є частка держави, а також надходження від надання 4G-ліцензій. Значна частина цих надходжень не носить системного характеру, а їх фактичне виконання може відчутно відхилитися від запланованих показників.

Зростання податкових надходжень заплановано на 21.2%. Порівняно з попередніми роками, план податкових надходжень розроблено з урахуванням незначних податкових змін – індексація окремих ставок та низка заходів щодо поліпшення адміністрування. Ключові ставки та підходи до оподаткування залишаються незмінними. Однак співвідношення податкових надходжень до прогнозованого ВВП у 2018 році зростає. З одного боку, це може відображати поліпшення адміністрування та подальшу детінізацію економіки, а з іншого – ризики завищеного плану податкових надходжень. Зокрема, одним з таких ризиків є продовження митного експерименту до 1 січня 2019 року, оскільки у 2017 році перераховані до спецфондів місцевих бюджетів кошти від нього більше, ніж у 2 рази перевищували план. Також оптимістичним виглядає зростання надходжень від ПДВ з вироблених товарів (з урахуванням відшкодування) майже на 33%, ураховуючи, що у 2017 році план надходжень від нього був недовиконаний на 22%. У 2017 році неповне виконання надходжень від ПДВ з вироблених товарів було з надлишком компенсоване суттєво вищими, ніж передбачалося, надходженнями від ПДВ з ввезених товарів. Однак план надходжень останніх у 2018 році (зростання майже на 20%) також виглядає достатньо амбітним.

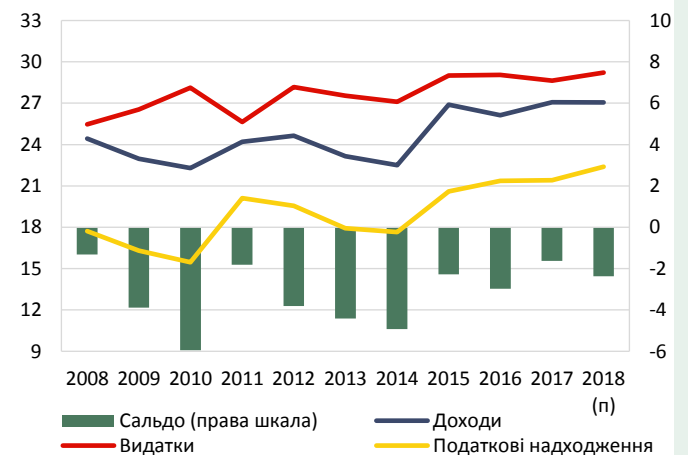
Видатки збільшуються майже за всіма напрямками, найбільше на оновлення дорожньої інфраструктури, енергетику та агропромисловий комплекс (у тому числі на фінансову підтримку сільськогосподарських виробників), а також на подальше посилення обороноздатності. Як наслідок, відношення видатків до ВВП теж зростає. Натомість частка соціально спрямованих видатків у загальних видатках дещо зменшиться. Так витрати на надання пільг та субсидій населенню на оплату послуг ЖКГ утримуються майже на рівні 2017 року, що насамперед пов'язано з поліпшенням

#### Ключові параметри державного бюджету

Показники, млрд грн	2016		2017		2018	
	Факт	Закон	Факт	Закон	Факт	Закон
Доходи	616.3	771.0	793.3	917.9		
річна зміна, %	15.3	25.1	28.7	15.7		
Податкові надходження	503.9	630.1	627.2	759.9		
річна зміна, %	23.1	25.0	24.5	21.2		
Неподаткові надходження	103.6	112.1	128.4	145.0		
річна зміна, %	-13.6	8.2	23.9	12.9		
Інші доходи	8.8	28.8	37.7	13.0		
Видатки	684.7	841.4	839.2	991.7		
річна зміна, %	18.7	22.9	22.6	18.2		
Кредитування	1.7	7.5	1.9	6.8		
Сальдо ("-" дефіцит)	-70.1	-77.9	-47.8	-80.6		

Джерело: ДКСУ, ВРУ; розрахунки НБУ.

#### Основні показники державного бюджету, % до ВВП



Джерело: ДКСУ; Закон про Державний бюджет на 2018 рік; ВВП у 2017 році – оцінка НБУ та ВВП у 2018 році – прогноз НБУ.

<sup>42</sup> Закон України "Про державний бюджет України на 2018 рік".

<sup>43</sup> Зазначені кошти можна класифікувати як "Фінансування бюджету за типом боргового зобов'язання", оскільки за своєю економічною суттю вони не є сталим джерелом доходів.

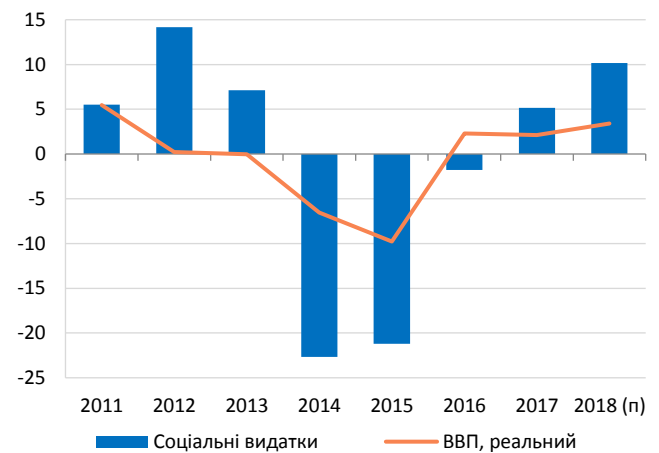
<sup>44</sup> Перерахування НБУ частини прибутку за попередній рік 50.5 млрд грн у 2018 році порівняно з 44.4 млрд грн у 2017 році.



фінансового стану домогосподарств (зокрема під впливом збільшення МЗП та осучаснення пенсій у 2017 році). Підтримка Пенсійного фонду зменшується через перерозподіл витрат на користь субвенції місцевим бюджетам на виплату соціальних допомог, у тому числі особам, які не мають права на отримання пенсії (у рамках пенсійної реформи). Утім, підтримка Пенсійного фонду з бюджету, як і в цілому частка соціально спрямованих витрат у загальних видатках державного бюджету, залишається суттєвою.

Крім того, існує значна ймовірність перегляду видаткової частини в бік збільшення. Ключові ризики належать насамперед до соціально спрямованих видатків. Так відповідно до закону зростання мінімальної заробітної плати суттєво уповільнюється порівняно з 2017 роком (на 16.3% – до 3 723 грн), однак передбачена можливість її підвищення до 4 200 гривень за підсумками I кварталу. Також більшими можуть виявитися потреби Пенсійного фонду в коштах на фінансування пенсій, що потребуватиме додаткової фінансової підтримки з державного бюджету. Зокрема у 2017 році осучаснення пенсій потребувало більше коштів, ніж це попередньо оцінювалося урядом. Разом з цим оголошено ініціативу здійснити осучаснення пенсій військовим у 2018 році. Крім того, у 2018 році більшою, ніж заплановано в законі, може виявитися потреба в коштах на надання пільг та субсидій населенню на оплату послуг ЖКГ: у 2017 році план відповідних витрат збільшувався тричі (з 47.1 млрд грн до 68.8 млрд грн), а фактично було профінансовано ще більшу суму (на близько 1 млрд грн).

ВВП та соціально спрямовані видатки\* СЗДУ, річна зміна, %



\*Оплата праці з нарахуваннями, соціальне забезпечення та пенсійні виплати Пенсійним фондом. Соціальні видатки дефльовано на ІСЦ.

Джерело: ДССУ; ДКСУ; Закон про Державний бюджет на 2018 рік; розрахунки НБУ.

Основне фінансування дефіциту традиційно передбачається за рахунок боргових джерел, зокрема плануються більш внутрішні залучення, а також збільшено план щодо приватизаційних надходжень (до 21.3 млрд грн). Ризик невиконання останніх існує навіть попри прийняття закону про приватизацію, який покликаний прискорити, спростити та зробити більш прозорими приватизаційні процеси. Водночас запуск приватизаційного процесу вимагає також прийняття низки інших підзаконних актів до вже прийнятого закону, що може затягнутися в часі.

За оцінками НБУ, фіскальна політика у 2018 році суттєво пом'якшиться насамперед через зростання соціально-спрямованих видатків сектору загальнодержавного управління (уключаючи видатки Пенсійного фонду). Також значними темпами триватиме зростання видатків розвитку, що разом з активізацією споживчого попиту надаватиме стимулів економічному зростанню. Однак збільшення соціальних видатків у реальному вимірі темпами, що перевищують зростання економіки, буде додатковим проінфляційним чинником (детальніше – у розділі “3.3. Реальна економіка” на стор. 57).

**Параметри доходної частини державного бюджету**

млрд грн	2017		2018		2016	2017	2018	
	Факт	% до плану	Закон	% річна зміна				
<b>Податкові надходження, у т. ч.</b>	<b>627.2</b>	<b>-0.5</b>	<b>759.9</b>	<b>24.5</b>	<b>21.2</b>	<b>21.1</b>	<b>21.4</b>	<b>22.4</b>
ПДФО	75.0	-2.8	91.1	25.5	21.4	2.5	2.6	2.7
ППП	66.9	-0.3	82.3	23.1	23.0	2.3	2.3	2.4
Акцизний податок	108.3	-4.4	124.1	20.2	14.6	3.8	3.7	3.7
Податок на додану вартість	314.0	3.7	384.3	33.3	22.4	9.9	10.7	11.3
ПДВ з вироблених товарів з урахуванням відшкодування	63.5	-22.2	84.3	17.4	32.9	2.3	2.2	2.5
ПДВ з ввезених товарів	250.5	13.2	300.0	38.1	19.7	7.6	8.6	8.8
<b>Неподаткові надходження</b>	<b>128.4</b>	<b>14.2</b>	<b>145.0</b>	<b>23.9</b>	<b>12.9</b>	<b>4.3</b>	<b>4.4</b>	<b>4.3</b>
<b>Інші доходи, у т. ч.</b>	<b>37.7</b>	<b>31.1</b>	<b>13.0</b>	<b>330.5</b>	<b>-65.5</b>	<b>0.4</b>	<b>1.3</b>	<b>0.4</b>
Конфісковані кошти та кошти отримані від реалізації майна, конфіскованого за рішенням суду за вчинення корупційного та пов'язаного з корупцією правопорушення	29.7	31.5	4.7	-	-84.2	-	1.0	0.1

Джерело: ДКСУ, ВРУ.

## 2.2.5. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС

Третій рік поспіль платіжний баланс України зведено з профіцитом. Більше того, додатне сальдо зведеного платіжного балансу за 11 місяців 2017 року збільшилося порівняно з відповідним періодом 2016 року (до 2.5 млрд дол. США), незважаючи на розширення дефіциту торгівлі товарами (до 7.8 млрд дол. США) через припинення торгівлі з НКТ та подальше зростання інвестиційного імпорту.

Розірвання виробничих ланцюгів, пов'язане з припиненням торгівлі з НКТ, очікувано зумовило зниження фізичних обсягів експорту чорних металів. Однак у цілому експорт товарів зростав високими темпами (20.1% р/р за 11 місяців 2017 року) завдяки збільшенню поставок продовольчих товарів, сприятливій зовнішній ціновій кон'юктурі та швидшому пристосуванню підприємств ГМК до нових умов. Водночас зростання імпорту (21.8% р/р) випереджало експорт унаслідок збільшення енергетичного імпорту, зокрема через дефіцит вугілля на внутрішньому ринку, значна частина якого в попередні роки постачалася з НКТ, високі темпи зростання інвестиційного та поживлення споживчого імпорту.

Розширення дефіциту торгівлі було компенсоване збільшенням профіциту рахунку вторинних доходів та зменшення дефіциту первинних доходів насамперед завдяки стійкому зростанню приватних переказів. Як наслідок, від'ємне сальдо поточного рахунку залишилося на рівні 2016 року (3 млрд дол. США за 11 місяців 2017 року).

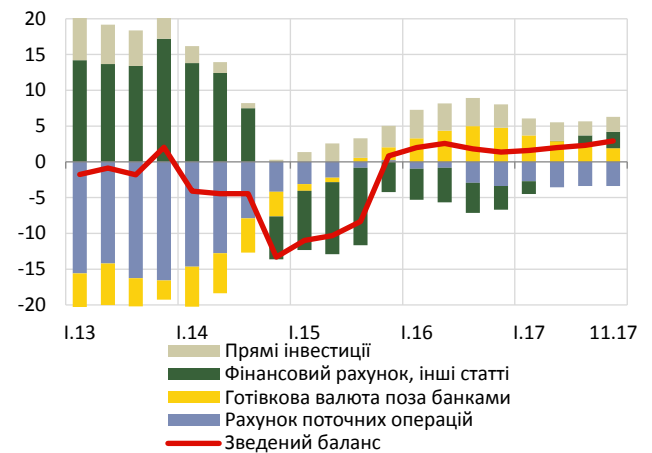
У 2017 році збільшилися надходження за фінансовим рахунком (до 5.5 млрд дол. США за 11 місяців 2017 року). Цьому насамперед сприяли активні залучення валютних ресурсів Урядом України на зовнішньому та внутрішньому ринках. Також відчутним залишався внесок від надходжень ПІІ та зменшення готівкової валюти поза банками, хоча й у менших обсягах, ніж у 2016 році.

Завдяки профіциту зведеного платіжного балансу та отриманню траншу за програмою EFF з МВФ міжнародні резерви станом на кінець року зросли до 18.8 млрд дол. США, або 3.6 місяця імпорту майбутнього періоду.

### Рахунок поточних операцій

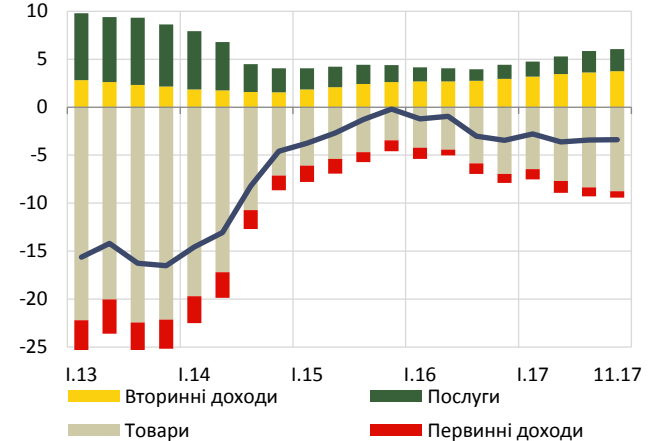
У січні – листопаді 2017 року дефіцит торгівлі товарами збільшився до 7.8 млрд дол. США (порівняно з 6 млрд дол. США у відповідному періоді 2016 року). Розширення дефіциту значною мірою було очікуваним, оскільки розрив виробничо-логістичних зв'язків з підприємствами на НКТ негативно позначився на обсягах виробництва та експорті чорних металів та збільшив потребу в енергетичному імпорті, насамперед унаслідок дефіциту вугілля (антрациту та коксівної групи) на внутрішньому ринку. Однак уже в середині 2017 року мікродані, галузеві та зовнішньоторговельні показники свідчили, що галузь адаптувалася до нових умов швидше, ніж очікувалося на початку 2017 року. Більше того, у жовтні-листопаді 2017 року фізичні обсяги експорту чорних металів відповідали рівню відповідного періоду 2016 року, а завдяки зростанню світових цін вартісні обсяги були вищими на 34.6% р/р, зумовивши прискорення зростання загальних обсягів експорту товарів до 17.3% р/р (з 14% р/р у III кварталі 2017

**Зведений платіжний баланс\*, млрд дол. США, 12-місячна плинна**



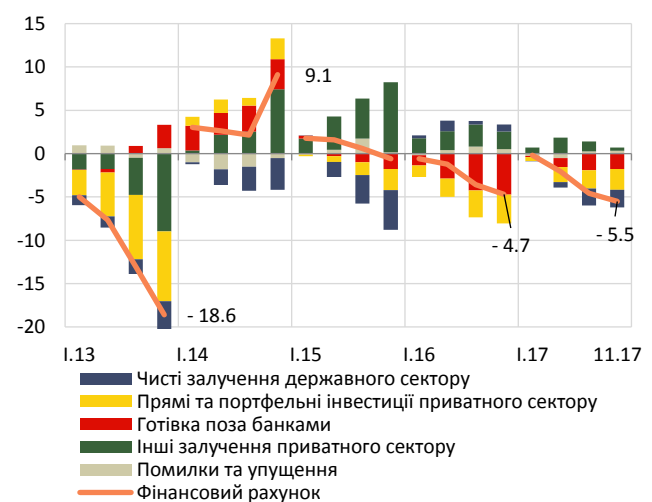
\* Додатні значення – приплив капіталу  
Джерело: НБУ.

**Рахунок поточних операцій, млрд дол. США, 12-місячна плинна**



Джерело: НБУ.

**Фінансовий рахунок: чисті зовнішні активи, млрд дол. США, наростаючим підсумком з початку року**



Джерело: НБУ.

року). Водночас високий попит з боку металургії призвів до зниження фізичних обсягів експорту залізних руд на 7.2% р/р. Проте завдяки зростанню цін українського експорту вартісні обсяги експорту руд збільшилися на 21.8% р/р.

Прискорення зростання експорту чорних металів наприкінці 2017 року переважило істотне сповільнення зростання експорту продовольчих товарів (до 3.8% р/р у жовтні-листопаді), яке відбулося насамперед за рахунок зниження експорту зернових культур (на 9.7% р/р). Так фізичні обсяги експорту кукурудзи в жовтні-листопаді зменшилися на 42.5% р/р, що зумовлено не лише нижчим урожаєм цієї культури, а й низькими світовими цінами на кукурудзу. Також на тлі нижчого врожаю соняшника поточного року очікувано сповільнилося зростання експорту олії та жирів (до 1.7% р/р). Однак завдяки високим обсягам експорту зернових, олії та жирів у першій половині 2017 року, у цілому за 11 місяців їх експорт зріс на 9.9% р/р та 21.2% р/р відповідно.

Крім того, у жовтні-листопаді тривало зростання експорту інших продовольчих товарів, зокрема молочних (60.2% р/р) та м'ясних продуктів (3.7% р/р), хоча його темпи сповільнилися як через зниження світових цін, так і обмежену пропозицію (насамперед м'яса ВРХ та свиней). Однак через інтенсивний експорт цих продуктів у першій половині року в цілому за 11 місяців відбулося стрімке зростання експорту молочних та м'ясних продуктів – 49.4% р/р та 36.5% р/р відповідно.

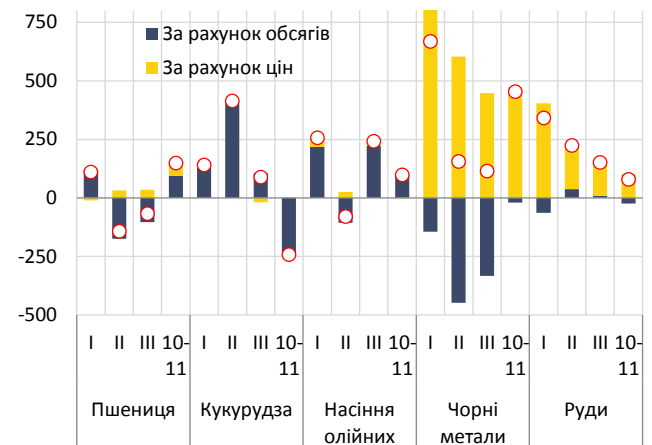
У регіональному розрізі в структурі експорту тривало зростання частки Європи та Америки (до 36.1% та 2.8% за 11 місяців 2017 року порівняно з 32.7% та 2.2% у 2016 році) за рахунок продовольчих товарів (насіння олійних, олія та овочі). Натомість скорочення поставок зернових позначилося на експорті до країн Африки (частка регіону знизилася до 10.2%), а зниження поставок машинобудівної продукції (передусім турбореактивних двигунів до Росії) спричинило зменшення експорту до країн СНД (їх частка знизилася до 17.4%).

Припинення торгівлі з НКТ зумовило істотне нарощення закупівель вугілля починаючи з травня, а в жовтні-листопаді фізичні обсяги його імпорту збільшилися в 1.7 раза порівняно з відповідним періодом минулого року. Також закупівлі більш дорогого американського вугілля наприкінці року призвели до подвійного зростання вартісних обсягів імпорту вугілля. Проте через легкість транспортування та цінову привабливість частка Росії в імпорті вугілля залишалася високою (70% порівняно з 20% імпорту з США). У результаті зростання імпорту товарів у жовтні-листопаді прискорилося до 19.5% р/р.

Водночас зростання енергетичного імпорту в жовтні-листопаді дещо сповільнилося (до 25.9% р/р з 39.6% у III кварталі) насамперед через природний газ. У цілому за 11 місяців імпорт газу збільшився в 1.5 раза. Попри збереження обсягів закупівель на рівні попередніх місяців висока база порівняння минулого року призвела до зниження імпорту газу в жовтні-листопаді на 9.8% р/р. У цілому обсяги імпорту газу у 2017 році перевищили очікування через активізацію його закачування приватними імпортерами.

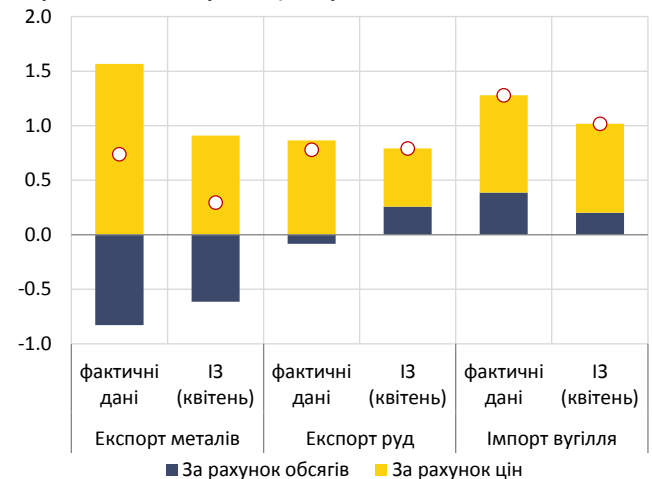
Серед драйверів зростання імпорту у 2017 році була також продукція хімічної промисловості. Високий попит на добрива з боку агросектору зумовив зростання імпорту цієї групи на

**Річна зміна експорту окремих товарів у 2017 році, млн дол. США**



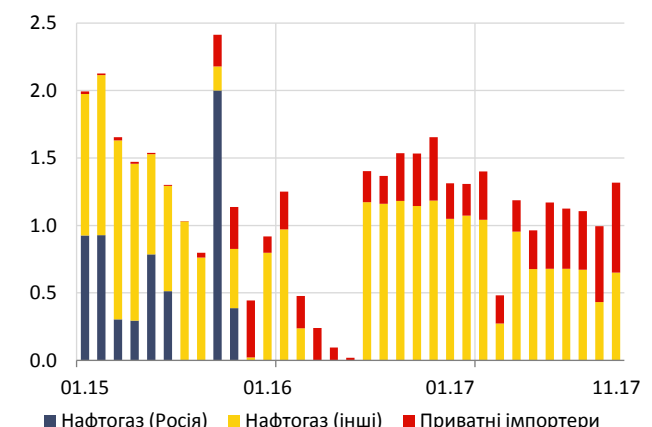
Джерело: розрахунки НБУ.

**Вплив припинення торгівлі з НКТ на обсяги експорту та імпорту окремих товарів у 2017 році (прогноз та факт порівняно з 2016 роком), млрд дол. США**



Джерело: ДФС, розрахунки НБУ.

**Імпорт газу, млрд м³**



Джерело: ДССУ, Укртрансгаз, Нафтогаз.

39% р/р за 11 місяців 2017 року. Більше того, попри введення антидемпінгових мит<sup>45</sup> зростання імпорту добрив у жовтні-листопаді прискорилося (до 50.3% р/р з 25.1% р/р у III кварталі). Підвищеним попитом користувалися добрива з двома-трьома поживними елементами в складі, виробництва яких в Україні зараз майже немає. Натомість завдяки відновленню роботи деяких вітчизняних хімічних заводів знизився імпорт азотних та калійних добрив. Також на тлі активізації програми державних закупівель збільшився імпорт фармацевтичної продукції.

Високий інвестиційний попит був одним з драйверів імпорту у 2017 році, насамперед за рахунок продукції машинобудування сільськогосподарської техніки та легкових автомобілів. Водночас на тлі скорочення експортної виручки аграріїв та надання переваги вживаним автомобілям у жовтні-листопаді зростання імпорту вищезгаданої продукції машинобудування дещо сповільнилося. Імпорт продукції машинобудування за 11 місяців збільшився на 31.6% р/р. У результаті частка засобів виробництва в імпорті збільшилася до 19.2% за 10 місяців 2017 року (18.2% у 2016 році).

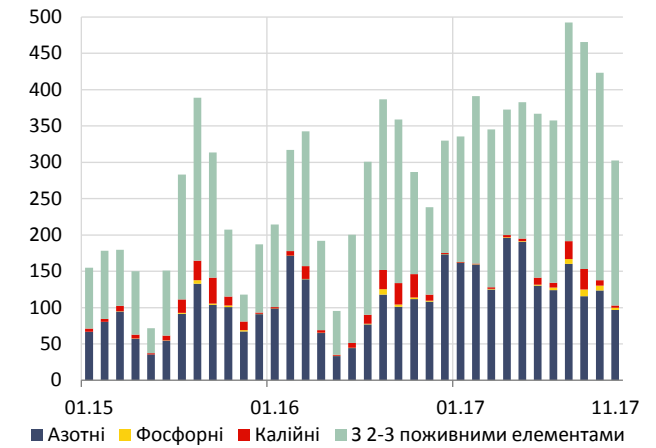
У регіональному розрізі імпорт збільшився з усіх регіонів, найбільше – з країн Європи за рахунок продукції машинобудування та Росії за рахунок вугілля та нафтопродуктів. Продукція машинобудування також була основним драйвером імпорту з країн Азії. У 2017 році через активну закупівлю вугілля частка Росії та Америки в імпорті збільшилися (до 14.3% та 6.7% відповідно), нарощення імпорту газу зумовило подальше зростання частки країн Європи (до 41.2%). Натомість частки країн Азії та інших країн СНД зменшилися (до 20% та 11.2% відповідно).

Протягом 2017 року зростання експорту послуг визначалося роботою трубопровідного транспорту та збільшенням ролі ІТ-послуг та авіаційного транспорту. Зокрема обсяги транзиту газу за 11 місяців збільшилися на 15.9% порівняно з відповідним періодом минулого року. Однак запуск газопроводу “Північний потік” після ремонту у вересні призвів до зменшення транзиту газу до країн Європи в жовтні-листопаді, що зумовило сповільнення зростання експорту послуг до 10.7% р/р. Водночас прискорилося зростання експорту послуг авіаційного транспорту (до 56.9% р/р) завдяки збільшенню обсягів міжнародних авіаційних перевезень, у тому числі внаслідок запровадження безвізового режиму з ЄС<sup>46</sup>.

Водночас вплив безвізового режиму на імпорт послуг очікувано був помірним<sup>47</sup>. Збільшення імпорту послуг за статтею “подорожі” (12.1% р/р за 11 місяців) стримувалося помірними темпами зростання доходів населення. Як наслідок зростання імпорту послуг (6.9% р/р за 11 місяців та 9.8% р/р у жовтні-листопаді) було нижчим, ніж зростання експорту, а профіцит послуг дещо збільшився порівняно з минулим роком (2.1 млрд дол. США за 11 місяців).

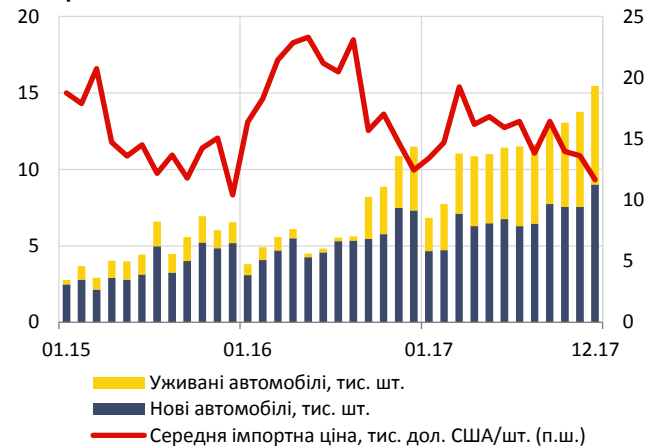
У 2017 році тривало зростання грошових переказів на тлі посилення міграційних процесів (див. вставку “Вплив міграційних процесів на ринок праці в Україні” на стор. 28 – 30) та ревальвації валют країн Східної Європи. Збільшення надання

Імпорт добрив за видами, млн т



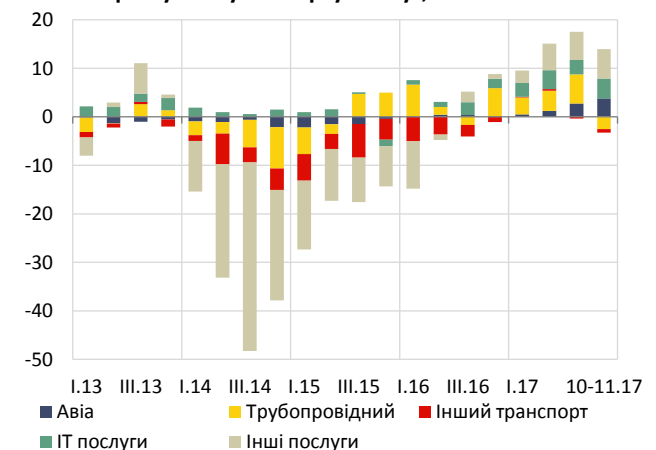
Джерело: ДФС.

Імпорт легкових автомобілів



Джерело: ДФС.

Внески в річну зміну експорту послуг, в. п.



Джерело: розрахунки НБУ.

<sup>45</sup> Міжвідомча комісія з міжнародної торгівлі у травні 2017 року запровадила антидемпінгові мита на добрива російського виробництва.

<sup>46</sup> Зокрема з червня 2017 року значно прискорилося зростання обсягів перевезень пасажирів міжнародними рейсами в аеропортах “Жуляни” та “Харків”.

<sup>47</sup> За попередніми даними, у 2017 році було видано близько 4 млн біометричних паспортів, лише близько 400 тис. осіб скористалося безвізовим режимом.



ІТ-послуг зумовило зростання переказів з США. Зростання грошових переказів компенсувало вищі, ніж минулого року, виплати за дивідендами. Як наслідок, профіцит рахунку первинних та вторинних доходів у жовтні-листопаді збільшився до 0.2 млрд дол. США та 0.7 млрд дол. США відповідно.

**Фінансовий рахунок**

У 2017 році надходження за фінансовим рахунком збільшилися до 5.5 млрд дол. США (за 11 місяців). На відміну від попереднього року державний сектор відігравав значну роль в надходженні капіталу – Уряд України активно залучав валютні ресурси як на зовнішньому, так і на внутрішньому ринках.

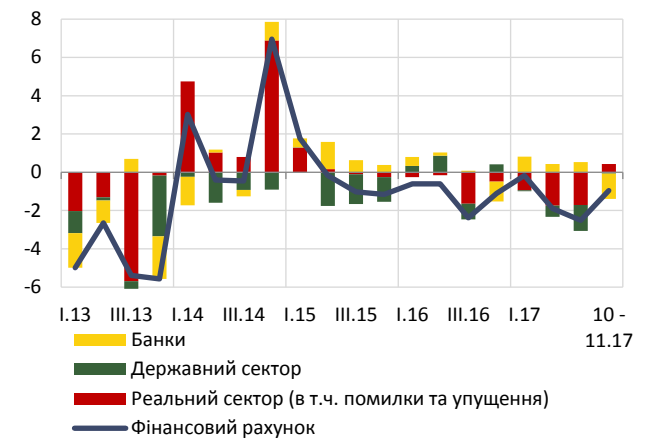
Успішне завершення третього перегляду програми EFF з МВФ дало змогу Уряду України отримати черговий транш кредиту макрофінансової допомоги від Європейської Комісії на суму 0.6 млрд дол. США. Також у вересні 2017 року Україна після чотирирічної перерви повернулася на ринки зовнішніх запозичень – чисті залучення за суверенними єврооблігаціями становили 1.3 млрд дол. США. А придбання банками ОВДП, номінованими в іноземній валюті, призвело до скорочення активів банківської системи на 0.6 млрд дол. США.

Скорочення готівки поза банками залишилося вагомим джерелом надходжень за фінансовим рахунком у 2017 році. Однак його вплив суттєво зменшився порівняно з попереднім роком – у січні – листопаді 2017 року обсяги скорочення становили 1.8 млрд дол. США. Більше того, у жовтні-листопаді обсяги готівкової валюти поза банками зросли (на 137 млн дол. США), що насамперед відображало подальше збільшення надходжень від трудових мігрантів та сезонне погіршення девальваційних очікувань населення.

Також тривав приплив ПІІ в приватний сектор, обсяги якого однак були меншими порівняно з січнем – листопадом 2016 року. Зниження передусім відображало завершення більшості програм з рекапіталізації банків, що призвело до скорочення обсягу операцій банків з переоформлення боргу в статутний капітал до 0.6 млрд дол. США з початку року (2.1 млрд дол. США у відповідному періоді попереднього року). Без урахування таких операцій, надходження ПІІ за 11 місяців 2017 року зросли на 27% р/р до 1.5 млрд дол. США.

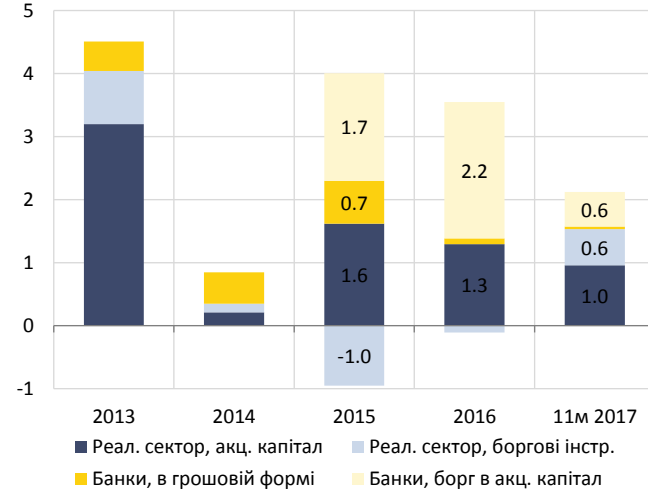
Через зростання виплат реального сектору в жовтні-листопаді 2017 року роловер реального сектору суттєво знизився. Однак завдяки відносно високим показникам роловеру в II та III кварталах, за підсумками 11 місяців був незначно вищим порівняно з минулим роком. У результаті практичної відсутності залучень банківським сектором довгострокових кредитів, роловер банківського сектору дещо погіршився. Як наслідок, у цілому роловер приватного сектору залишився на рівні минулого року (59%).

**Фінансовий рахунок: чисті зовнішні активи, млрд дол. США**



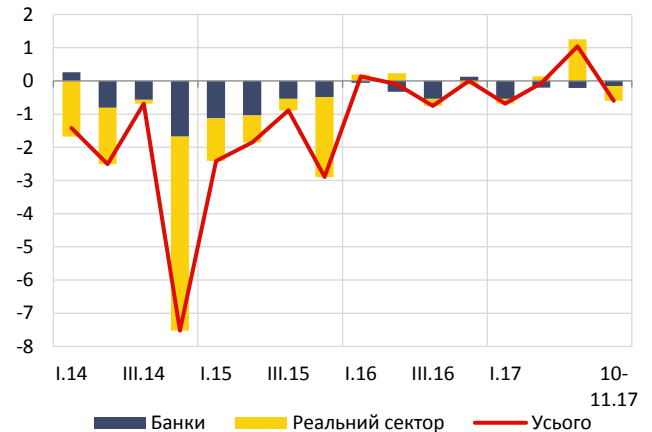
Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ

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



\* Додатні значення – приплив капіталу

Джерело: НБУ

**Роловер приватного сектору за зовнішніми довгостроковими зобов'язаннями<sup>48</sup> (%)**

	2016	I.17	II.17	III.17	10-11.17	01-11.17
Банки	58	21	46	61	55	55
Реальний сектор	60	45	91	96	27	63
У цілому	59	39	86	89	30	59

**Резервні активи**

Профіцит зведеного платіжного балансу у 2017 році разом із отриманням чергового траншу за програмою ЕЕФ з МВФ дав змогу наростити міжнародні резерви до 18.8 млрд дол. США (станом на кінець року), або 3.6 місяця імпорту майбутнього періоду. Загалом за 2017 рік валові міжнародні резерви зросли на 3.3 млрд дол. США, або 21%.

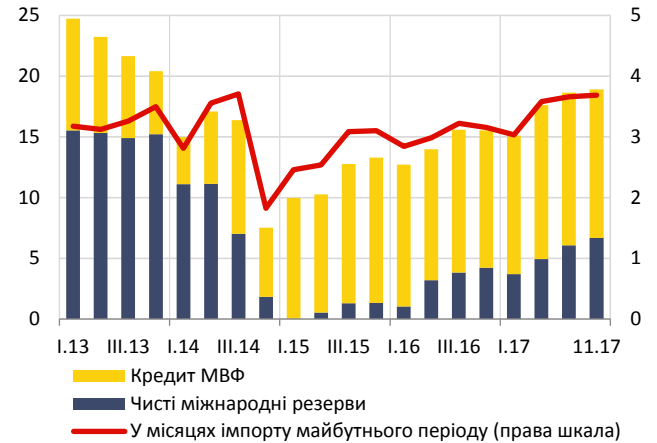
**Зовнішня стійкість (дані за III квартал 2017 року)**

Поступове відновлення української економіки та стабільність обмінного курсу зумовили подальше поліпшення показників зовнішньої стійкості та адекватності міжнародних резервів навіть в умовах помірною зростання зовнішньої заборгованості. Повернення України на ринок зовнішніх запозичень через емісію єврооблігацій було основною причиною зростання валового зовнішнього боргу до 117.4 млрд дол. США. Водночас відносно ВВП він зменшився до 111%. Незважаючи на поліпшення абсолютної більшості показників зовнішньої стійкості, що триває чотири квартали поспіль, Україна залишається надзвичайно вразливою до зовнішніх шоків, зокрема через значну відкритість економіки та суттєве боргове навантаження в середньостроковій перспективі.

Помірне зростання валового зовнішнього боргу впродовж I – III кварталів 2017 року, відбувалося за рахунок державного та реального секторів. Отримання чергового траншу від МВФ та макрофінансової допомоги від ЄС були основними чинниками зростання заборгованості в першій половині року. У III кварталі заборгованість сектору ЗДУ зросла ще на 1.5 млрд дол. США через емісію єврооблігацій. Загалом з початку року заборгованість сектору ЗДУ зросла на 2.5 млрд дол. США як за рахунок операцій (1.6 млрд дол. США), так і курсової різниці (0.9 млрд дол. США) через девальвацію долара США до євро та СПЗ. Зовнішні зобов'язання НБУ залишилися на рівні минулого кварталу (7.6 млрд дол. США), а з початку року зросли на 1.3 млрд дол. США (переважно через отримання четвертого траншу кредиту від МВФ у квітні 2017 року). За дев'ять місяців 2017 року зовнішній борг реального сектору зріс на 2.4 млрд дол. США до 64.3 млрд дол. США за рахунок зростання заборгованості за короткостроковими торговими кредитами та авансами, залучення єврооблігацій та зростання заборгованості за гарантованими кредитами. Обсяги кредиту прямого інвестора зростали в основному за рахунок торгових кредитів (на 0.6 млрд дол. США з початку року).

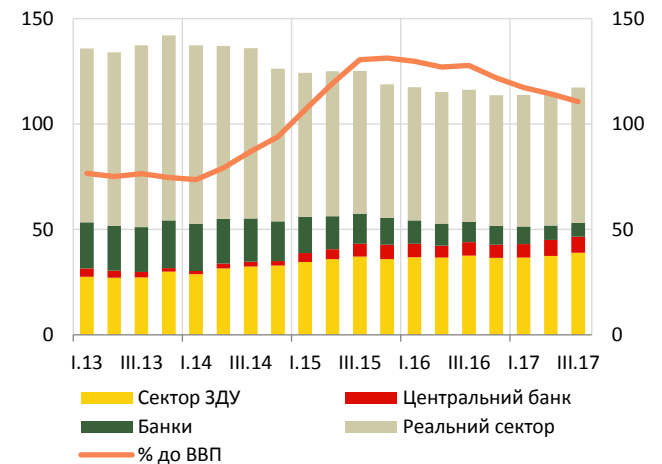
Хоча в III кварталі зовнішня заборгованість банківського сектору скоротилася лише на 0.3 млрд дол. США, з початку року вона зменшилася на 27.4% до 6.5 млрд дол. США. Головними чинниками цього було скорочення заборгованості за

**Міжнародні резерви, млрд дол. США**



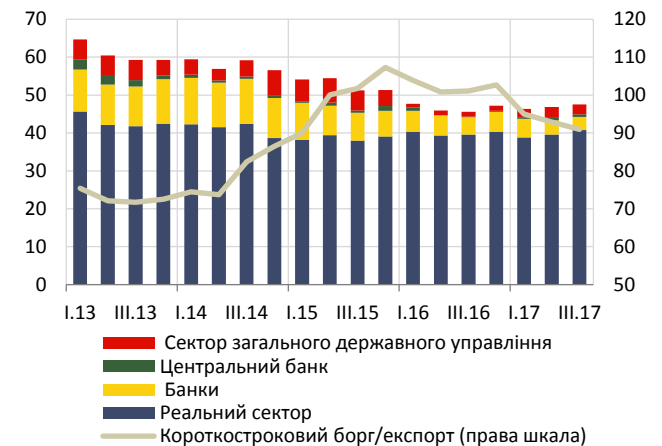
Джерело: НБУ.

**Валовий зовнішній борг, млрд дол. США**



Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

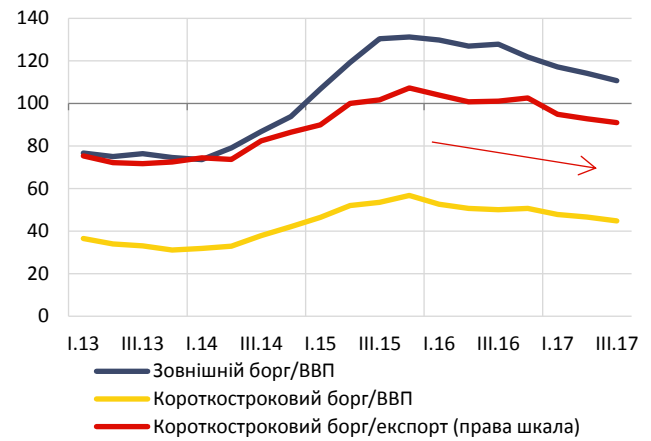
<sup>48</sup> Дані без урахування операцій з переформування боргу в статутний капітал.

міжбанківськими кредитами на 1.2 млрд дол. США (у т. ч. за рахунок проведення операцій з переоформлення такої заборгованості в статутний капітал на 0.5 млрд дол. США) та зменшення зобов'язань українських банків за короткостроковими депозитами нерезидентів на 0.9 млрд дол. США.

Зростання короткострокового зовнішнього боргу за залишковим терміном погашення у III кварталі (на 0.6 млрд дол. США до 47.5 млрд дол. США, або 91% від експорту товарів і послуг) відбулося через збільшення на 1.3 млрд дол. США зобов'язань реального сектору за короткостроковими кредитами та авансами, що мають бути погашені впродовж наступних 12 місяців. Зобов'язання державного сектору скоротилися на 0.3 млрд дол. США до 3.3 млрд дол. США, 2.1 млрд дол. США з яких – майбутні виплати за кредитами МВФ. Заборгованість банківського сектору впродовж кварталу скоротилася на 0.2 млрд до 3.5 млрд дол. США, 62% з яких – виплати за короткостроковими зобов'язаннями.

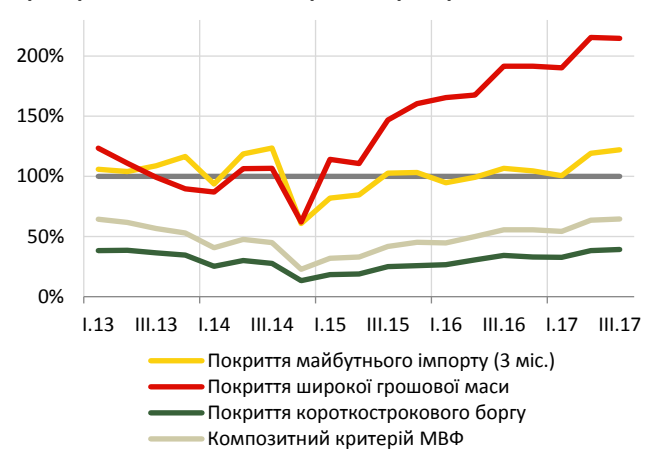
Подальше зростання міжнародних резервів (до 18.6 млрд дол. США на кінець вересня, або на 19.6% порівняно з відповідним періодом попереднього року) зумовило поліпшення показників їх адекватності. Зокрема критерій покриття резервами майбутнього імпорту зріс на 3 в. п. до 3.7 місяця. Співвідношення резервів до композитного критерію МВФ (ARA metrics) поліпшилося на 1 в. п. та становило 64.6%. Попри збільшення короткострокового боргу за залишковим терміном погашення в абсолютному вимірі співвідношення резервів до короткострокового боргу (критерій Гвідотті – Грінспена) зросло на 0.9 в. п. до 39.2%. Покриття резервами широкої грошової маси хоча й скоротилося на 0.8 в. п. до 214.7%, проте більше, ніж удвічі перевищує порогове значення показника адекватності міжнародних резервів.

Окремі індикатори зовнішньої стійкості, %



Джерело: НБУ.

Критерії достатності міжнародних резервів, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Показники зовнішньої стійкості та адекватності міжнародних резервів

%	III.2015	IV.2015	I.2016	II.2016	III.2016	IV.2016	I.2017	II.2017	III.2017*
Зовнішній борг / ВВП	130.5	131.3	129.7	127.0	127.8	121.9	117.2	114.2	110.7
Зовнішній борг / експорт товарів і послуг	248.3	248.1	255.8	252.9	257.8	247.0	233.0	227.7	224.6
Короткостроковий борг / валовий борг	41.0	43.3	40.6	39.9	39.2	41.6	40.8	40.8	40.5
Короткостроковий борг / ВВП	53.5	56.8	52.7	50.7	50.1	50.7	47.8	46.6	44.8
Короткостроковий борг / експорт товарів і послуг	101.7	107.3	103.9	100.9	101.1	102.7	95.0	92.9	91.0
Відкритість економіки <sup>49</sup>	107.9	107.7	104.5	103.8	104.3	104.6	105.6	106.1	104.3
Резерви / короткостроковий борг	24.9	25.9	26.7	30.5	34.2	32.9	32.6	38.3	39.2
Резерви, композитний критерій МВФ	41.9	45.2	44.8	50.0	55.7	55.7	54.3	63.6	64.6
Покриття резервами 3 міс. майбутнього імпорту	102.8	103.3	94.8	99.3	106.8	104.6	100.6	119.1	122.1
Покриття резервами широкої грошової маси	146.8	160.6	165.6	167.7	191.5	191.6	190.4	215.5	214.7

\* зеленим кольором виділено покращення показника порівняно з попереднім кварталом, червоним - погіршення

<sup>49</sup> Розраховано як співвідношення 12-місячної плинної суми експорту та імпорту до ВВП за відповідний період.

## Вставка: Економічні ефекти від створення зон вільної торгівлі: світовий досвід та уроки для України

Протягом останніх років Україна суттєво активізувала процес лібералізації своєї зовнішньої торгівлі. Так 1 вересня 2017 року набула чинності в повному обсязі Угода про асоціацію між Україною та ЄС. Україна уклала угоду про створення Зони вільної торгівлі (ЗВТ) з Канадою (угода очікує ратифікації Сенатом Канади), веде перемовини про створення ЗВТ з Туреччиною, Ізраїлем, окремими країнами Африки та Азії. З чим пов'язані такі зусилля та чого від них очікувати?

Лібералізація торгівлі – це комплекс заходів, спрямованих на сприяння зовнішньоекономічній діяльності, поступове скасування наявних обмежень у зовнішній торгівлі, зниження ставок ввізного та вивізного мита, надання тарифних пільг під час здійснення зовнішньоекономічних операцій. За формами регіональної економічної інтеграції розрізняють:

- преференційні торгові угоди – підписуються між двома або більше країнами з метою спрощення міжнародної торгівлі між ними шляхом зниження внутрішніх тарифів (Україна-ЄС 2014);
- зона вільної торгівлі – передбачає ліквідацію митних бар'єрів між країнами-учасниками об'єднання, але при цьому кожна з них зберігає власні тарифи щодо «третіх» країн (Балтійська ЗВТ-1993; НАФТА 1994; АСЕАН 1992, Україна-ЄС 2016);
- митний союз – на цьому етапі скасування тарифів між країнами-учасниками доповнюється погодженням і визначенням єдиних тарифів відносно «третіх» країн (Асоціація ЄС з Туреччиною 1963, Арабський спільний ринок-1964);
- спільний ринок – більш високий етап економічної інтеграції передбачає вільне пересування в межах інтеграційного об'єднання факторів виробництва – капіталу, робочої сили та технологій, а також товарів і послуг. На цьому етапі розпочинається інтеграція безпосередньо в сфері виробництва (ЛААВТ 1960, МЕРКОСУР 1991, КАРИКОМ 1973);
- економічний союз – виникає у зв'язку з об'єктивною потребою гармонізувати різні аспекти національних зовнішньоекономічних політик і проводити єдину (спільну) економічну політику в межах світового господарства щодо «третіх країн» та інших інтеграційних об'єднань. Ознаками економічного союзу є: ліквідація будь-яких торговельних обмежень і проведення єдиної зовнішньоторговельної політики; вільне переміщення товарів, послуг, капіталу та громадян; жорстка координація (по суті – єдність) економічної, фінансової та соціальної політики (ЄС 1993, Бенілюкс з 1960 року, СРСР до 1991 року).

Численні дослідження засвідчують позитивні ефекти від лібералізації торгівлі. Так [Alcala and Ciccone \(2004\)](#) встановили, що підвищення відкритості торгівлі в реальному вимірі<sup>50</sup> на 1% призводить до зростання продуктивності на близько 1.2%. Згідно з результатами дослідження [Wacziarg та Horn Welch \(2008\)](#) на підставі панельної регресії по 133 країнах протягом 1950 – 1998 років, темпи економічного росту в країнах, які лібералізували свої торговельні режими, були в середньому на 1.5 в. п. вищими, ніж до лібералізації, а обсяги прямих іноземних інвестицій зростали – у середньому на 1.5 – 2 в. п. Також [Caliendo та Parro \(2015\)](#) на прикладі NAFTA та [Borraz, Rossi та Ferres \(2012\)](#) на прикладі MERCOSUR продемонстрували, що участь країн у регіональних торговельних угодах позитивно впливає на рівень заробітної плати та продуктивність праці. У країнах Вишеградської четвірки та Балтії, згідно з [Čihák та Fonteyne \(2009\)](#), лібералізація торгівлі зумовила вищі темпи економічного зростання та продуктивності праці. Низка робіт виявили значний додатний зв'язок між угодами про зону та зростанням експорту, який ще більше посилюється у випадку угод про поглиблену всеохоплюючу зону вільної торгівлі ([Mattoo et al., 2017](#)). Також відкритість торгівлі асоціюється зі зниженням бідності ([IMF, WB, and WTO, 2017](#)) та нерівності між країнами ([Dabla-Norris et al., 2015](#)).

Водночас, попри численні дослідження щодо в цілому позитивних наслідків більшої відкритості економіки чи лібералізації торгівлі, громадське ставлення до відкритості економіки та торгівлі дуже неоднорідне як серед розвинених економік, так і країн, ринки яких розвиваються ([IMF, WB, and WTO, 2017](#)). Особливу стурбованість викликають потенційні наслідки відкритості економіки для ринку праці. Це пов'язано з тим, що пристосування економіки до нових умов має свою ціну – змінюється попит на робочу силу та вимоги до неї, збільшення конкуренції, особливо з боку імпорту, може впливати на показники діяльності та відповідно зайнятості в окремих секторах ([O'Leary et al., 2012](#)), збільшувати нерівність в заробітних платах між кваліфікованими та некваліфікованими робітниками ([Goldberg and Pavcnik, 2007](#)). Водночас деякі інші дослідження зазначають, що причини негативних наслідків торговельної лібералізації переважно криються у якості інституційної структури ринку праці, відсутності чи неефективній політиці/програмах адаптації економіки (у тому числі робочої сили) до нових умов торгівлі, політики у сфері соціального захисту, освіти та конкуренції ([OECD, 2017](#), та [IMF, WB, and WTO, 2017](#)).

<sup>50</sup> На відміну від традиційного показника відкритості економіки як співвідношення експорту та імпорту до ВВП в поточних цінах, для уникнення викривлень, пов'язаних зі коливаннями обмінних курсів та зміни інших відносних цін, використано співвідношення експорту та імпорту до ВВП за паритетом купівельної спроможності.

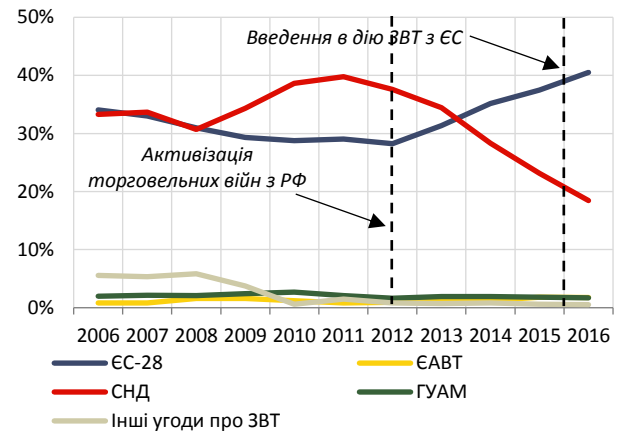


Торговельні преференції, надані ЄС у 2014 році, та поглиблена та всеосяжна угода про ЗВТ України вже продемонстрували перші позитивні результати. Експорт товарів до країн Європи зазнав найменших втрат протягом 2014 – 2016 років, а у 2017 році продемонстрував найбільше серед регіонів зростання. З 2014 року розширилася географія експорту до країн Європи за всіма основними товарними групами, крім мінеральних продуктів. У 2016 році частка країн ЄС у зовнішньоторговельному обороті збільшилася до 34.6%, а за підсумками 2017 року – до 36.5%. У 2016 році порівняно з попереднім роком експорт товарів до країн ЄС зріс на 2.4% (до 10.7 млрд дол. США), імпорт – на 12.8% (до 15 млрд дол. США). Помірніші темпи зростання експорту порівняно з імпортом були зумовлені зниженням світових цін на товари українського експорту, а також значними обсягами імпорту природного газу та машин та обладнання сільськогосподарського призначення. Водночас уже в січні – листопаді 2017 року експорт товарів до країн ЄС зріс на 32.7% р/р, тоді як імпорт – на 23.9% р/р попри суттєво більші фізичні обсяги імпорту природного газу цього року порівняно з відповідним періодом минулого року (у 1.3 раза). До того ж завдяки автономним торговельним преференціям, наданих ЄС в односторонньому порядку у 2014 році, суттєво збільшився асортимент українських експортних товарів. Зокрема найдинамічніше опанували нові ринки експортери продовольчих товарів та продукції деревообробної промисловості.

У майбутньому очікується подальше збільшення присутності українського експорту на ринках ЄС та поступове підвищення його конкурентоспроможності. Крім того, угодою про ЗВТ України та ЄС передбачено лібералізацію руху капіталу, а також платежів та переказів за поточним рахунком платіжного балансу. Імплементация цієї норми угоди про ЗВТ спростить доступ українських компаній до іноземних фінансових ресурсів та сприятиме поліпшенню інвестиційного клімату. Посилення тиску з боку європейських конкурентів підвищить якість обслуговування клієнтів банківської системи України.

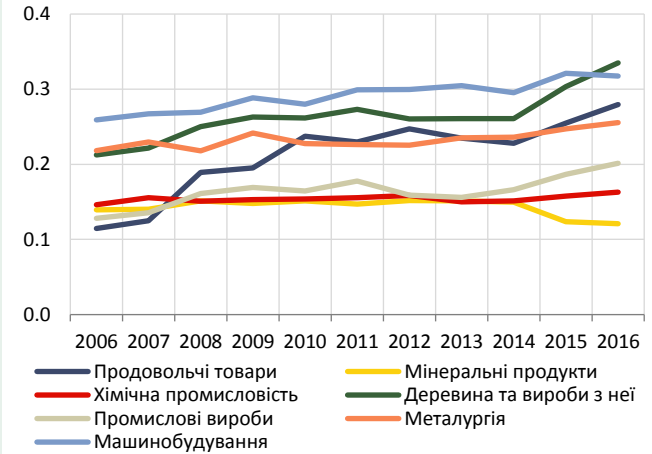
Водночас, як свідчить міжнародний досвід, найбільш ефективним для макроекономічного та соціального розвитку країни є поєднання угоди про ЗВТ з комплексними внутрішніми економічними реформами та програмами, спрямованими на підвищення конкурентоспроможності, адаптації бізнесу та робочої сили. Зокрема процеси глобалізації економіки підвищують міжнародну конкуренцію за кваліфіковану робочу силу, отже визначальним для України є проведення відповідних реформ на ринку праці. Зокрема необхідним є створення правових, економічних та інституційних умов для підвищення ефективності зайнятості населення: гармонізацію трудового законодавства та законодавства про зайнятість населення з міжнародними нормами, подолання структурної диспропорції між попитом на робочу силу та її пропозицією за професіями, проведення пенсійної реформи, скорочення тіньової зайнятості тощо.

Частка країн, з якими укладено угоди про ЗВТ, у зовнішньоторговельному обороті України, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Індекс проникнення українського експорту на ринки країн Європи\*



\* Вимірюється за шкалою від 0 до 1 (де 1 – найвищий показник, який відображає охоплення всіх країн, що імпортують відповідний товар).  
Джерело: WITS; розрахунки НБУ за чотирма знаками УКТЗЕД.

## 2.2.6. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ

З огляду на посилення інфляційних ризиків у IV кварталі 2017 року НБУ перейшов до здійснення жорсткішої монетарної політики, двічі підвищивши облікову ставку. Це було зумовлено необхідністю упередження подальшого погіршення інфляційних очікувань та приведення інфляції до цільових показників у 2018 році. Стриманий монетарний стан став реакцією на підвищення ризиків затримки офіційного фінансування, прискорення зростання споживчого попиту внаслідок підвищення соціальних стандартів та суттєво вищі обсяги видатків, передбачених Законом про Державний бюджет на 2018 рік, порівняно із обсягами, закладеними в жовтневий прогноз НБУ.

Підвищення облікової ставки наприкінці жовтня та в середині грудня ефективно трансливалися в зміни процентної ставки за гривневими ресурсами, що позитивно позначилося на зростанні гривневих депозитів домогосподарств.

Упродовж більшої частини року ситуація на валютному ринку залишалася переважно стабільною, хоча в окремі періоди спостерігалось збільшення волатильності обмінного курсу з тимчасовим зростанням девальваційного тиску на гривню. З кінця III кварталу 2017 року девальваційний тиск посилювався попри загалом сприятливі фундаментальні зовнішні фактори. Це було зумовлено низкою ситуативних та сезонних факторів, типових для кінця року. У результаті, через зміцнення більшості валют країн – ОТП України до долара США на тлі його послаблення на світових ринках наприкінці року поглибилася девальвація номінального ефективного обмінного курсу гривні.

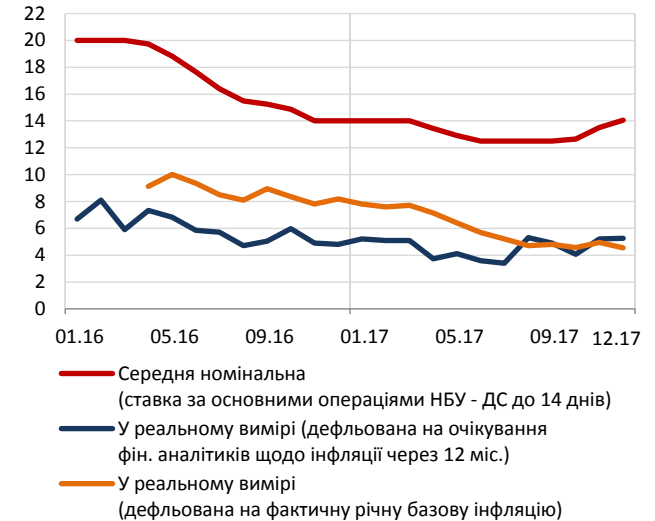
### Процентні ставки<sup>51</sup>

У IV кварталі 2017 року Правління НБУ двічі підвищувало облікову ставку – загалом на 200 б. п. – до 14.5% річних. Однак облікова ставка в реальному вимірі підвищилася помірніше з огляду на погіршення інфляційних очікувань у останні місяці – становила близько 5% та залишилася нижчою, ніж у 2016 році.

Як і в попередні періоди, зміни облікової ставки ефективно трансливалися в ставки за гривневими ресурсами. Зокрема вартість кредитів, наданих на міжбанківському ринку в національній валюті, у IV кварталі 2017 року порівняно з III кварталом зросла на 0.9 в. п. до 12.4% річних, а Український індекс міжбанківських ставок (УІМС) – на 2.3 в. п. Зросла й дохідність первинних розміщень ОВДП у національній валюті за всіма строками погашення. Частково підвищення дохідності за державними залученнями відображало збільшення активності уряду на ринку внутрішніх запозичень наприкінці року. Зростання дохідності було більшим, ніж погіршення інфляційних очікувань, унаслідок чого зросла й реальна процентна ставка залучень на внутрішньому ринку. Також вона була однією з найвищих серед країн, ринки яких розвиваються.

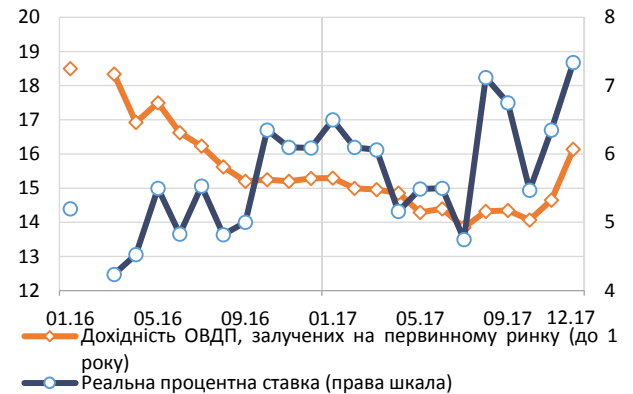
Зросла і середньозважена дохідність депозитів у національній валюті нефінансових корпорацій (за рахунок короткострокових коштів), відреагувавши на зміну облікової ставки та звуження ліквідності в IV кварталі. Підвищилась також і вартість вкладів

### Ключова ставка НБУ та її реальні виміри, %



Джерело: розрахунки НБУ.

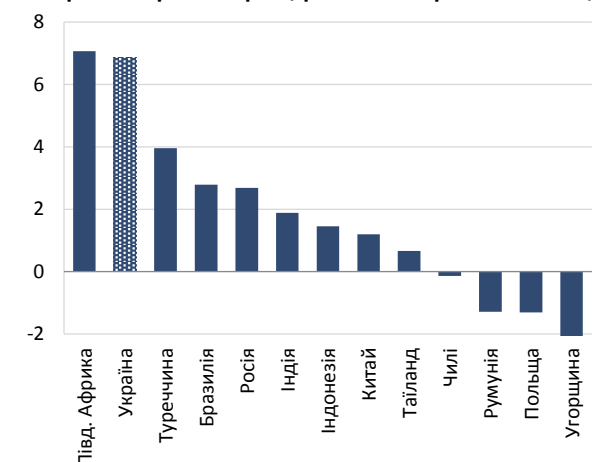
### Дохідність ОВДП, залучених на первинному ринку, та реальна процентна ставка\*, %



\* Реальна процентна ставка розрахована як різниця між дохідністю ОВДП, залучених на первинному ринку (до 1 року), та очікуваннями фінансових аналітиків щодо інфляції на наступні 12 місяців.

Джерело: розрахунки НБУ.

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



\* Реальна процентна ставка, розрахована як різниця між дохідністю 1-річних облігацій уряду станом на 10.01.2018, залучених на первинному ринку (для України – до 1 року), та прогнозом МВФ з інфляції на наступні 12 місяців (для України – оцінки НБУ).

Джерело: Thomson Reuters, розрахунки НБУ.

<sup>51</sup> Інформація надається за оперативними даними.

домогосподарств у національній валюті (середні ставки в грудні перевищували відповідний вересневий показник на 0.9 в. п.), однак в середньому за квартал незначно знизилася порівняно з III кварталом як за рахунок коштів на вимогу, так і строкових ресурсів. Це зумовлено тим, що ставки за депозитами домогосподарств у цілому повільніше реагують зміну облікової ставки.

У IV кварталі порівняно з III кварталом 2017 року підвищилися й середньозважені процентні ставки за кредитами нефінансових корпорацій (насамперед до одного місяця) та домогосподарств (передусім за рахунок кредитів від шести місяців до одного року). Водночас у середньому в 2017 році вартість кредитування знизилася порівняно з 2016 роком як для нефінансових корпорацій, так і для населення.

**Валютний ринок**

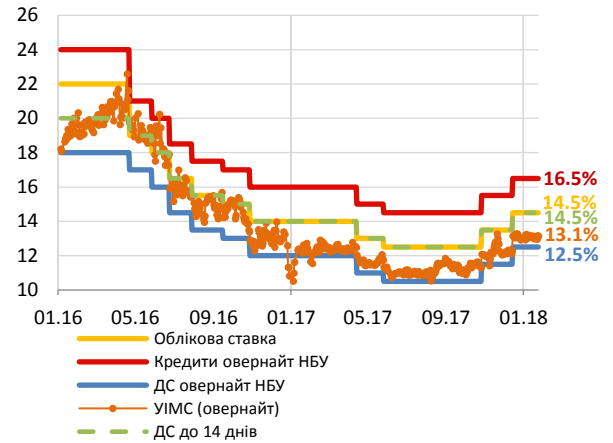
Упродовж більшої частини 2017 року ситуація на валютному ринку залишалася переважно стабільною. На тлі утримання загалом сприятливих світових цін на товари українського експорту, з другої половини січня гривня поступово зміцнювалася відносно долара США. Водночас з вересня волатильність обмінного курсу гривні до долара США почала помірно зростати, а тиск на обмінний курс гривні до долара США змінився в бік знецінення, у тому числі і на готівковому ринку. Це було зумовлено зростанням попиту на іноземну валюту з боку приватних нафто- та газотрейдерів, який підсилювався зростанням цін на нафту на світовому ринку. До цього пізніше приєдналося і зниження надходжень експортної виручки за окремими групами товарів (зокрема зерновими та олійними через нижчий урожай 2017 року) та сезонне зростання попиту на валюту з боку підприємств паливно-енергетичного комплексу. Крім того, мав місце і психологічний чинник – негативний досвід девальвації гривні в осінньо-зимовий період в минулих роках, до якого особливо чутливий ринок готівкової іноземної валюти. Превалювання девальваційного тиску на гривню, попри збереження в цілому сприятливої зовнішньої цінової кон'юнктури, зберігалось і на початку 2018 року.

Протягом року НБУ зберігав свою присутність на валютному ринку з метою поповнення міжнародних резервів та згладжування надмірних коливань обмінного курсу гривні, не перешкоджаючи домінуючим трендам. У IV кварталі 2017 року сальдо операцій НБУ з продажу іноземної валюти становило 190.8 млн дол. США. Проте загалом за 2017 рік чиста купівля іноземної валюти становила 1.3 млрд дол. США.

У результаті середній офіційний обмінний курс гривні до долара США послабився на 4.1% як за 2017 рік порівняно із попереднім роком, так і за IV квартал, щодо попереднього кварталу (порівняно з початком 2017 року офіційний обмінний курс гривні до долара США послабився на 3.2%).

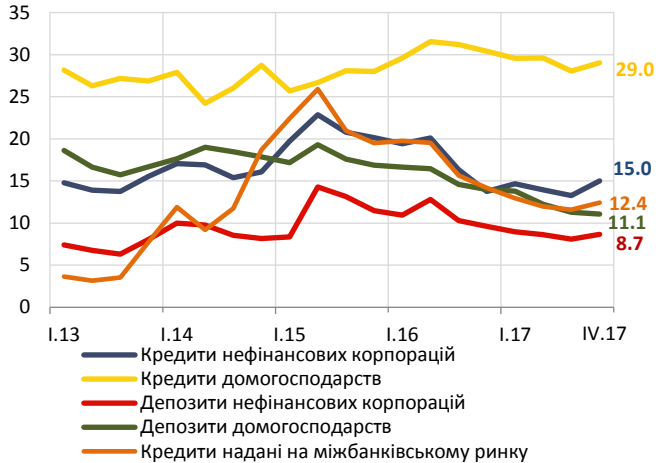
Попри помірну девальвацію обмінного курсу гривні до долара США, за результатами 2017 року (грудень до грудня попереднього року) НЕОК гривні послабився на 11%. Це було зумовлено зміцненням євро, більшості валют країн ЦСЄ до долара США, а також юаню, особливо наприкінці 2017 року. Як наслідок, РЕОК гривні також послабився (на 2.1%), попри зміцнення протягом більшої частини року.

**Процентні ставки НБУ та Український індекс міжбанківських ставок, % річних**



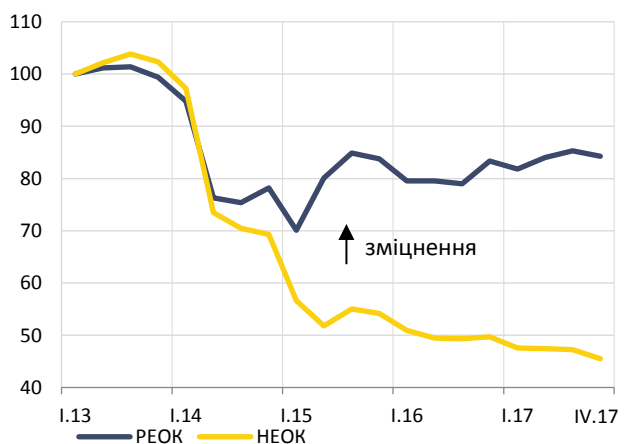
Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

**Індекс РЕОК та НЕОК гривні, за середньомісячним міжбанківським курсом, І.2013=100**



Джерело: НБУ.

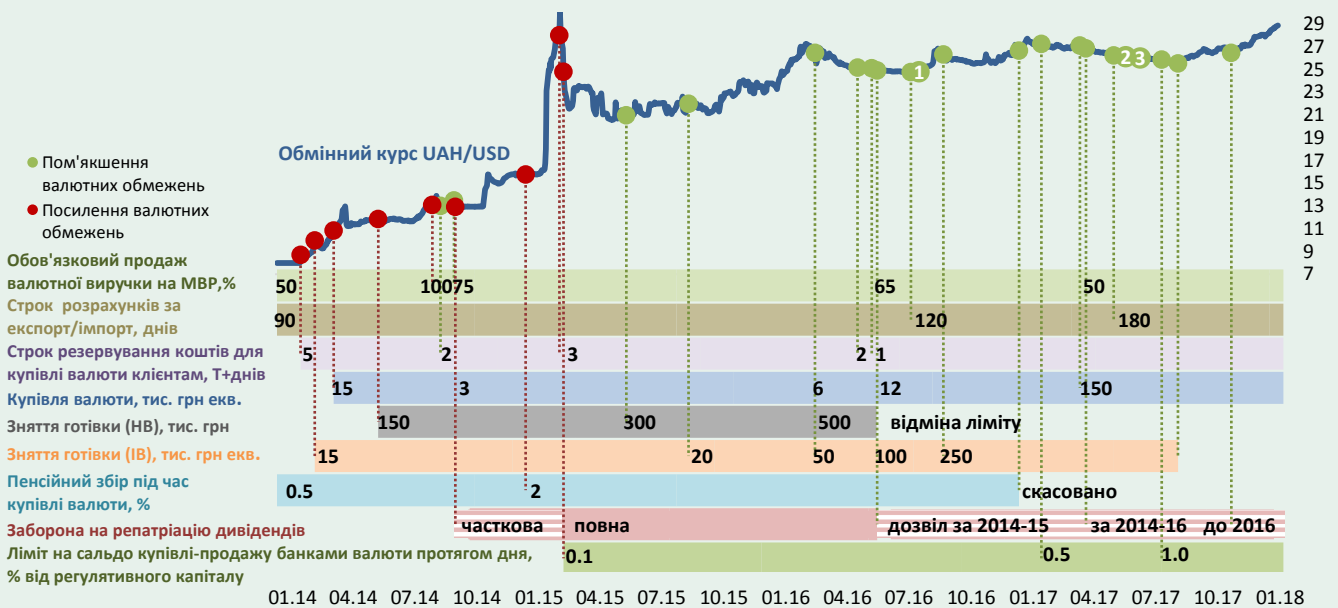
**Вставка: Заходи НБУ з лібералізації валютного та вдосконалення функціонування фінансового ринку**

У ІV кварталі 2017 року НБУ продовжив політику пом'якшення обмежень на валютному ринку та дерегуляції окремих операцій на ньому, які втратили свою ефективність і актуальність. Зокрема:

- скасував вимогу до банків надавати скановані копії окремих документів для аналізу операцій клієнтів банків з придбання та перерахування за кордон валюти;
- дозволив купівлю та перерахування іноземної валюти для розміщення за межами України гарантійного депозиту на рахунках міжнародних платіжних систем на підставі індивідуальної ліцензії НБУ як банкам, так і НФУ;
- розширив можливості бізнесу з репатріації дивідендів в іноземній валюті та дозволив резидентам-позичальникам, які перебувають в процесі ліквідації, здійснювати дострокове погашення зовнішніх запозичень від нерезидента-кредитора;
- спростив здійснення авансових платежів бізнесу за імпорту товарів в іноземній валюті, порядок ввезення резидентами в Україну готівкової іноземної валюти та удосконалив порядок її вивезення;
- розширив перелік операцій бізнесу, надходження за якими не є обов'язковими до продажу, переказами, що були здійснені банком за рахунок власних коштів клієнта, які повертаються іноземним банком;
- дозволив дострокове погашення кредитів або позик, у реалізації якої бере участь іноземна держава, та скасував обмеження на максимальну суму переказів іноземної валюти для операцій уповноважених банків, які вони здійснюють на підставі індивідуальних ліцензій НБУ;
- удосконалив порядок видачі індивідуальних ліцензій НБУ на переказування іноземної валюти за кордон, уточнивши перелік документів, які мають подаватися для її отримання, та перелік операцій, які цього не потребують;
- пом'якшив вимоги до процедури переміщення банківських металів через митний кордон України;
- удосконалив умови видачі НФУ (у тому числі національному оператору поштового зв'язку) генеральних ліцензій на здійснення валютних операцій;
- спростив умови торгівлі іноземною валютою, у тому числі для проведення арбітражних операцій на умовах маржинальної торгівлі для банків та міжнародних фінансових установ.

Крім того, з метою поліпшення можливостей банків з управління своєю ліквідністю, НБУ скасував вимогу щоденного утримання на коррахунку на початку операційного дня 40% від суми коштів, що підлягають обов'язковому резервуванню в центральному банку.

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



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



## Базові гроші та ліквідність<sup>52</sup>

Протягом 2017 року в банківській системі зберігався значний профіцит ліквідності, який з середини 2017 року почав звужуватися. Це відбулося насамперед через значні обсяги перерахувань податкових та інших платежів до бюджету, а пізніше – зростання попиту на готівку та перетворення валютних інтервенцій з каналу постачальника ліквідності на канал її вилучення. Попри традиційне розширення у грудні, за результатами кварталу ліквідність банківської системи знизилася (на 11.4% кв/кв). На поступове звуження ліквідності банки відреагували скороченням залишків коштів на депозитних сертифікатах НБУ. Крім того, це спричинило ситуативне збільшення попиту на ліквідність з боку окремих банків у другому півріччі 2017 року та спонукало їх періодично звертатися до НБУ за кредитами рефінансування. Проте це не мало негативного впливу на своєчасне проведення банками своїх операцій.

Головним каналом зменшення ліквідності в IV кварталі стало значне зростання обсягів готівки (на 31.5 млрд грн, або на 9.6% кв/кв), пік якого традиційно спостерігався в грудні. Це зумовлювалося як авансовою виплатою пенсій (така практика за останні три роки підсилює сезонну динаміку готівки у грудні-січні), так і суттєвим надолуженням відставання у здійсненні бюджетних видатків наприкінці року. Крім того, ліквідність абсорбувалася через валютний канал, оскільки з метою згладжування надмірних коливань обмінного курсу гривні до долара США НБУ в IV кварталі 2017 року здебільшого здійснював операції з продажу іноземної валюти. Від'ємне сальдо цих операцій становило 5.4 млрд грн. Також ліквідність поглиналася через операції ліквідаторів банків (1.8 млрд грн). Натомість операції ФГВФО та операції на відкритому ринку, а також операції СВОП значного впливу на ліквідність банківської системи не мали.

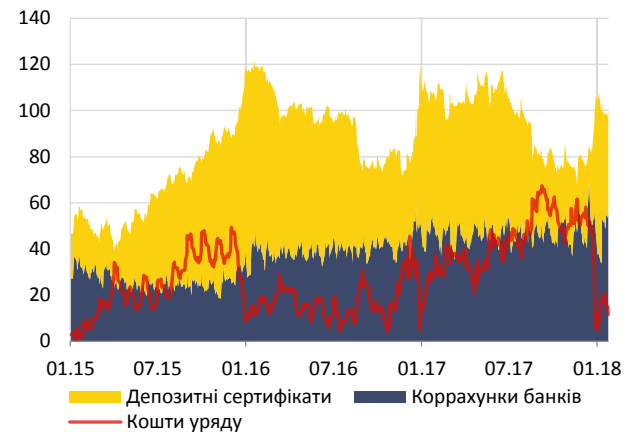
Головним джерелом розширення ліквідності банківської системи в IV кварталі 2017 року були операції уряду, чистий вплив яких оцінено на рівні 57.4 млрд грн<sup>53</sup>. З огляду на традиційно активне витрачання бюджетних коштів наприкінці року, вплив цього чинника суттєво посилюється та був різко зміщений у бік останніх днів року. Постачалася ліквідність і через кредитний канал. Додатне сальдо операцій з надання кредитів рефінансування становило 5.9 млрд грн.

За результатами 2017 року темпи приросту грошової бази уповільнилися до 4.6% р/р (з 13.6% у 2016 році) з огляду на зниження обсягів коштів на коррахунках банків наприкінці року та послаблення попиту на готівкові кошти.

## Грошова маса та її компоненти<sup>54</sup>

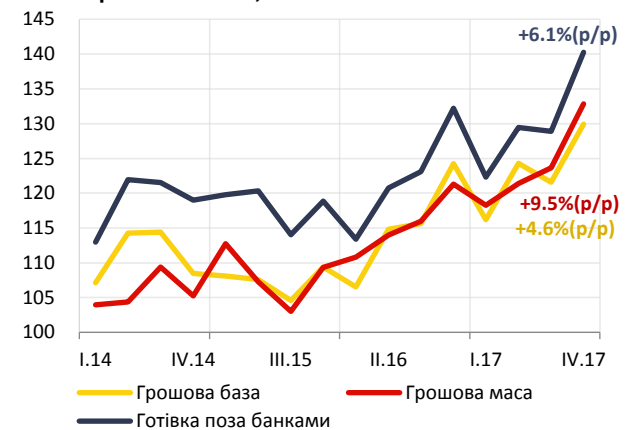
У 2017 році позбавився приплив гривневих депозитів до банківської системи. Випереджаючими темпами зростали кошти в національній валюті, чому сприяло як поступове поліпшення фінансового стану бізнесу, так і зростання доходів населення. Крім того, суттєве пришвидшення припливу

## Окремі показники ліквідності банківської системи, млрд грн



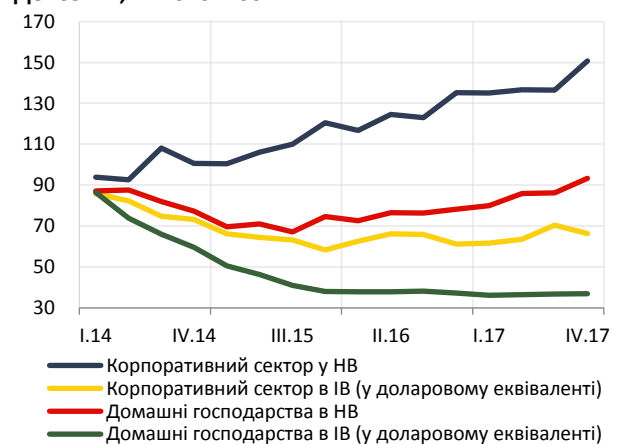
Джерело: НБУ.

## Монетарні показники, IV.2013=100



Джерело: НБУ.

## Депозити, IV.2013=100



\* Залишки за депозитами домашніх господарств не включають фізичних осіб-підприємців.

Джерело: НБУ.

<sup>52</sup> Інформація надається за оперативними даними.

<sup>53</sup> Вплив фіскальних факторів на рівень ліквідності банківської системи розраховано на основі зміни залишків коштів на ЕКР (зниження на 54.9 млрд грн), платежів уряду на користь НБУ за своїми раніше взятими зобов'язаннями (14.5 млрд грн), перерахування НБУ частини прибутку до бюджету (14.4 млрд грн) та чистого продажу урядом валюти НБУ (2.9 млрд грн).

<sup>54</sup> Інформація надається за оперативними даними.

депозитів у IV кварталі 2017 року, поміж іншого, зумовлювалося значними бюджетними видатками наприкінці року.

Найбільш активно зростали гривневі кошти на рахунках домогосподарств (за виключенням ФОП). Їх приріст за рік становив 19.4%. Залишки гривневих коштів на депозитних рахунках корпоративного сектору за рік зросли на 11.4% (26.1 млрд грн), хоча протягом 2017 року демонстрували помірну динаміку. Стрімке зростання наприкінці року передусім відображало суттєве збільшення бюджетних видатків.

Також у 2017 році тривав поступовий приріст депозитів корпоративного сектору в іноземній валюті (у доларовому еквіваленті) – на 8.6% р/р, передусім за рахунок значних надходжень іноземної валюти від нерезидентів. Натомість залишки коштів у іноземній валюті (у доларовому еквіваленті) на рахунках домогосподарств (за виключенням ФОП) залишилися практично на рівні кінця 2016 року.

Зростання загальних залишків депозитів разом із збільшенням готівки поза банками, особливо в грудні 2017 року, зумовили збільшення обсягів грошової маси у 2017 році на 9.5% р/р.

**Кредити<sup>55</sup>**

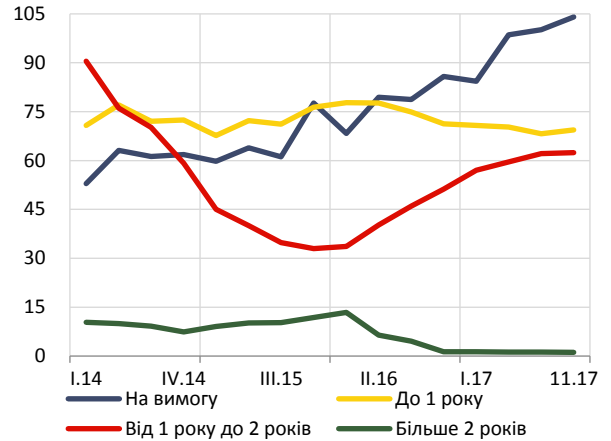
Протягом 2017 року банки продовжили поступово нарощувати кредитування в національній валюті. Загальні залишки за кредитами в гривні за 2017 рік зросли на 13.0%, попри високу базу порівняння зумовлену значними обсягами реструктуризації кредитів в іноземній валюті протягом другої половини 2016 року.

Найбільш активно банки нарощували гривневе кредитування домогосподарств, передусім завдяки активізації споживчого кредитування. Зокрема високими темпами збільшувалася видача кредитів на придбання транспортних засобів та інші споживчі потреби. Також зростає попит і на іпотечні кредити. У листопаді 2017 року вперше за останні півтора року залишки за ними зросли порівняно з попереднім місяцем, проте в річному вимірі вони продовжували знижуватися. [Зростанню попиту на кредити з боку домогосподарств](#) сприяло поступове зниження вартості кредитів протягом більшої частини року та певне пом'якшення стандартів кредитування. Стандарти споживчого кредитування пом'якшувалися під впливом посилення конкуренції та зростання платоспроможності споживачів та поживлення економічної активності.

Також зберігався попит на кредити з боку корпоративного сектору. [Особливо це стосувалося короткострокових та гривневих кредитів.](#) Зростанню попиту на кредити сприяло зниження процентних ставок протягом більшої частини року, а також потреба в інвестиціях та капіталі. За 2017 рік залишки за гривневими кредитами нефінансових корпорацій збільшилися на 8.7%, а їх стрімке уповільнення порівняно з 2016 роком пояснюється підвищенням бази порівняння. В подальшому банки очікують продовження зростання попиту на всі види кредитів для бізнесу.

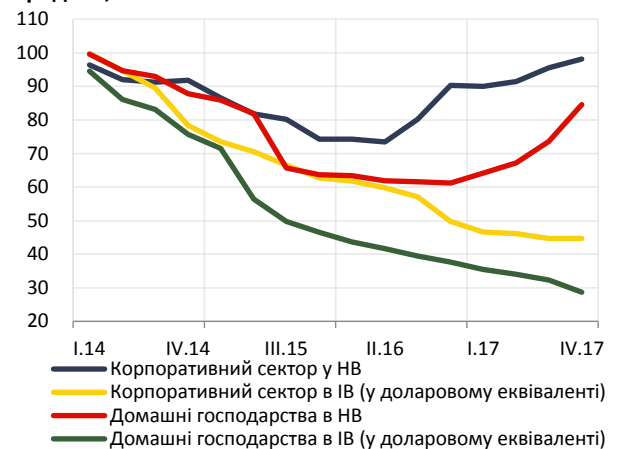
У 2017 році тривала тенденція до скорочення залишків за кредитами в іноземній валюті (у доларовому еквіваленті) як домашніх господарств, так і корпоративного сектору.

**Депозити домашніх господарств за строками погашення в національній валюті, млрд грн**



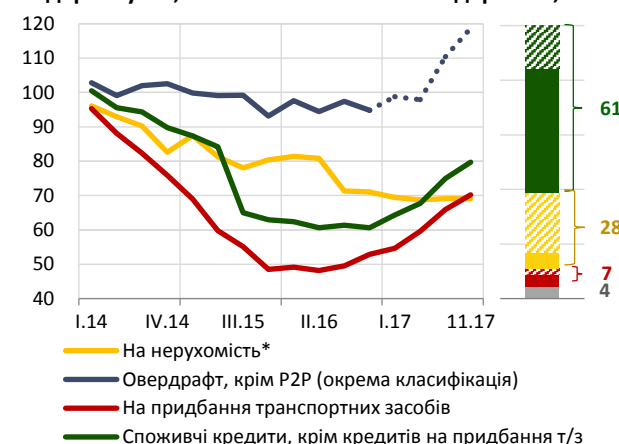
Джерело: НБУ.

**Кредити, IV.2013=100**



\* Залишки за кредитами домашніх господарств не включають фізичних осіб-підприємців.  
Джерело: НБУ.

**Окремі показники кредитування домогосподарств у НВ, IV.2013=100**



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

\*\* Суцільним полем наведено частку кредитів у національній валюті (НВ), заштрихованим – у іноземній валюті. Сірим кольором наведено інші кредити, не розподілені за видами валют.

Джерело: НБУ.

<sup>55</sup> Інформація надана за оперативними даними.

## 3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІЧНОЇ СИТУАЦІЇ В УКРАЇНІ

### 3.1. ПРИПУЩЕННЯ ПРОГНОЗУ

У 2018 – 2020 роках очікується подальше синхронне зростання економічної активності в розвинених країнах та країнах, ринки яких розвиваються. Вагомими факторами такої динаміки будуть прискорене зростання споживчого попиту та поживлення світової торгівлі. Додатковим фактором буде зростання інвестицій завдяки все ще м'яким фінансовим умовам, попри поступову нормалізацію монетарної політики провідними країнами. Натомість геополітичні події, пов'язані насамперед із загостренням ситуації в країнах Близького Сходу, посилення конфлікту між США та КНДР, а також торговельна політика США відносно країн-партнерів (зокрема, у рамках угоди NAFTA) залишаються суттєвими стримуючими факторами. В окремих країнах очікуються такі тенденції:

– зростання ВВП США прискориться завдяки зменшенню податкового навантаження на корпоративний сектор після запровадження нової податкової реформи, зростанню внутрішнього попиту на тлі сталого рівня безробіття (нижче природного рівня на 0.3-0.5 в. п.) та збільшенню інвестицій у результаті сприятливих фінансових умов. Очікується, що підвищення процентної ставки ФРС буде тричі в 2018 році та двічі в 2019 році на тлі поступового зменшення активів ФРС;

– зростання економіки Єврозони продовжуватиметься в результаті збільшення внутрішнього споживання завдяки зростанню зайнятості, експансивної монетарної політики ЄЦБ та поступовому зростанню інфляції. Певне уповільнення в середньостроковій перспективі буде спричинене виходом Великобританії з ЄС, що призведе, насамперед, до суттєвих змін у торговельній та фінансовій політиці, однак це матиме менш негативний ефект, ніж очікувалося раніше;

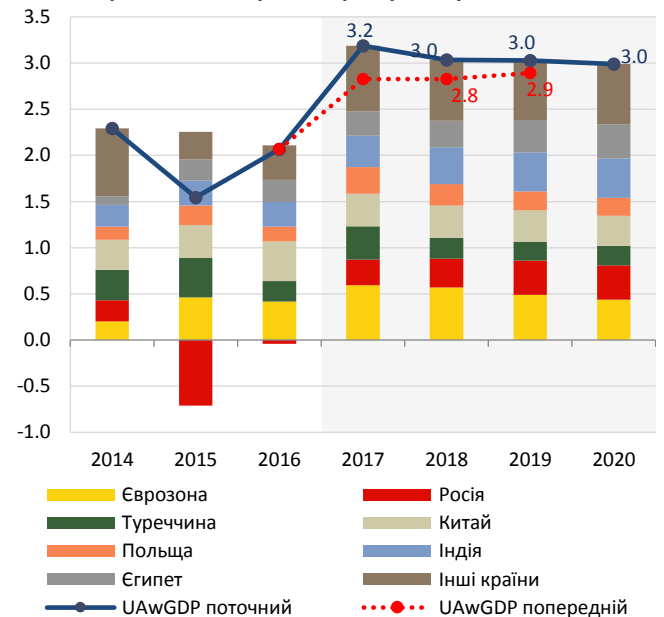
– економіка країн ЦСЄ зростатиме відносно сталими темпами завдяки подальшому розширенню внутрішнього попиту на тлі зростання зайнятості та заробітних плат, підвищенню інтересу до фінансових активів цієї групи країн, а також підтримки експорту через відносно стійкий попит з боку країн ОТП (зокрема, ЄС та Китаю). Додатковим позитивним фактором буде зростання китайських інвестицій в економіку країн ЦСЄ та розширення співробітництва у рамках дії програми «16+1»;

– темпи зростання економіки Китаю уповільняться, хоча й залишатимуться одними з найвищих у світі. Уповільнення відбуватиметься через суттєве скорочення застарілих потужностей в промисловому секторі, та високий рівень корпоративної кредитної заборгованості, що зменшуватиме обсяги інвестицій. Натомість підтримку надаватимуть державне фінансування виробничих та інфраструктурних проектів, збільшення ролі сектору послуг та внутрішнього споживання;

– економічне зростання Туреччини та Єгипту підтримуватиметься розширенням експорту через девальвацію національних валют, насамперед турецької ліри, та збільшенню попиту з боку основних торговельних партнерів;

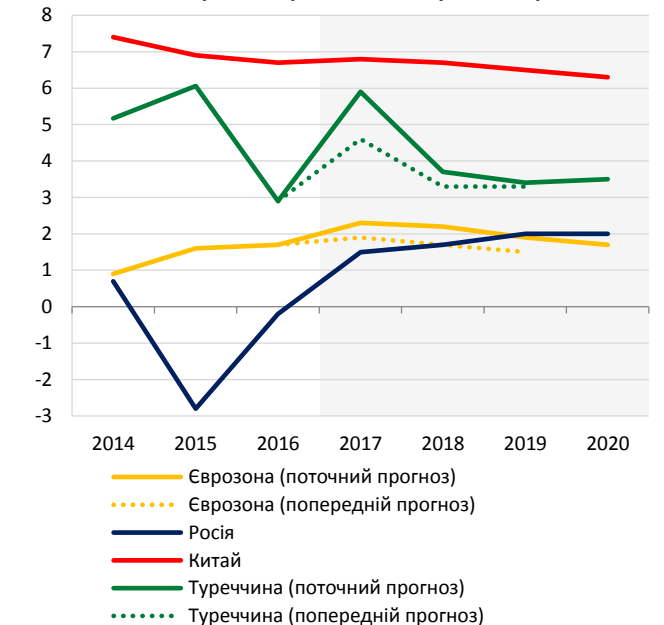
– темпи економічного зростання країн СНД прискоряться за рахунок помірного зростання цін на сировинні товари, зокрема нафту та зернові. Також цьому сприятимуть поживлення внутрішнього попиту через зменшення інфляційного тиску та збільшення реальних доходів населення.

Внески країн – ОТП України в річну зміну UAwGDP, %



Джерело: розрахунки НБУ (попередні дані) на основі даних МВФ.

Реальний ВВП окремих країн – ОТП України, % річна зміна



Джерело: оцінка НБУ.

Зовнішня цінова кон'юнктура для українських експортерів у 2018 – 2020 роках після певного коригування на початку 2018 року стабілізується з подальшим слабким висхідним трендом.

Очікується, що ціни на чорні метали, попри певну корекцію, спричинену збільшенням активності китайських виробників після закінчення терміну чинних обмежень (15 березня 2018 року), залишатимуться високими. Основну підтримку цінам надаватиме подальше зростання попиту на чорні метали на тлі світового економічного зростання, зокрема в будівельній галузі та машинобудуванні. Так, попит на сталь у Європі збільшиться на 1.5% р/р у 2018 році (за оцінками Moody's). У Китаї очікується прискорення зростання попиту – на 2.1% р/р до 726 млн т (за даними China Metallurgical Industry Planning and Research Institute), а виробництво збільшиться лише на 0.7% р/р. Натомість очікується нарощення обсягів виробництва сталі в Японії та Індії. Додатковим фактором буде продовження дії антидемпінгових мит, запроваджених окремими країнами.

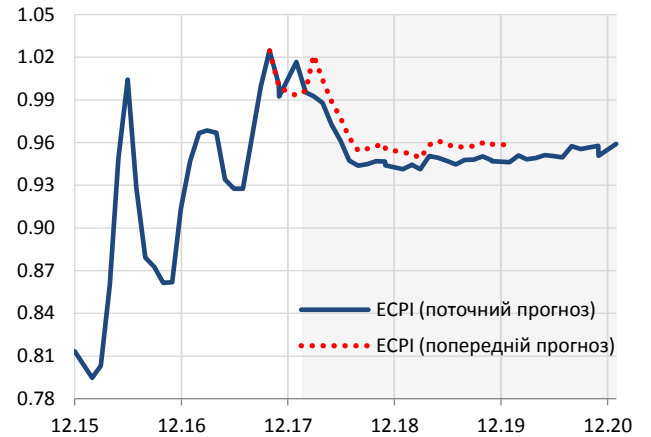
Ціни на залізну руду, попри стійкий попит на чорні метали, знижуватимуться через суттєві обсяги пропозиції на ринку. Так, незважаючи на очікуване зростання виробництва сталі в Китаї, попит на залізну руду в країні в 2018 році збільшиться лише на 0.2% р/р<sup>56</sup> через наявні рекордні складські запаси. Підвищенням попитом користуватиметься залізна руда високої якості. Обсяги пропозиції на ринку залізної руди залишатимуться й надалі суттєвими завдяки збільшенню виробництва світовими лідерами – Австралією та Бразилією (компанії BHP Billiton, Rio Tinto, Vale SA) на тлі скорочення рівня собівартості (зокрема, на шахті S11D компанії Vale SA – скоротилася до 7.7 дол./т).

Світові ціни на зернові поволи зростатимуть на тлі скорочення обсягів виробництва, зокрема кукурудзи, в умовах сталих обсягів споживання. Обсяги світового виробництва кукурудзи у 2017/2018 МР, за оцінками USDA, зменшаться на 3.1% за майже незмінних обсягах споживання, у результаті чого обсяги перехідних запасів скоротяться на 11.5% р/р. Зменшення виробництва відбудеться за рахунок Росії та Бразилії (в останній скоротяться посіви через низькі ціни на кукурудзу на внутрішньому ринку після рекордного 2016/2017 МР). Додатково очікується зростання собівартості виробництва кукурудзи в Бразилії через збільшення податку на імпорт пестицидів.

Хоча, за оцінками USDA, відбуватиметься майже рівномірне зростання світового виробництва та споживання пшениці на тлі прискореного зростання обсягів перехідних запасів у 2017/2018 МР (на 5% р/р насамперед за рахунок рекордного врожаю Канади та зменшення обсягів імпорту найбільшим світовим імпортером – Єгиптом унаслідок розширення посівних площ під цю культуру на 20%), збільшення попиту на пшеницю в промислових цілях призведе до зростання цін. Зокрема, у 2017/2018 МР обсяги споживання зерна у промислових цілях збільшаться до рекордного рівня – 355.8 млн т, насамперед за рахунок прискореного зростання попиту з боку виробників крохмалю, біопалива та пива. Темпи зростання становитимуть 3%, що перевищуватиме середній рівень за останні п'ять років<sup>57</sup>.

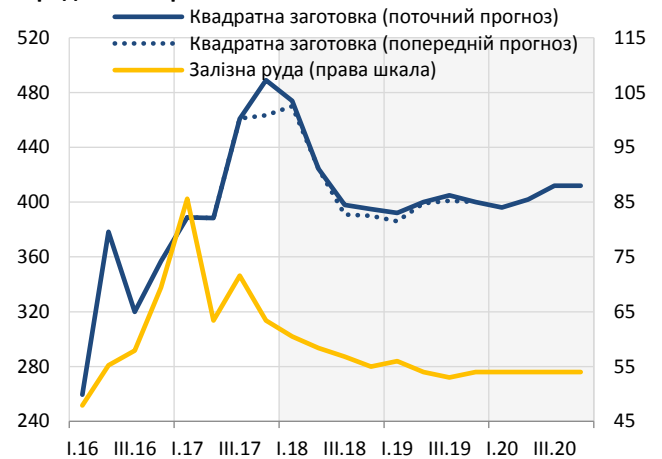
На світовому ринку нафти очікується тенденція до помірною підвищення цін завдяки збільшенню світового попиту та

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



Джерело: розрахунки НБУ.

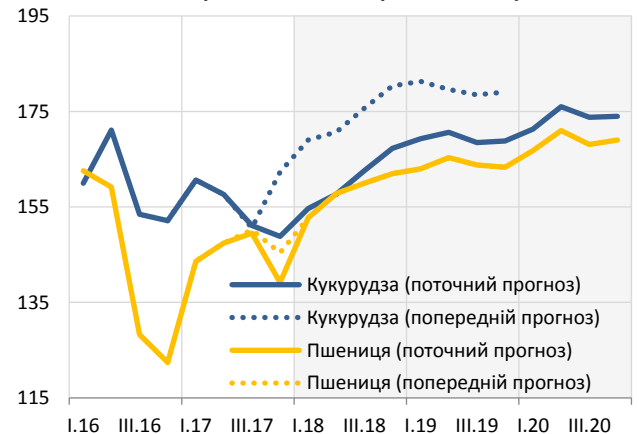
**Світові ціни на чорні метали та залізну руду\*, дол./т, середні за квартал**



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

Джерело: оцінка НБУ.

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



Джерело: оцінка НБУ.

<sup>56</sup> За даними China Metallurgical Industry Planning and Research Institute.

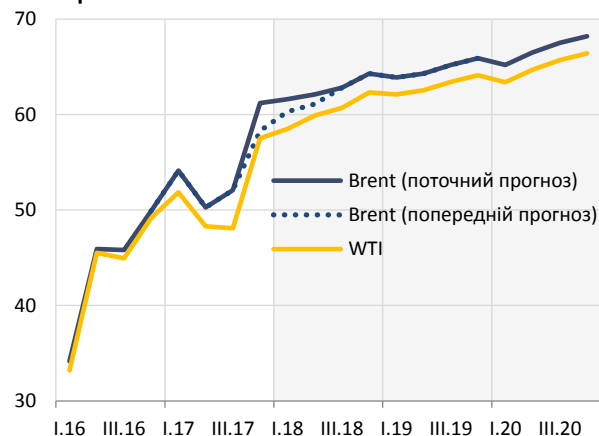
<sup>57</sup> Відповідно до оцінки International Grains Council (November 2017).



реалізації угоди між основними виробниками нафти щодо скорочення обсягів видобутку (ОПЕК+). Світовий попит підтримуватиметься стійким світовим економічним зростанням, нарощенням кредитування промислового та будівельного секторів як у розвинених, так і в країнах, ринки яких розвиваються, а також зростанням транспортного сектору. Очікується, що саме останній забезпечить основну частину збільшення попиту на нафту. Найбільше зростання на нафтопродукти відбуватиметься в США, Китаї, Південній Кореї та на Близькому Сході. За оцінками ОПЕК, загальний попит тільки в 2018 році зросте на 1.5 млн бар./добу, або 1.6% р/р. Додатковим фактором підтримки цін будуть геополітичні конфлікти на Близькому Сході, що можуть призвести до перебоїв у виробництві або постачанні нафти на ринок.

Натомість збільшення інвестицій та кількості бурових у США призведе до зростання виробництва нафти в країні (тільки в 2018 році – близько 1 млн бар./добу, або 10%)<sup>58</sup>. Крім того, більш висока продуктивність у Канаді завдяки вже затвердженим нафтовим проектам щодо використання новітніх технологій також стимулюватиме зростання обсягів виробництва. Ці умови стримуватимуть ціни на нафту від стрімкого зростання.

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



Джерело: оцінка НБУ.

	ІСЦ, річна зміна на кінець періоду, %			ВВП, зміна за рік, %			Обмінні курси*		Ціни на товари**, дол. США			
	Євро-зона	РФ	США	Євро-зона	РФ	США	дол. США/євро	руб./дол. США	газ імпортований, за 1 тис. м <sup>3</sup>	нафта Brent, за бар.	експорт чорних металів, за т	експорт зернових, за т
2014	-0.2	11.4	0.8	0.9	0.7	2.4	1.33	38.3	292.5	99.1	481.5	201.2
2015	0.2	12.9	0.7	1.6	-2.8	2.6	1.11	61.0	274.0	52.5	336.1	166.9
2016	1.1	5.4	2.1	1.7	-0.2	1.6	1.11	67.1	200.9	43.9	299.4	153.2
2017	1.4	2.8	2.0	2.3	1.5	2.3	1.13	58.4	229.1	54.4	411.0	155.5
2018	1.5	4.0	2.0	2.2	1.7	2.4	1.18	58.5	237.8	62.7	396.9	162.9
2019	1.6	4.0	2.0	1.9	2.0	2.2	1.18	58.5	260.3	64.8	379.6	168.2
2020	2.0	4.0	2.0	1.7	2.0	2.2	1.18	58.5	275.0	66.9	401.4	172.8
зміна за рік, %												
2015							-16.5	59.3	-6.3	-47.0	-30.2	-17.1
2016							0.0	10.0	-26.7	-16.4	-10.9	-8.0
2017							1.8	-13.0	14.0	23.9	37.3	1.5
2018							4.4	0.2	3.8	15.3	-3.4	4.8
2019							0.0	0.0	9.4	3.3	-4.4	3.2
2020							0.0	0.0	5.5	3.2	5.7	2.8

\* У середньому за рік.

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

<sup>58</sup> За оцінками ОПЕК Monthly Oil Market Report – December 2017.

### 3.2. ЦІНИ

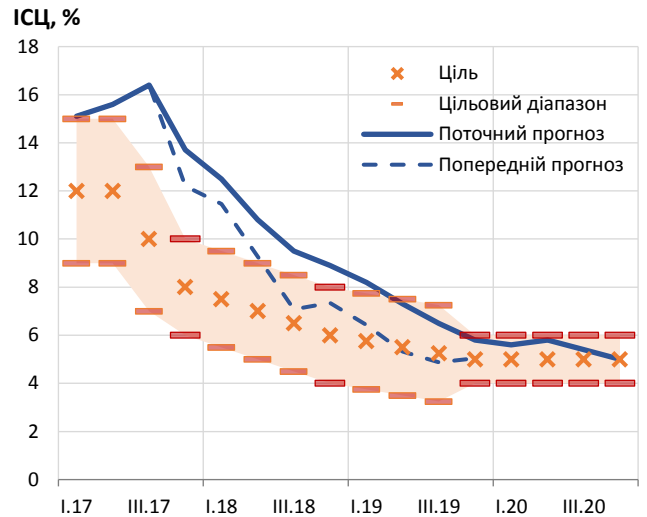
Уповільнення споживчої інфляції до цільового рівня буде тривалішим, ніж раніше прогнозувалося. Попри посилення НБУ жорсткості монетарної політики інфляція у 2018 році залишатиметься високою (8.9%) через вплив таких факторів:

- ефект перенесення від зростання цін на сирі продукти, що вже відбулося, на продукти з високим ступенем обробки;
- активне зростання споживчого попиту, що зумовлюватиметься збільшенням доходів населення на фоні підвищення соціальних стандартів та заробітної плати в приватному секторі через зростання попиту на робочу силу;
- підвищення зовнішньої вразливості економіки України через затримки у відновленні співпраці з МВФ, що перешкоджає надходженню капіталу в Україну з відповідним тиском на обмінний курс гривні;
- значна інерційність інфляційних процесів з огляду на погіршення очікувань на фоні високої поточної інфляції;
- стрімкіше зростання світової економіки, що зокрема створюватиме тиск на ціни енергоресурсів.

Через вплив зазначених факторів фундаментальний інфляційний тиск у 2018 році залишатиметься високим (базова інфляція становитиме 8.2% на кінець року). У подальшому зниження інфляції зумовлюватиметься достатньо жорсткою монетарною політикою, затуханням впливу різкого підвищення цін на продовольчі товари, продовженням уповільнення імпортованої інфляції в умовах відносно низької волатильності обмінного курсу. Відповідно знижуватимуться як темпи зростання цін сирих продовольчих товарів, так і базова інфляція, яка суттєво від них залежить. У результаті інфляція повернеться до цільового діапазону в середині 2019 року і становитиме 5.8% на кінець 2019 року. У 2020 році інфляція уповільниться до 5.0%, що відповідатиме центральному значенню цільового діапазону (5.0% ± 1 в. п.).

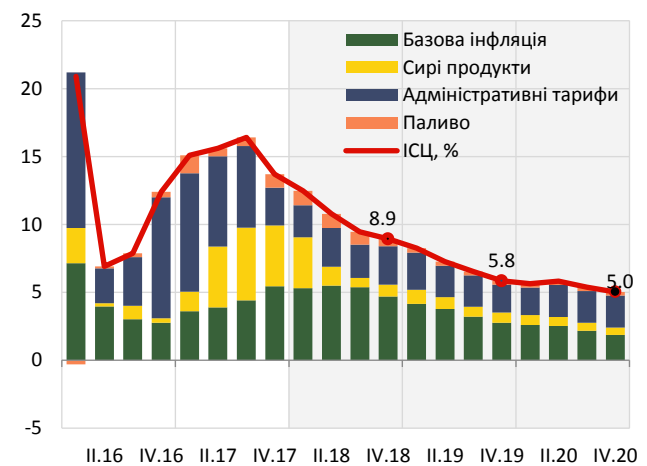
Серед компонент інфляції адміністративно регульовані ціни все ще демонструватимуть найвищі темпи зростання (близько 10% на рік). Це відбудеться внаслідок підвищення світових цін на енергоресурси та політики Уряду України з гармонізації ставок тютюнових акцизів до рівнів акцизного навантаження в ЄС.

**Базова інфляція** у 2018 році уповільниться до 8.2%. Фундаментальний інфляційний тиск залишатиметься все ще високим протягом року, що визначатиметься насамперед зростанням доходів населення та виробничих витрат під впливом підвищення заробітної плати (у т.ч. за рахунок подальшого підняття рівня мінімальної заробітної плати), а також суттєвого зростання пенсійних видатків. Таким чином, серед складових базової інфляції найбільше, як і в 2017 році, очікується зростання вартості ринкових послуг. Повільні темпи зниження базової інфляції визначатимуться також подорожчанням продуктів харчування з високим ступенем обробки через вторинні ефекти від зростання цін сирих продовольчих товарів у попередньому році (такі ефекти реалізуються з певною затримкою у часі). Головним стримуючим фактором для базової інфляції буде жорстка монетарна політика. Також позитивний вплив очікується від зниження імпортованої інфляції за умов низької волатильності обмінного курсу, а також все ще високий рівень безробіття.



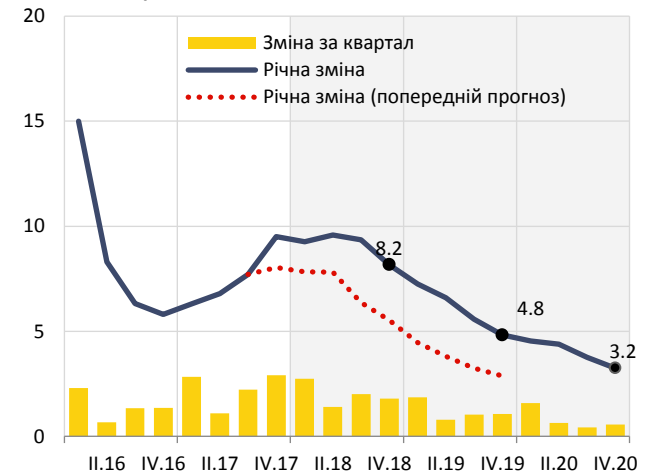
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

#### Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Надалі базова інфляція знижуватиметься до 4.8% у 2019 році та до 3.2% у 2020 році. Її основними чинниками будуть продовження зростання доходів населення, у тому числі за рахунок підвищення соціальних стандартів. Зниження імпортованої інфляції на прогнозному горизонті очікується завдяки низькоінфляційному середовищу в країнах – ОТП України.

**Інфляція сирих продовольчих товарів** у поточному році суттєво знизиться – до 4.6% (з 23.5% у 2017 році). Основним фактором такого уповільнення буде вичерпання дії шоків продовольчої пропозиції попереднього року, зокрема пов'язаних із втратами частини врожаю плодоовочевої продукції через несприятливі погодні умови навесні 2017 року. Світові ціни на продовольство (м'ясо-молочну продукцію) також стримуватимуть інфляцію сирих продовольчих товарів в Україні, оскільки на основних експортних ринках уже спостерігається коригування цін у бік зниження.

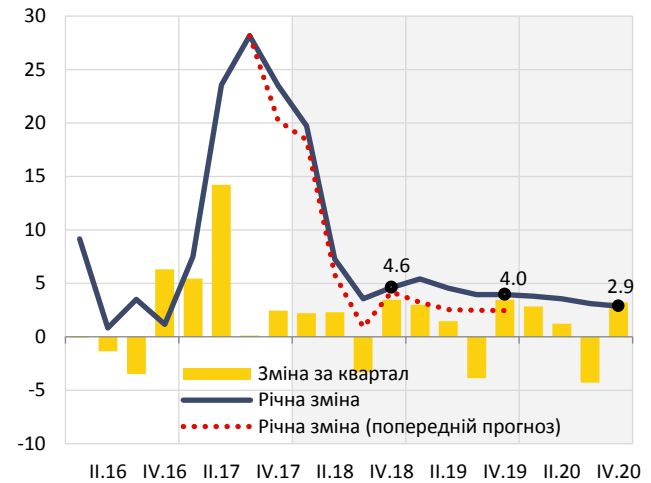
У подальшому за умов відсутності суттєвих шоків пропозиції, у тому числі на світових ринках, очікується помірне зростання цін на сирих продовольчі товари (4% у 2019 та 2.9% – у 2020 роках). Фактором стримування продовольчої інфляції стануть підвищення показників врожайності та випуску сільського господарства (як результат здійснених інвестицій та зростання продуктивності в галузі), а основним стимулюючим фактором і надалі залишиться зростання номінальних та реальних доходів домогосподарств. Крім того, ефект конвергенції внутрішніх цін до світових на продовольчу продукцію через зростання міжнародної торгівлі також розглядається як проінфляційний.

**Підвищення адміністративно регульованих цін** у 2018 році очікується у розмірі 13.8%. Основними факторами зростання буде збільшення вартості імпортованих енергоресурсів, зокрема природного газу, від якого залежать тарифи на газ, централізоване опалення та гарячу воду для населення, а також продовження зростання витрат організацій, що надають послуги ЖКГ, через підвищення заробітних плат персоналу. Продовження підвищення Урядом України ставок акцизних зборів (зокрема у рамках узятих Україною зобов'язань щодо гармонізації ставок тютюнових акцизів до рівнів акцизного навантаження в ЄС) визначатиме удорожчання тютюнової та алкогольної продукції (відповідно на 18% і 11% у поточному році, та на 9 - 13% – у наступних періодах). У подальшому очікується уповільнення темпів зростання адміністративних цін, проте в 2019 – 2020 роках адміністративна складова інфляції очікується все ще на високому рівні – близькою до 10%.

**Прогноз зростання цін на паливо** (10.8% у поточному році з уповільненням до 5.0 – 5.5% на рік у подальшому), як раніше, ґрунтується на зміні світових цін на нафту в гривневому еквіваленті.

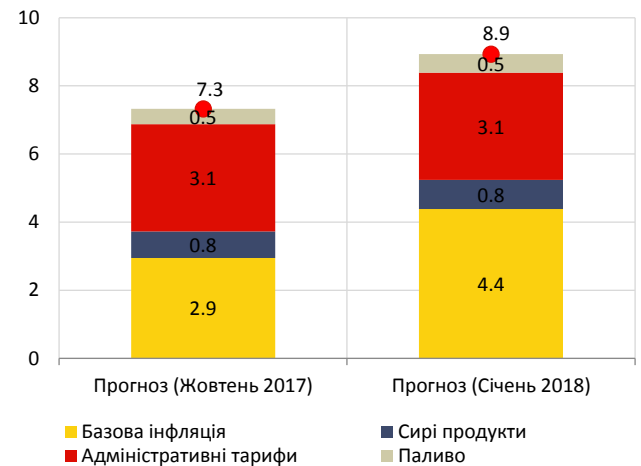
**Підвищення прогнозу ІСЦ на 2018 рік (на 1.6 в. п.) в основному зумовлюється** зростанням внеску факторів попиту через прискорення зростання заробітної плати та позитивний фіскальний імпульс. Внесок імпортованої інфляції також зростає за рахунок послаблення НЕОК на початку 2018 року. Водночас необхідність протидії вищенаведеним проінфляційним факторам зумовлює від'ємний внесок жорсткішої монетарної політики.

Ціни на сирих продовольчі товари, %



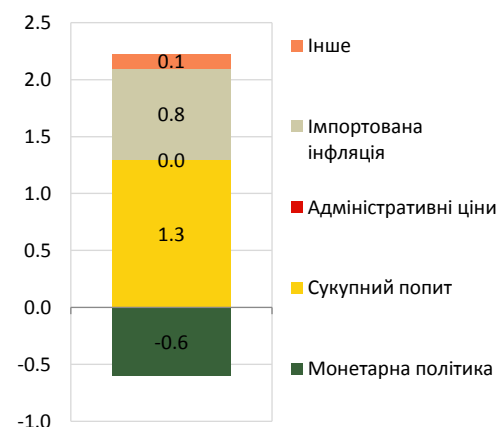
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Внески у зміну річного прогнозу ІСЦ на 2018 рік (за компонентами), в. п.



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Внески у зміну річного прогнозу ІСЦ на 2018 рік (за факторами), в. п.



### 3.3. РЕАЛЬНА ЕКОНОМІКА

У 2018 році економічне зростання прискориться до 3.4%. Очікується посилення ролі приватного споживання завдяки збереженню все ще високих темпів зростання реальних зарплат, а також інших доходів населення (зокрема пенсій). Крім того цьому сприятиме пом'якшення фіскальної політики. Також збережеться активна інвестиційна діяльність підприємств. Негативний внесок чистого експорту суттєво скоротиться через сприятливі умови торгівлі, розширення доступу українського експорту на зовнішні ринки, а також відновлення виробництва в окремих галузях промисловості, що у попередньому році зазнали втрат у зв'язку з обмеженням доступу до продукції підприємств, розташованих на НКТ.

У 2019 – 2020 роках зростання ВВП дещо уповільниться – до 2.9% через вичерпання ефектів фіскального пом'якшення у 2018 році та під впливом жорсткої монетарної політики, яка необхідна для повернення споживчої інфляції до цільового рівня на прогнозованому періоді. Приватне споживання, як і раніше, залишиться основним рушієм економічного зростання. Високу інвестиційну активність демонструватимуть підприємства в галузях, що насамперед орієнтовані на експорт продукції (зокрема в сільському господарстві, переробній промисловості), а також залежних від нарощування капітальних видатків бюджету. Зокрема продовження державної політики щодо оновлення дорожньої інфраструктури дасть змогу збільшити інвестиції в будівництво.

Приватне споживання буде головним драйвером економічного росту на прогнозованому періоді. У поточному році його зростання очікується на рівні 5%, що значною мірою визначатиметься продовженням зростання реальної заробітної плати та пенсійних виплат у результаті політики Уряду України з підвищення соціальних стандартів. У середньостроковій перспективі зростання приватного споживання уповільниться (до 3.5% у 2019 році та 3% у 2020), проте перевищуватиме темпи росту ВВП. У подальшому воно підтримуватиметься відновленням кредитної активності, проте стримуючим фактором буде продовження політики поступового зниження норм субсидій на оплату послуг ЖКГ.

Темпи зростання інвестицій в українську економіку у 2018 році уповільняться до 6.8% як за рахунок продовження зростання витрат бізнесу на оплату праці, так і статистичного ефекту високої бази порівняння (за нашими оцінками у минулому році інвестиції зросли на 20%). У 2019-2020 роках вони зростатимуть прискореними темпами (по 7%) відіграючи падіння в попередніх роках. Активна інвестиційна діяльність очікується в галузях, що насамперед орієнтовані на експорт продукції (зокрема в сільському господарстві, переробній промисловості), а також залежних від нарощування капітальних видатків бюджету. Зокрема продовження державної політики щодо оновлення дорожньої інфраструктури дасть змогу збільшити інвестиції в будівництво.

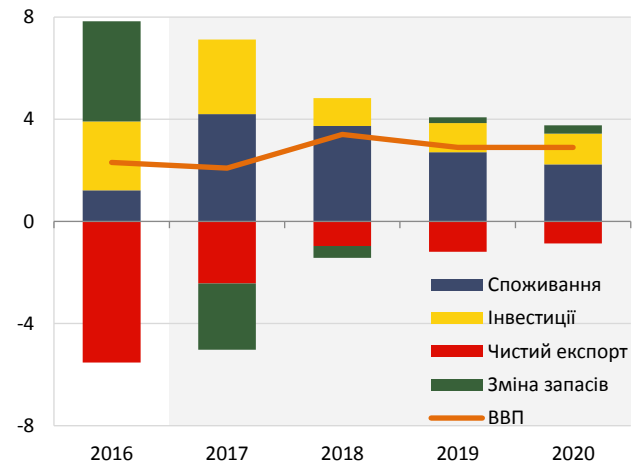
Зростання інвестицій в основний капітал значною мірою відобразиться на зростанні темпів інвестиційного імпорту, зокрема для експортоорієнтованих виробництв. Зростання реальних доходів населення під впливом експансивної фіскальної політики формуватиме додатковий попит на імпортовану продукцію. Частка енергетичного імпорту падатиме навіть в умовах зростання економіки, чому

Реальний ВВП, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

ВВП за категоріями кінцевого споживання, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.



сприятиме підвищення енергоефективності та обсягів внутрішнього видобутку енергоресурсів. Відповідно, очікується продовження зростання фізичних обсягів імпорту на рівні близько 5% протягом усього прогнозного горизонту.

Реальне зростання обсягів експорту на всьому прогнозованому періоді очікується в межах 3–4%. Відновлення втрачених обсягів металургійного виробництва після припинення торгівлі з НКТ відіграватиме важливу роль у подальшому зростанні експорту. Позитивний внесок також очікується від інших галузей переробної промисловості (зокрема машинобудування). Експорт сільськогосподарської продукції підтримуватиметься на високому рівні за рахунок як відкриття нових ринків збуту, так і збереження високого попиту на світових ринках продовольства.

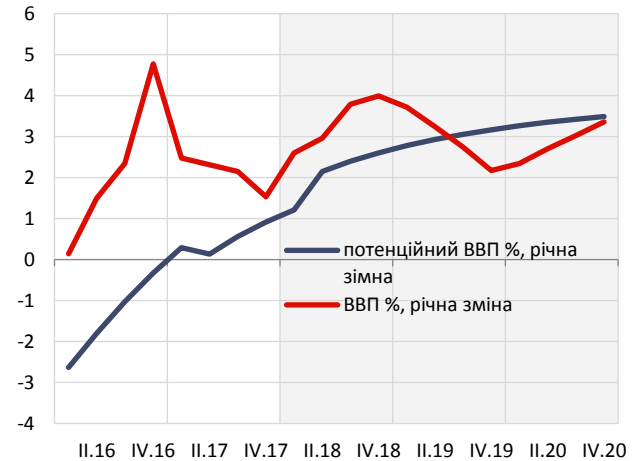
### Оцінка факторів потенційного рівня ВВП та циклічної позиції економіки України

У 2018 - 2020 роках продовжиться зростання темпів потенційного ВВП до рівня 3.6% наприкінці 2020 року. Зростання сукупної продуктивності факторів виробництва, внаслідок конвергенції економіки України до економік розвинутих країн, залишатиметься основним чинником зростання потенційного ВВП. Зниження темпів зростання потенційного ВВП у II кварталі 2017 року було спричинене переорієнтацією виробничих потужностей деяких підприємств внаслідок призупинення торгівлі з НКТ. Водночас, уже у 2018 році короткостроковий ефект від призупинення торгівлі буде вичерпано.

Посилення міграційних тенденцій в останні роки стримуватиме зростання потенційного ВВП через зниження рівня економічно активного населення, що відобразиться на зменшенні кількості робочої сили в країні. Водночас структурні диспропорції на ринку праці зумовляватимуть збереження високого рівня природного безробіття. На початку 2018 року очікується зниження від'ємного внеску капіталу в потенційний ВВП до нуля внаслідок зростання частки капітальних інвестицій у ВВП у попередніх роках. У 2018-2020 роках додатний внесок капіталу в зростання потенційного ВВП буде поступово збільшуватись, оскільки темпи накопичення основного капіталу перевищать рівень амортизації, що зумовить зростання капіталу в реальному вимірі.

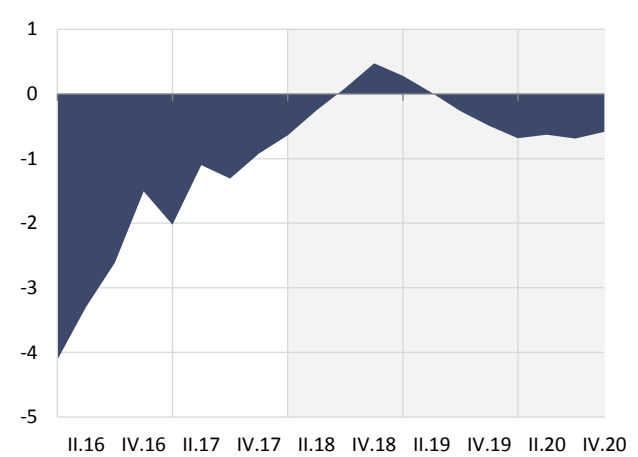
Уже в II кварталі 2018 року очікується закриття від'ємного розриву ВВП завдяки сприятливим умовам торгівлі, поживленню споживчого та інвестиційного попиту. Більше того, додатковий фінансовий імпульс на тлі підняття Урядом України соціальних видатків зумовить утворення додатного розриву ВВП у 2018 році. Однак у 2019 - 2020 роках на тлі жорсткої монетарної політики та вичерпання ефекту фінансових стимулів розрив ВВП знову стане від'ємним, але не перевищуватиме 1%.

Фактичний та потенційний ВВП, % річна зміна



Джерело: розрахунки НБУ.

Розрив ВВП, % від потенційного ВВП



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

**Фіскальна політика** у 2018 році буде експансивною – фіскальний імпульс від її пом'якшення оцінюється близько 1% ВВП.

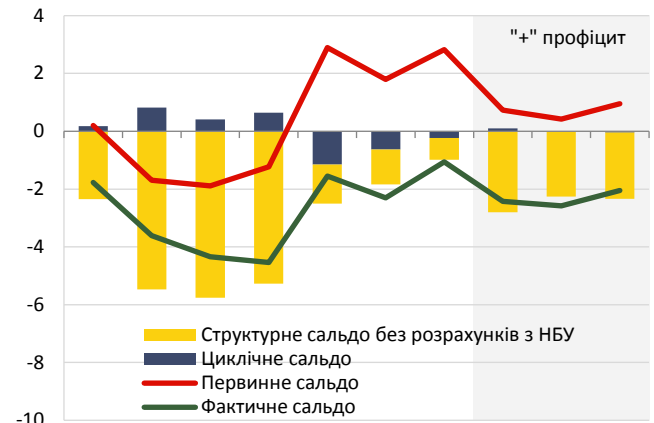
Фіскальні стимули сукупного попиту полягатимуть у високих рівнях зростання державних видатків на виплату пенсій у результаті пенсійної реформи, а також заробітних плат працівникам бюджетної сфери. Ефект від прийнятої в минулому році пенсійної реформи очікується у розмірі 0.8 в. п. додаткового внеску до інфляції 2018 року і 0.4 в. п. додаткового внеску до сукупного попиту. Ще одним проінфляційним фактором (0.5 в. п. внеску у зростання ІСЦ) буде чергове підвищення мінімальної заробітної плати після I півріччя поточного року (до 4 200 грн). Загалом реальне зростання видатків соціального характеру (пенсії та заробітні плати в бюджетному секторі) сектору загальнодержавного управління очікується в розмірі близько 10%.

Продовження “митного експерименту” (спрямування частки перевиконання митних платежів до місцевих бюджетів з метою ремонту доріг) та початок роботи Дорожнього фонду дасть змогу зберегти високий рівень капітальних видатків (понад 3% ВВП), які держава спрямує на відбудову дорожньої інфраструктури. Проте високий рівень соціальних видатків суттєво обмежуватиме можливості Уряду України для здійснення видатків розвитку, якщо Уряд буде дотримуватиметься погодженого з МВФ дефіциту бюджету в рамках програми розширеного співробітництва.

На прогнозованому горизонті дефіцит бюджету СЗДУ оцінюється в межах 2.0–2.6% ВВП, а первинне сальдо збережеться додатним, проте скорочуватиметься у зв'язку зі зниженням частки видатків на обслуговування боргу.

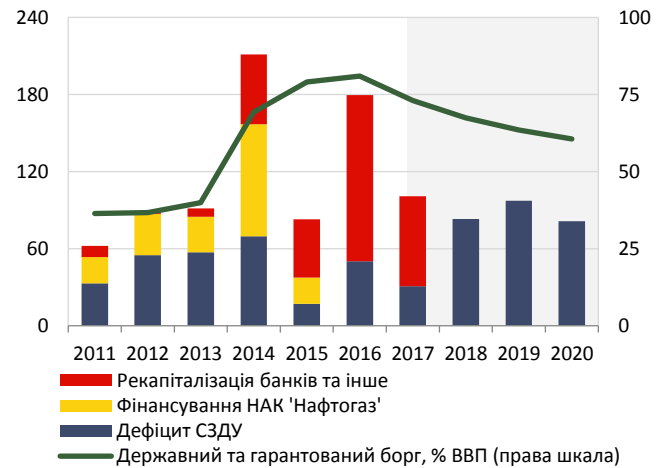
Державний та гарантований борг у відсотках до ВВП знижуватиметься протягом усього прогнозного періоду (з досягненням рівня нижче 70% ВВП уже у 2018 році). Цьому сприятимуть, з одного боку, подальше зростання номінального ВВП високими темпами, а з іншого, відносно низька волатильність обмінного курсу та поступове скорочення зовнішнього державного боргу на прогнозованому горизонті на тлі значних виплат (більш детально – у наступному підрозділі).

**Зведений бюджет, % ВВП**



Джерело: розрахунки НБУ.

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



Джерело: МФУ; ДССУ; розрахунки НБУ.

### 3.4. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС

У 2018 – 2020 роках дефіцит поточного рахунку збережеться на рівні 3% від ВВП. Поліпшення споживчих настроїв населення на тлі експансивної фіскальної політики зумовить подальше збільшення імпорту. Також його зростання підтримуватиметься збереженням високого інвестиційного попиту, який спрямовуватиметься на подальше оновлення основних фондів. Збільшення експорту, хоч і повільнішими темпами, ніж імпорту, відбуватиметься завдяки прискоренню економічного зростання в країнах – ОТП, а також збереженню сприятливих умов торгівлі. Однак зростання надходжень від трудових мігрантів через посилення міграційних процесів компенсуватиме розширення дефіциту торговельного балансу.

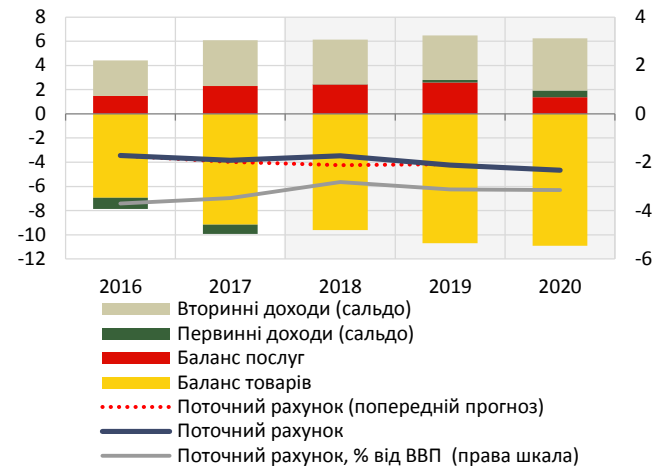
У 2018 році надходження за фінансовим рахунком перевищуватимуть дефіцит поточного рахунку, що дасть змогу наростити міжнародні резерви. У 2018 – 2020 роках на тлі поступового поліпшення інвестиційного клімату, прогнозується збільшення обсягів надходжень прямих іноземних інвестицій у реальний сектор та відновлення припливу боргового капіталу до приватного сектору. Розміщення ОЗДП у 2018 – 2020 роках дасть змогу рефінансувати частину зовнішнього державного боргу.

У результаті профіцит зведеного платіжного балансу у 2018 році разом із отриманням фінансування від МВФ дасть змогу акумулювати міжнародні резерви в розмірі 20.5 млрд дол. США (або 3.7 місяця імпорту майбутнього періоду) станом на кінець 2018 року. Однак у 2019 та 2020 роках через пікові виплати за зовнішнім державним боргом очікується формування дефіциту зведеного рахунку платіжного балансу, унаслідок чого до кінця 2020 року резерви знизяться до 18.6 млрд дол. США (або 3.0 місяця імпорту майбутнього періоду). Ключовим припущенням цього прогнозу є співпраця з МВФ за програмою EFF у 2018 році та підписання нової програми у 2020 році (і отримання за нею 2 млрд дол. США протягом цього року). Це дасть змогу зберегти доступ до міжнародних ринків капіталу на прогнозованому горизонті.

Незважаючи на розширення дефіциту торговельного балансу, дефіцит поточного рахунку у 2018 – 2020 роках збережеться на рівні 3% від ВВП завдяки збільшенню приватних грошових переказів. У 2018 - 2019 роках зростання імпорту випереджатиме зростання експорту передусім внаслідок зростання споживчих настроїв населення на тлі експансивної фіскальної політики, а також збереження високого інвестиційного попиту, особливо з боку аграрного сектору. У 2020 році зростання експорту прискориться завдяки інвестиціям, здійсненим у попередні періоди, унаслідок чого розширення дефіциту торгівлі товарами майже припиниться.

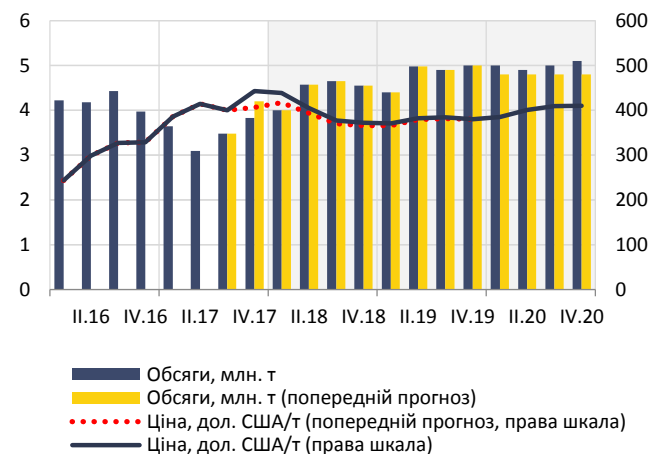
У 2018 році зростання експорту товарів очікується на рівні 3.3% завдяки збереженню сприятливих умов торгівлі на тлі зниження пропозиції металургійної продукції на ринках Азії. Зростання експорту зернових (на 7.3%) забезпечуватиметься підвищенням урожаю у 2018 році. Подальше зростання експорту у 2019-2020 роках відбуватиметься внаслідок зростання продуктивності в аграрному секторі, а також продовження нарощення експорту продукції металургії. Також очікується зростання експорту продукції машинобудування, зокрема комплектуючих для автомобілебудування після відкриття в Україні заводів з іноземним капіталом та авіаційної

Сальдо поточного рахунку, млрд дол. США



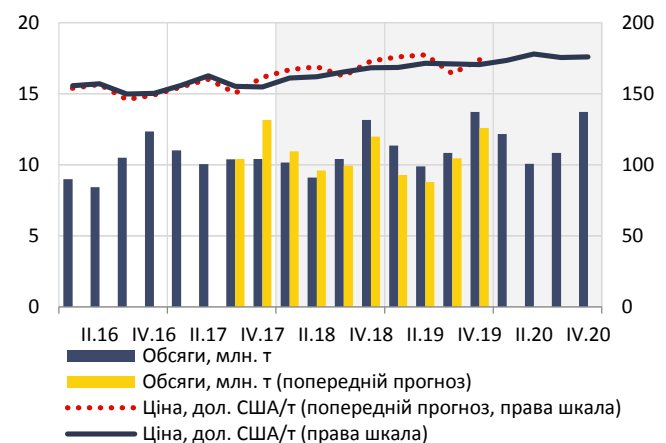
Джерело: НБУ.

Експорт чорних металів (за чотирма основними підгрупами)



Джерело: НБУ.

Експорт зернових



Джерело: НБУ.

продукції за результатами контрактів, підписаних на авіасалонах у 2017 році. Відновлення роботи основних виробників добрив забезпечить нарощення експорту хімічної продукції.

Зростання імпорту товарів на 4 - 6% у 2018 - 2020 роках забезпечуватиметься неенергетичною складовою, зростання якої становитиме близько 7% щороку. Соціальні ініціативи Уряду України у 2018 - 2019 роках стимулюватимуть зростання споживчого імпорту, насамперед продовольчих та промислових товарів. Подальше оновлення основних фондів, передусім в аграрному та металургійному секторах, зумовить зростання імпорту машинобудування на рівні 10%. Також підвищиться попит на добрива та засоби захисту рослин з боку сільгоспвиробників.

У 2018 році очікується скорочення енергетичного імпорту на 6% завдяки накопиченню достатніх запасів у газосховищах на початок року, нарощуванню власного видобутку газу та впровадженню енергозберігаючих технологій. У результаті обсяг імпортованого газу скоротиться до 10 млрд м<sup>3</sup> у 2018 році. Подальше збільшення енергетичного імпорту, насамперед нафтопродуктів та вугілля, обумовлюватиметься лише зростанням цін на енергоносії.

У 2018 - 2019 роках очікується збереження профіциту торгівлі послугами на рівні попередніх років. Головними драйверами експорту послуг залишатимуться транспортні та ІТ послуги. У 2020 році очікується зниження експорту послуг унаслідок зменшення обсягів транзиту газу через завершення чинного контракту з ВАТ "Газпром". Водночас імпорт послуг зростатиме як через збільшення транспортних витрат на тлі зростання товарообороту, так і збільшення витрат на подорожі.

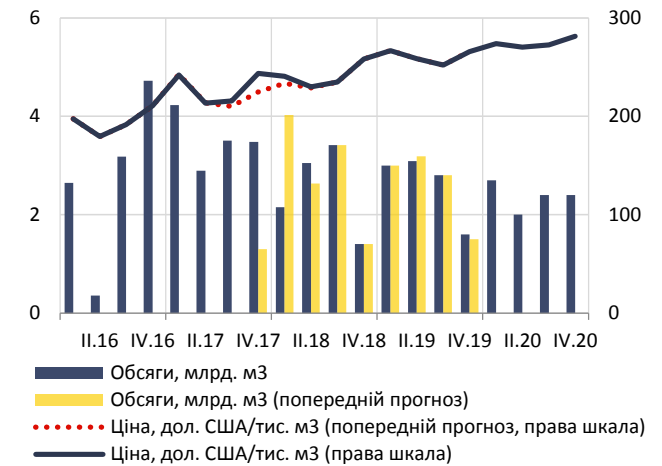
У 2018 - 2020 роках триватиме збільшення надходжень від приватних грошових переказів через зростання кількості українських трудових мігрантів у країнах ЄС завдяки спрощенню процедури працевлаштування у Польщі та Чехії<sup>59</sup>.

Виплати за нарахованими дивідендами збережуться на рівні 2 млрд дол. США на рік внаслідок поступової лібералізації руху капіталу. Водночас виплати за процентними платежами дещо знизяться через скорочення як державного, так і приватного зовнішнього боргу.

У 2018 році чисті надходження за фінансовим рахунком становитимуть 5.2 млрд дол. США, у 2019 - 2020 роках очікується їх зниження через значні виплати державного сектору за зовнішніми зобов'язаннями. На прогнозному горизонті поступове нарощення прямих іноземних інвестицій та відновлення припливу боргового капіталу в приватний сектор компенсуються сповільненням скорочення готівкової валюти поза банками. Надходження прямих іноземних інвестицій зростатимуть на тлі поліпшення інвестиційного клімату до 2.5 млрд дол. США у 2018 - 2019 роках та до 3 млрд дол. США у 2020 році.

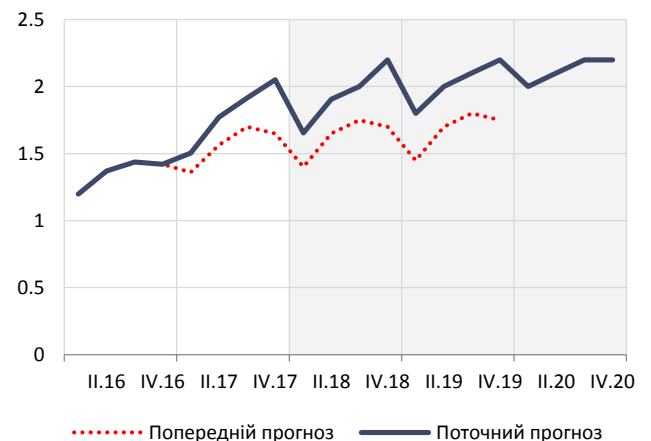
Незважаючи на поступове відновлення доступу до зовнішніх ринків капіталу у 2018 році очікується зниження ролі за довгостроковим приватним зовнішнім боргом до 54% через значні виплати державними підприємствами. Однак у 2019 - 2020 роках очікується відновлення чистого припливу боргового капіталу як за рахунок довгострокових, так і

### Імпорт газу



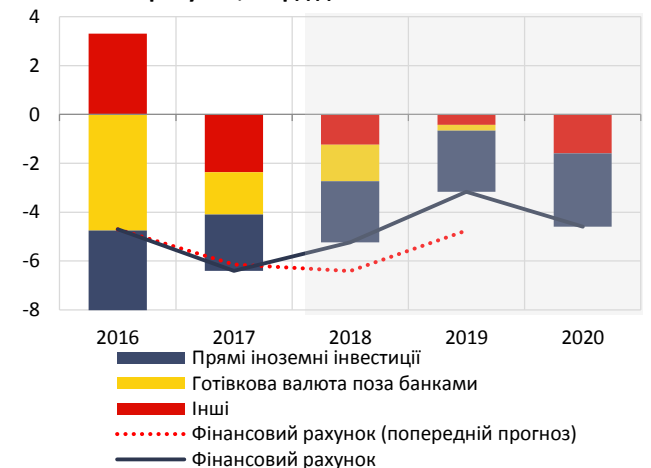
Джерело: НБУ.

### Грошові перекази в Україну, млрд дол. США



Джерело: НБУ.

### Фінансовий рахунок, млрд дол. США



Джерело: НБУ.

<sup>59</sup> Обсяг надходжень від грошових переказів у 2017 році уточнений через перегляд чисельності трудових мігрантів у Польщі.

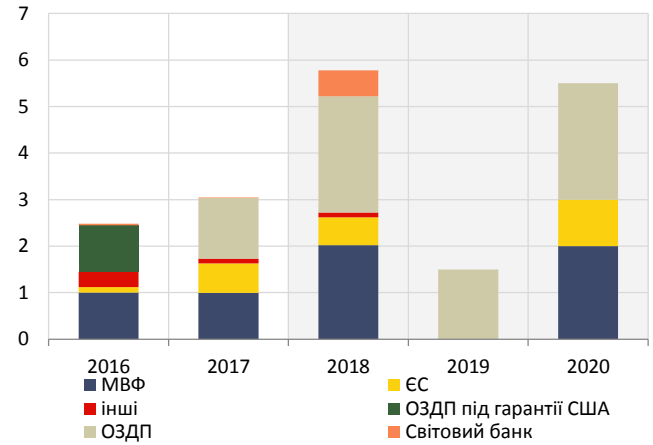


короткострокових залучень. У 2018 – 2019 роках прогнозується сповільнення скорочення готівкової валюти поза банками, яке повністю припиниться у 2020 році.

Значні виплати державного сектору у 2019 - 2020 роках зумовлять потребу в додаткових залученнях для підтримання необхідних обсягів міжнародних резервів. У 2018 році очікується залучення одного траншу від МВФ у розмірі 2.0 млрд дол. США, а також отримання кредитів від ЄС (0.6 млрд дол. США) та Світового банку (0.6 млрд дол. США). Після успішного розміщення ОЗДП у 2017 році на суму 3 млрд дол. США, у 2018 – 2020 роках очікується продовження таких залучень (2.5 млрд дол. США, 1.5 млрд дол. США, та 2.5 млрд дол. США відповідно). Крім того, у 2020 році очікується отримання кредитних ресурсів за новими програмами з МВФ (2 млрд дол. США) та ЄС (1 млрд дол. США).

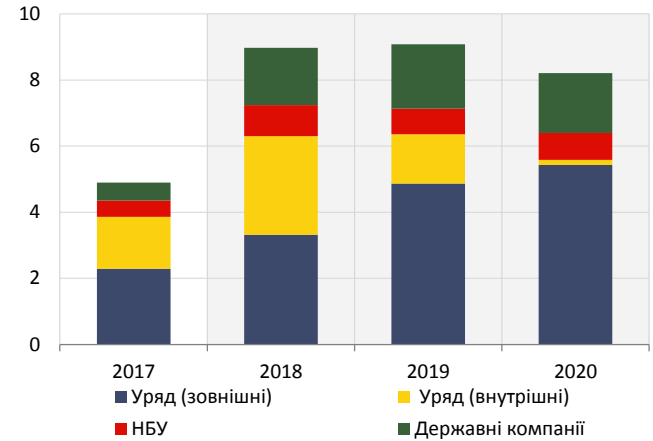
Профіцит зведеного платіжного балансу у 2018 році разом із чистим надходженням коштів від МВФ за програмою EFF дасть змогу збільшити міжнародні резерви до 20.5 млрд дол. США (або 3.7 місяця імпорту майбутнього періоду) на кінець 2018 року. Це становитиме 70% від композитного критерію МВФ щодо адекватності резервів. Однак до кінця 2020 року обсяги міжнародних резервів скоротяться до 18.6 млрд дол. США (або 3.0 місяця імпорту майбутнього періоду) через значні виплати за державним боргом.

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



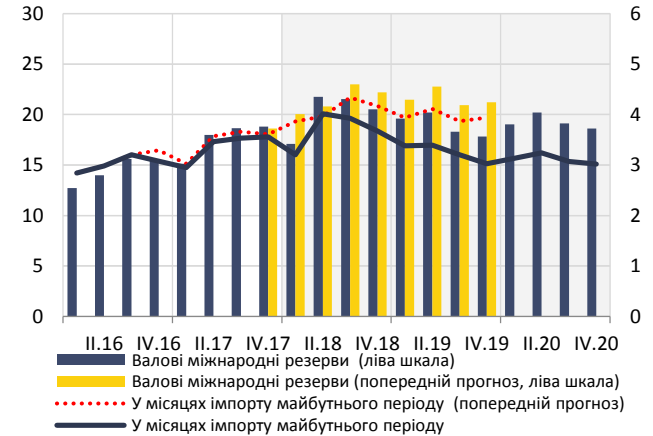
Джерело: НБУ.

**Виплати державного боргу в іноземній валюті, млрд дол. США**



Джерело: НБУ.

**Міжнародні резерви, млрд дол. США**



Джерело: НБУ.

### 3.5. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ

На прогнозованому горизонті очікується проведення жорсткої монетарної політики. Ключова відсоткова ставка буде достатньо високою для забезпечення зниження інфляції відповідно до оголошених цілей. Її рівень залежатиме від інфляційних ризиків, макрофінансової стабільності та динаміки інфляційних очікувань.

У поточному році буде зберігатися структурний профіцит ліквідності банківської системи, а депозитні сертифікати залишатимуться основним інструментом регулювання процентних ставок на міжбанківському ринку. Водночас зниження структурного профіциту ліквідності у другій половині року може спричинити попит окремих банків на кредити рефінансування. Попит банків на депозитні сертифікати НБУ та кредити рефінансування у 2019 – 2020 роках визначатиметься рівнем структурної позиції ліквідності банківської системи.

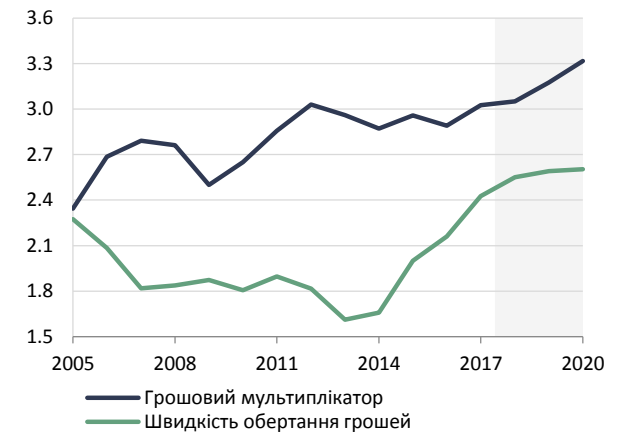
У 2018 році очікується продовження припливу депозитів як у національній, так і в іноземній валюті. Темпи зростання депозитів (11%) перевищуватимуть темпи зростання готівки поза банками (7%). Зростання грошової маси прогнозується на рівні 10%. Поступовий розвиток банківської системи та збільшення частки безготівкових розрахунків сприятимуть тенденції зростання мультиплікації грошей. У той же час, незважаючи на поліпшення платоспроможності позичальників банків, відновлення кредитної активності буде стриманим через усе ще високі процентні ставки та ризики інституційного середовища.

Прогнозується збільшення грошової бази на рівні близько 9%. Чинниками її приросту будуть як готівка, так і коррахунки банків.

В умовах профіциту ліквідності у 2018 році операції НБУ з випуску депозитних сертифікатів залишатимуться основним інструментом регулювання процентних ставок на міжбанківському ринку. Водночас, у другій половині року, на фоні сезонної акумуляції коштів на рахунках уряду, може виникнути зниження структурної ліквідності банківської системи, що зумовить попит окремих банків на кредити рефінансування. У подальшому рівень структурної позиції ліквідності залежатиме від попиту на готівку, впливу фіскальних чинників та купівлі НБУ валюти для поповнення міжнародних резервів. Попит банків на кредити рефінансування та депозитні сертифікати НБУ у 2019 – 2020 роках визначатиметься рівнем структурної позиції ліквідності банківської системи: у разі виникнення структурного дефіциту основним інструментом регулювання процентних ставок стануть кредити рефінансування.

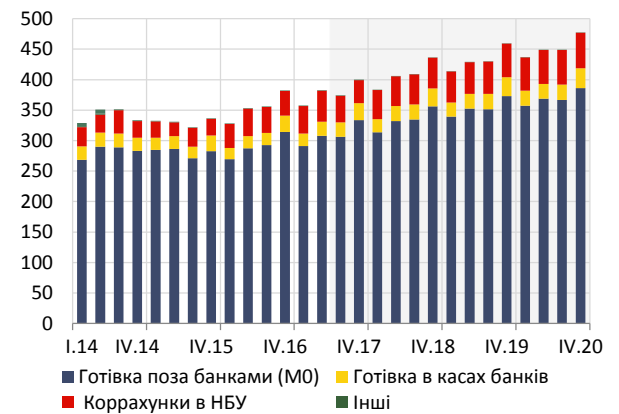
Упродовж прогнозованого горизонту монетарна політика буде спрямована на зниження споживчої інфляції до меж цільового діапазону у 2019 році та досягнення його центральної точки, тобто середньострокової інфляційної цілі (5%), у 2020 році. Збереження високого рівня ключової ставки сформує жорсткі монетарні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

Грошовий мультиплікатор та швидкість обертання грошей



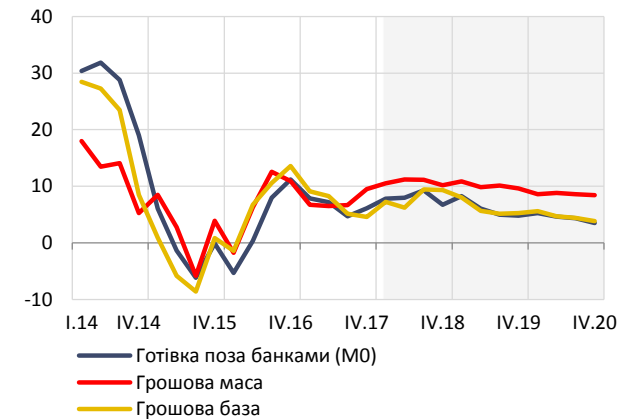
Джерело: НБУ.

Грошова база (компоненти), млрд грн



Джерело: НБУ.

Монетарні показники, % річних



Джерело: НБУ.

### 3.6. РИЗИКИ ПРОГНОЗУ

НБУ бачить низку ризиків для реалізації базового прогнозного сценарію. Основним економічним ризиком НБУ вважає відсутність прогресу у проведенні структурних реформ, необхідних для збереження макрофінансової стабільності та продовження програми з МВФ на фоні високих обсягів погашення зовнішніх боргів у наступних роках. Сценарій дострокового припинення програми з МВФ передбачає погіршення умов доступу на міжнародні фінансові ринки, що призведе до посилення девальваційних та інфляційних очікувань, а також до зростання ймовірності дефолту за зовнішніми державними зобов'язаннями, пік виплат за якими припадає на 2019 рік.

Також ризиком є проведення Урядом України більш м'якої фіскальної політики (зокрема подальше підвищення соціальних видатків вищими темпами, ніж загальне зростання продуктивності праці в економіці), що посилить інфляційний тиск. У такому разі НБУ буде змушений сформулювати жорсткіші монетарні умови, ніж це передбачається базовим сценарієм.

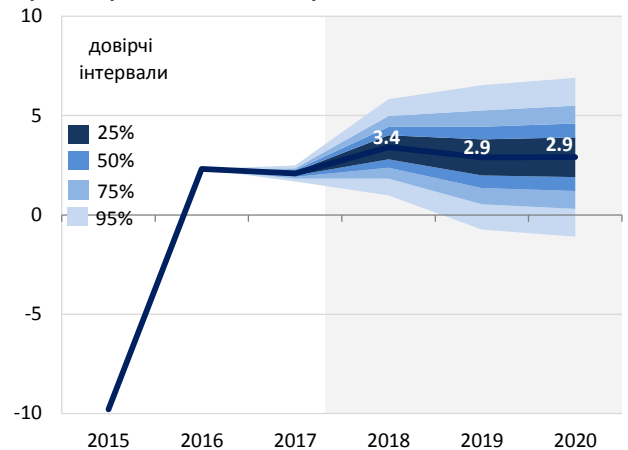
Вагомим фактором невизначеності залишається розвиток ситуації на сході України. У випадку сприятливого для України розвитку ситуації, зниження премії за ризик збільшуватиме інвестиційну привабливість з відповідним припливом капіталу, прискоренням економічного зростання та ревальваційним тиском на гривню. Натомість, ескалація бойових дій може призвести до погіршення очікувань та негативних соціально-економічних наслідків.

Невизначеність для інфляційного розвитку також пов'язана з величиною та термінами підвищення адміністративно-регульованих тарифів (насамперед на природний газ, опалення та електроенергію для населення), що може в короткостроковій перспективі відхилити траєкторію інфляції від базового сценарію в обидва боки. Симетричним у прогнозний період є і ефект від шоків пропозиції продовольчих товарів, пов'язаних з урожаєм та цінами продовольства на зовнішніх ринках.

Ризики з боку зовнішнього середовища містяться в площині динаміки світових цін на сировинні товари. У разі їх суттєвого зниження надходження від експорту скорочуватимуться, що погіршить поточний рахунок платіжного балансу України, формуючи передумови до ослаблення курсу гривні та зростання інфляційного тиску. Водночас економічна активність пригнічуватиметься послабленням конкурентоспроможності вітчизняних експортоорієнтованих підприємств та зниженням їх платоспроможного попиту. У такому разі посилюватимуться ризики виходу інфляції за межі цільового коридору, а темпи зростання ВВП будуть низькими. НБУ в такому разі буде змушений проводити жорсткішу монетарну політику для згладжування негативного впливу зовнішніх шоків.

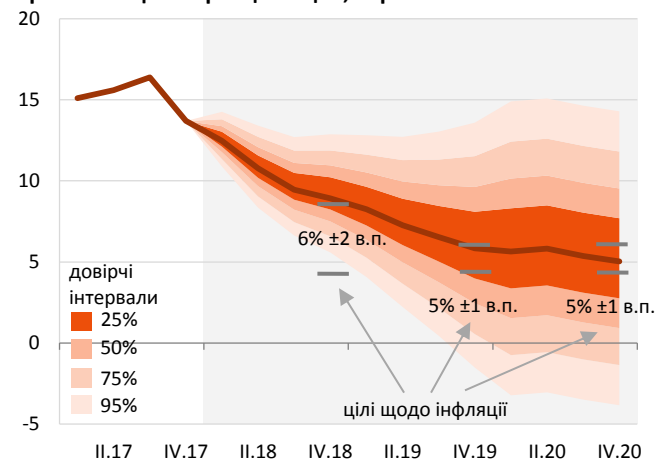
У разі підвищення зовнішнього попиту і цін на товари українського експорту спостерігатиметься імпульс до зростання ВВП, а також ревальваційний тиск на гривню та швидше зниження інфляції. Такий розвиток подій дасть змогу знижувати ставку швидше, ніж це закладається в базовому сценарії.

Прогноз реального ВВП, % річна зміна



Джерело: НБУ.

Прогноз ІСЦ та інфляційні цілі, % річна зміна



Джерело: НБУ.

Прогноз наведено у вигляді віялової діаграми (FanChart). Такий тип графіка призначений для відображення невизначеності щодо майбутньої динаміки прогнозованої змінної. Наприклад, імовірність того, що інфляція перебуватиме в межах найтемнішої області на графіку (навколо центральної лінії) становить 25%. Відповідна властивість зберігається і для інших зон графіка. Таким чином, імовірність того, що інфляція не вийде за межі найсвітлішої зони, становить 95%.

Макроекономічний прогноз (Січень 2018)

Показники	2014				2015				2016				2017				2018				2019				2020																															
	1587				1989				2383				2930				677				761				850				1061				1106				3779				3628															
	-6.6				-9.8				2.3				2.1				3.2				3.7				3.2				3.2				2.2				2.9				3.5															
<b>РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, зміна в річному вимірі (%)</b> , якщо не зазначено інше																																																								
Номинальний ВВП, млрд. грн.	1587				1989				2383				2930				677				761				850				1061				1106				3779				3628															
Реальний ВВП	-6.6				-9.8				2.3				2.1				3.2				3.7				3.2				3.2				2.2				2.9				3.5															
Дефлятор ВВП	15.9				38.9				17.1				20.5				13.0				12.5				11.5				11.0				12.0				8.2				7.2				8.2											
ІСЦ (середнє за період)	12.1				48.7				13.9				14.5				-				-				-				-				-				-				-				-											
ІЦВ (середнє за період)	17.1				36.0				20.5				26.3				-				-				-				-				-				-				-				-				-							
ІСЦ	24.9				43.3				12.4				13.7				12.5				10.8				9.5				8.9				8.9				7.3				5.8				5.8											
Базова інфляція	22.8				34.7				5.8				9.5				9.3				9.6				9.4				8.2				8.2				5.5				4.8				4.8											
Небазова інфляція	26.8				50.9				18.3				19.4				16.7				12.4				9.6				9.9				9.9				9.8				7.8				7.2				7.2							
У тому числі сирі товари	23.2				40.7				1.2				23.5				19.7				7.3				3.6				4.6				4.6				4.2				4.0				4.0											
У тому числі адміністративно регульовані ціни	29.0				64.4				34.6				16.1				12.7				14.0				12.5				13.8				13.8				10.8				9.6				9.6											
ІЦВ	31.8				25.4				35.7				16.6				14.8				19.0				15.1				9.8				9.8				8.8				9.0				9.0				9.0							
<b>ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР</b>																																																								
Зведений бюджет, салдо, млрд. грн.	-72.0				-30.9				-54.8				-42.1				-				-				-				-				-				-				-				-				-							
% ВВП	-4.5				-1.6				-2.3				-1.4				-				-				-				-				-				-				-				-				-							
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд. грн.	-70.3				-17.0				-50.3				-39.3				-				-				-				-				-				-				-				-				-				-			
% ВВП	-4.4				-0.9				-2.1				-1.3				-				-				-				-				-				-				-				-				-				-			
Баланс СЗДУ та НАК "Нафтогаз України", млрд. грн.	-157.6				-37.5				-50.3				-39.3				-				-				-				-				-				-				-				-				-				-			
Баланс СЗДУ та НАК "Нафтогаз України", % ВВП	-9.9				-1.9				-2.1				-1.3				-				-				-				-				-				-				-				-				-				-			
<b>ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)</b>																																																								
Поточний рахунок, млрд. дол. США	-4.6				-0.2				-3.4				-3.8				-1.1				0.0				-1.9				-0.5				-3.5				-4.2				-4.2				-4.2											
Фінансовий рахунок, млрд. дол. США	9.1				-0.6				-4.7				-6.4				0.2				-3.2				-2.2				0.0				-5.2				-6.4				-6.4				-6.4											
Зведений баланс, млрд. дол. США	-13.3				0.8				1.3				2.6				-1.2				3.2				0.3				-0.5				1.8				2.2				2.2				2.2											
Валові міжнародні резерви, млрд. дол. США	7.5				13.3				15.5				18.8				17.1				21.8				21.5				20.5				20.5				22.2				22.2				22.2											
Місяців імпорту майбутнього періоду	1.8				3.1				3.2				3.6				3.2				4.0				3.9				3.7				3.7				4.2				4.2				4.2											
Експорт товарів, річна зміна (%)	-14.5				-29.9				-5.3				18.8				0.5				6.6				4.5				1.9				3.3				3.3				3.3				3.3											
Імпортовані товари, річна зміна (%)	-29.0				-32.6				4.2				21.1				4.0				4.7				7.1				-0.7				3.6				4.2				4.2				4.2											
<b>МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)</b>																																																								
Грошова база, %	8.5				0.8				13.6				4.6				-4.1				1.6				2.4				9.3				9.3				6.2				6.2				5.3				5.3							
Грошова маса (поточ. курс), %	5.3				3.9				10.9				9.5				-1.6				1.6				3.4				10.2				10.2				9.1				9.1				9.6				9.6							
Швидкість обертання (на кінець року)	1.66				2.0				2.2				2.4				-				-				-				-				-				-				-				-				-							